

NOTE HEBDO COVID-19

MARCHÉ IMMOBILIER FRANÇAIS – TABLEAU DE BORD AVANT DÉCONFINEMENT

PAR DANIEL WHILE, MRICS
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 4 au 8 mai 2020.

Environnement économique : les dernières informations

- Les principaux pays européens ont annoncé leur date de déconfinement et ses modalités. A cet égard il serait plus exact de parler de confinement allégé. Son caractère partiel et progressif (par profession, par région, par classe d'âge) accompagné de procédures lourdes de distanciation sociale, invalident le scénario d'un retour à la normale qui était celui du début de la crise.
- La principale incertitude porte aujourd'hui sur la deuxième vague de l'épidémie après le déconfinement. C'est ce qui explique les différents scénarios avancés par le FMI¹ :

o Une reprise économique en « *swoosh* » (récession au niveau mondial accompagnée d'une reprise lente et progressive) si le comportement de la pandémie ne nécessite pas de re-confinement, ou si un vaccin est trouvé rapidement. La récession au niveau mondial oscillerait entre -3% et -6% en fonction du degré de maîtrise de l'épidémie fin juin. Elle serait suivie d'une reprise vigoureuse.

o Une reprise cassée par une seconde vague de l'épidémie début 2021 : c'est le scénario dit « en W », qui installe la crise sanitaire dans la longue durée et augmente considérablement les dégâts économiques : l'année 2021 serait alors également placée sous le signe de la récession.

- En France, l'INSEE² a affiné ses premières prévisions et maintient son évaluation que la consommation des ménages et l'activité productive ont diminué d'un tiers. Selon la Dares, la moitié des salariés français se trouvent dans une entreprise dont l'activité a diminué de moitié ou s'est arrêtée. Le dispositif du chômage partiel est ainsi essentiel au maintien de la paix sociale.
- Les marchés actions, rassurés par les perspectives de déconfinement et le soutien sans faille des gouvernements et des banques centrales, connaissent un *rally* après leur chute historique.

Quel tableau de bord pour les investisseurs immobiliers ?

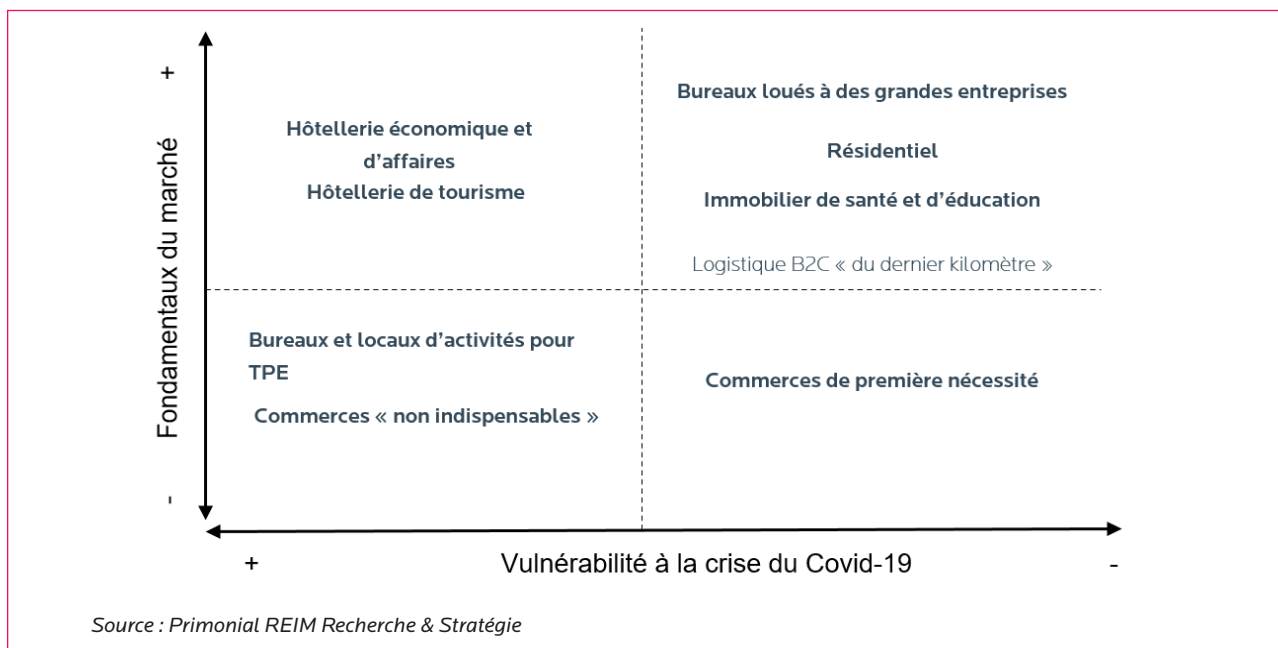
1. Traverser le confinement. Dans notre note du 12 mars 2020³, nous identifions trois points de vigilance : le soutien monétaire des banques centrales ; le soutien budgétaire des Etats ; la confiance des ménages. Sur les deux premiers points, les banques centrales et les Etats ont incontestablement répondu présent. En revanche la confiance des ménages dépend des deux variables cruciales que sont la durée de la crise sanitaire et les politiques publiques qui seront mises en place après. Par ailleurs, la crise sanitaire s'est, depuis, mondialisée, aggravant le caractère massif et simultané des chocs d'offre et de demande.

Notre analyse de l'impact par typologie d'actif immobilier, synthétisée par le tableau ci-après, reste sensiblement la même.

¹ FMI, Avril 2020, *The Great Lockdown*

² INSEE, 23 avril 2020, *Point de conjoncture*

³ Primonial REIM Recherche & Stratégie, 12 mars 2020, *Pandémie mondