

NOTE HEBDO COVID-19

LOGEMENT : DU REFUGE À LA VALEUR-REFUGE ?

PAR DANIEL WHILE
DIRECTEUR RECHERCHE & STRATÉGIE



Alors que le monde traverse une crise d'une nature inédite, et dont l'une des caractéristiques est l'évolution rapide de l'information, il nous a paru utile de partager à une fréquence hebdomadaire notre vision des événements et de leur impact sur les marchés immobiliers. C'est l'objet de cette note qui vous sera envoyée tous les vendredis. Bien entendu, elle ne constitue pas un document contractuel, mais exclusivement le sentiment de marché de Primonial REIM à partir des données disponibles au moment de sa rédaction. Vous pouvez consulter sur : <https://www.primonialreim.com/etudes>, l'ensemble des notes du département Recherche & Stratégie de Primonial REIM et sur <https://www.primonialreim.com/covid-19-coronavirus>, l'ensemble de nos publications relatives au Covid-19.

Semaine du 13 au 17 avril 2020.

Environnement économique : les dernières informations

- Un consensus se forme sur le fait que la sortie de confinement (prévue pour la France au 11 mai) s'accompagnera du renforcement des mesures de « distanciation sociale » (masques, interdiction de rassemblements et de la fermeture des cafés/restaurants...), d'un dépistage systématique, et d'un confinement durable pour certains groupes (personnes âgées), sans oublier la fermeture des frontières. La durée de ces mesures est difficile à limiter dans le temps, d'autant plus qu'un hypothétique vaccin n'est pas prévu avant 2021. Ces perspectives jouent négativement sur la visibilité des acteurs et donc sur les anticipations des consommateurs et des entreprises, cruciales pour la dynamique de reprise de la croissance.
- Une 2^e vague n'est pas exclue par les épidémiologistes. Il y a des indices concordants d'un rebond de l'épidémie en Chine. Dès lors, une succession de périodes de confinement et de déconfinement est possible. Elle validerait un scénario de reprise « en W ».

- Le 9 avril, l'Eurogroupe (Ministres des Finances de la zone euro) a conclu un accord d'un montant global de plus de 500 milliards d'euros. Il comporte trois éléments principaux : une ligne de crédits de 240 milliards d'euros via le Mécanisme Européen de Stabilité pour les dépenses de santé, 100 milliards d'euros pour les mesures de chômage partiel et un fonds de garantie permettant à la Banque européenne d'investissement de prêter jusqu'à 200 milliards aux entreprises. En revanche la mutualisation des dettes via des « coronabonds » a été refusée par l'Allemagne et les Pays-Bas.

1. L'immobilier résidentiel avant la crise

Avant la crise du Covid-19, l'immobilier résidentiel présentait des indicateurs extrêmement positifs : un record de transactions sur le marché ancien (> 1 million en 2019) pour la deuxième année consécutive ; des hausses de prix substantielles mais maîtrisées (+3,9% en Ile-de-France, +3,6% en Province au 4^e trimestre 2019 sur 12 mois) ; des taux de crédits immobiliers orientés à la baisse (-32 points de base entre décembre 2018 et décembre 2019). Surtout, l'attractivité des actifs résidentiels « en bloc » auprès des investisseurs institutionnels se confirmait, au niveau français (3,5 mds € d'investissement en 2019) et surtout européen (62,7 mds € dont 18,3 mds € en Allemagne, malgré le gel des loyers à Berlin). Les ventes en neuf et les mises en chantier avaient, quant à elles, plutôt fléchi, comme souvent à l'approche des élections municipales.

La dynamique de hausse des prix, modérée mais continue depuis 2015, s'appuyait sur des facteurs structurels :

- La baisse continue des taux d'emprunt, qui a solvabilisé un grand nombre d'acheteurs malgré la hausse des prix au m². Par cet effet, le « pouvoir d'achat immobilier » des Français a augmenté de 36% entre 2008 et 2018, d'après l'indicateur produit par BNP Paribas Real Estate.

- Une pression de la demande supérieure à l'offre dans nombre de métropoles régionales (Lyon, Nantes, Bordeaux) et de « zones tendues » de l'agglomération parisienne. C'est le fait des contraintes fortes sur l'offre (coûts de construction supérieurs à la moyenne européenne, restriction politique à la délivrance de permis de construire), mais aussi de l'accélération de la métropolisation et des migrations inter-régionales.
- Une remontée de l'actif résidentiel dans la hiérarchie des placements. C'est notamment le cas pour les institutionnels, avec un écart de rendement résidentiel/bureaux *prime* quasi nul fin 2019, alors qu'en 2002 il s'élevait à 350 points de base.

Cette situation de relative prospérité avait incité le Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) à émettre des recommandations de modération dans la durée des prêts (25 ans maximum) et le taux d'effort des ménages (33% maximum). En outre, des réformes législatives (loi Lagleize) et des innovations de marché se proposaient d'améliorer l'accès au marché du logement sans renverser la dynamique de prix, en déconstruisant le droit de propriété : dissociation foncier / bâti, dissociation parties communes / logement, propriété à vie, etc.

L'ensemble de ces facteurs structurels restent pertinents à l'heure de la crise sanitaire. Cependant, celle-ci constitue un choc qui vient ébranler le marché du logement, l'économie, et la confiance des ménages. Elle ne peut donc rester sans conséquences.

2. L'impact à court terme de la crise sanitaire

Vers une année blanche pour la production de logements neufs. L'interruption des chantiers vient mettre un coup d'arrêt brutal à la production de logements neufs, et ce jusqu'à ce que des conditions de reprise sanitaire acceptables soient trouvées. La dynamique des mises en chantier était déjà considérablement ralentie par la perspective des élections municipales, qui sont reportées. Il est trop tôt pour savoir si un dispositif fiscal nouveau viendra soutenir le secteur. En revanche, certains acteurs publics (CDC) et privés engagés (Action Logement) ont d'ores et déjà annoncé un soutien fort par la production de 50 000 logements dans les 12 mois. Dans tous les cas, l'interruption de la construction neuve vient contribuer à creuser le déficit d'offre qui est déjà important dans les zones tendues. On peut également s'attendre à ce que des programmes destinés initialement à une vente par lots se retrouvent acquise en bloc par des investisseurs institutionnels attirés par le profil rendement/risque de ces opérations.

L'arrêt des transactions des particuliers dans l'ancien : une question de confiance. Si la date de déconfinement au 11 mai est tenue, les transactions dans l'ancien auront été interrompues 2 mois. Les mois de mars et d'avril représentent en moyenne 20% des transactions¹, ce qui, rapporté au million de transactions enregistrées ces deux dernières années, aboutit à 200 000 transactions en moins. Annulées ou simplement reportées ? C'est le point central : le retour de la confiance des acheteurs. En effet, même si les particuliers ne font pas l'objet d'une suspension de leur loyer, l'une des caractéristiques de la crise du Covid-19 est le très haut niveau d'incertitude qu'elle fait peser sur les acteurs économiques. Cette incertitude nourrit le pessimisme mais surtout l'immobilisme face à des choix de long terme : celui d'acheter, mais aussi celui de vendre. On doit donc s'attendre à une relative atonie des transactions dans les prochains mois. En revanche on n'observe pas de velléités de ventes massives ou forcées, ni de la part des particuliers, ni de la part des institutionnels.

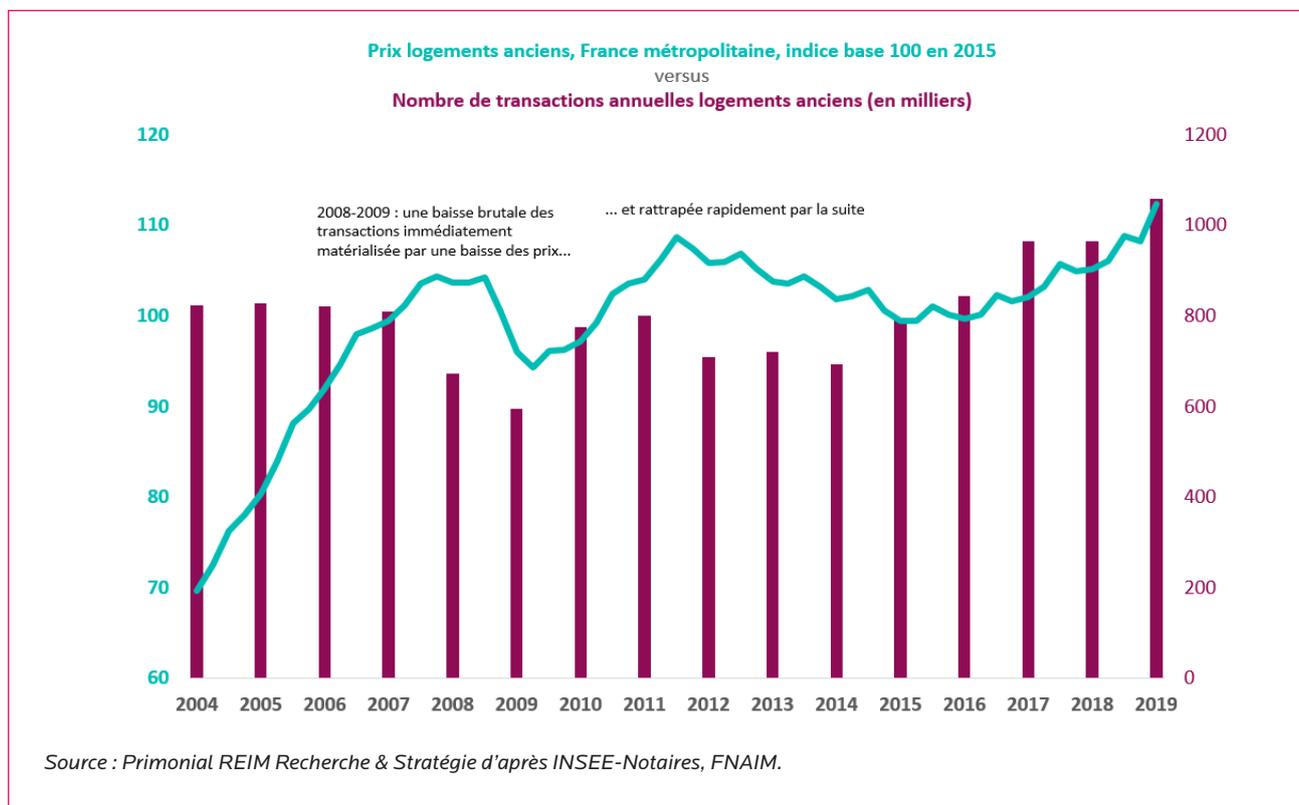
Le crédit immobilier sera-t-il au rendez-vous ?

Un environnement de taux directeurs historiquement bas (autour de 0% pour l'OAT 10 ans) ne le garantit pas. En effet, les banques, dont la marge opérationnelle est déjà attaquée par le faible niveau des taux, seront amenées à privilégier les sauvetages des entreprises, et à augmenter leurs marges du fait des difficultés anticipées des débiteurs. On peut tabler sur le fait que les taux de crédit seront compétitifs²; on peut penser que les conditions de crédit le seront moins.

Que nous dit le précédent de 2008 ? Si les deux crises ne sont pas comparables dans leur principe – crise financière contre choc sur l'économie réelle – elles ont eu la même conséquence sur le marché de l'ancien : un quasi-gel des transactions sur quelques mois. Il s'en est suivi une correction des prix, immédiatement compensée l'année d'après. De même, les années de croissance atone de la France (2012-2015) ont vu une stagnation, voire une baisse des valeurs, immédiatement compensée dès que la croissance du PIB s'est hissée à un niveau suffisant. Ces résultats suggèrent que le marché résidentiel comporte des forces de rappel – on pense bien sûr au déséquilibre structurel entre offre foncière et demande des ménages – qui jouent dès que la croissance est de retour, et si l'environnement de taux ne change pas. C'est la résilience du logement en tant que classe d'actifs.

¹Source : meilleursagents.com.

²En avril les taux moyens s'établissent à 1,15 % sur 15 ans 1,32% sur 20 ans 1,60% sur 25 ans.



C'est pourquoi l'on ne peut exclure un effet mécanique de la chute des transactions sur les prix pour l'année 2020. Cependant, la question décisive est ailleurs : les facteurs structurels de soutien aux prix continueront-ils de s'exercer après la crise, permettant ainsi au marché résidentiel de renouer avec sa dynamique ?

3. Logement : quels scénarios pour l'après-crise ?

La réponse à cette question nous semble reposer dans la macroéconomie plus que dans les conditions internes du marché du logement. Tout l'enjeu est dans la gestion des effets de 2^e tour de la crise. Deux scénarios « extrêmes » peuvent être dessinés.

Le scénario du pire : un crash de la solvabilité des ménages. A l'heure actuelle, la solvabilité des ménages est maintenue à flot par les dispositifs de chômage partiel (4 millions de personnes en France), qui sont par définition temporaires et impliquent que l'entreprise ne dépose pas le bilan. Après ce « portage » par l'Etat et les banques centrales de la perte d'activité due au confinement, l'heure de vérité sonnera pour un grand nombre d'entreprises fragilisées dans leurs fonds propres. Le scénario du pire impliquerait une série de faillites qui se traduirait par un chômage de masse de longue durée. Il obérerait le pouvoir d'achat

des ménages – y compris le pouvoir d'achat immobilier – jusqu'à compromettre leur capacité d'achat. En ce cas, il serait logique que les prix du logement baissent. Quand bien même les conditions de taux resteraient favorables, les ménages éligibles seraient tout simplement moins nombreux.

Le scénario du meilleur : le résidentiel devient le nouveau core. Les gouvernements et les banques centrales peuvent éviter le chômage de masse en jouant de l'arme budgétaire et monétaire en même temps. Ce faisant, ils permettraient au marché résidentiel de renouer avec sa dynamique antérieure, modérée mais ascendante. Le logement répondrait typiquement à la demande des investisseurs institutionnels : un profil de performance core, peu susceptible de variations de revenus locatifs, relativement décorrélé des cycles économiques, et dont la création de valeur s'inscrit dans le temps long des évolutions démographiques et métropolitaines. Le résidentiel serait alors, dans les portefeuilles institutionnels, un concurrent crédible du bureau. Les marchés locaux sont nombreux, en France et en Europe, qui constituent des opportunités et des points d'entrée attractifs à cet égard³.

A plus long terme ce scénario pourrait avoir pour corollaire un retour de l'inflation, toujours recherchée et jamais atteinte depuis la mise en place du quantitative easing

³ Cf. Primonial REIM Recherche & Stratégie, janvier 2019, *Immobilier résidentiel européen : de la métropolisation à la stratégie d'investissement*.

post crise financière. Si c'est le cas, la littérature et l'expérience des 50 dernières années tendent à montrer que l'immobilier résidentiel constitue, parmi les classes d'actifs immobilières, la meilleure couverture contre l'inflation, avec une corrélation très forte de loyers (IRL) et des valeurs.

Conclusion. Après avoir été, physiquement, un refuge pour les français face à la pandémie, le logement sera-t-il un refuge pour leur épargne ? Pour les personnes physiques il l'est déjà largement, puisque l'immobilier représente les deux tiers du patrimoine des ménages, essentiellement via la détention de la résidence principale. Mais l'immobilier comme placement financier est beaucoup moins démocratisé : environ 5% des placements financiers des français sont investis en immobilier⁴, dont une part infime sur un sous-jacent résidentiel.

Les propriétés de l'immobilier résidentiel, si elles ne sont pas gâchées par la politique économique de l'après-crise sanitaire, le renforceront dans la hiérarchie des placements. Avec un appétit non démenti des particuliers et une montée en puissance des investisseurs institutionnels, avec la mise en place de nouvelles structurations du droit de propriété et des dispositifs en faveur du logement abordable, avec une aspiration croissante à la qualité de vie métropolitaine, rendue accessible par le télétravail, l'immobilier résidentiel serait alors mûr pour devenir le nouveau cœur de l'immobilier d'investissement.

⁴Cf. *Primonial REIM Recherche & Stratégie, janvier 2020, Assurance-vie : la nouvelle équation immobilière.*

.....

Prochain RDV

Retrouvez très bientôt notre prochain podcast et d'ici là envoyez vos questions à :

communicationpreim@primonial.fr



Primonial Real Estate Investment Management (PREIM) est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) le 16 décembre 2011.

Elle a reçu l'agrément AIFM le 10 juin 2014. Son métier consiste à créer, structurer et gérer des placements immobiliers de long terme auprès des investisseurs particuliers et institutionnels.

Primonial REIM développe un champ de compétences global :

- multi-produits : SCPI, OPCI, SCI,
- multi-secteurs : bureaux, commerces, résidentiel, hôtellerie, immobilier de santé et d'éducation,
- multi-zones : France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique, Irlande, Pays-Bas.

Au 31 décembre 2019, Primonial REIM, c'est :

- + de **21 milliards d'euros** d'encours sous gestion,
- **67 841** associés,
- **46 FIA** immobiliers,
- un patrimoine de **4 251 623 m²** et **7 000 locataires** dont une part importante de grandes entreprises locataires (Samsung, Korian, Crédit Agricole, SNCF...).

www.primonialreim.com

PRIMONIAL REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT

Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital social de 825 100 euros. Enregistrée sous le n° 531 231 124 RCS Paris - APE 6630Z. Agréée par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille le 16 décembre 2011 sous le n° GP 11 000043. Agrément AIFM en date du 10 juin 2014. Titulaire de la carte professionnelle portant les mentions «Gestion Immobilière» et «Transactions sur immeubles et fonds de commerce» numéro CPI 7501 2016 000 007 568, délivrée le 17 mai 2019 par la CCI de Paris Ile-de-France, et garantie par la société CNA Insurance Company Ltd, située 52-54 rue de la victoire – 75009 PARIS.

SIÈGE SOCIAL

36 rue de Naples - 75008 Paris

www.primonialreim.com

CONTACT

DÉPARTEMENT RECHERCHE & STRATÉGIE

Daniel WHILE • Directeur Recherche & Stratégie • daniel.white@primonial.fr
Henry-Aurélien NATTER • Responsable Recherche • henry-aurelien.natter@primonial.fr

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.



Ce document est communiqué à titre informatif seulement et ne constitue pas de la part de Primonial REIM une offre d'achat ou de vente de produit d'investissement ou de service d'investissement et ne doit pas être considéré comme un conseil en investissement, un conseil juridique ou fiscal. Les stratégies d'investissement présentées peuvent ne pas être accessibles à tout type d'investisseur. Les opinions, estimations et prévisions sont subjectives et peuvent faire l'objet de modification sans préavis. Elles sont basées sur des données disponibles auprès de fournisseurs de données officiels. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Il n'y a aucune garantie que les prévisions soient basées sur des données exactes et exhaustives. L'appréciation de ces informations est laissée au libre arbitre des lecteurs. Ce document ne contient pas suffisamment d'informations pour servir de base à une décision d'investissement.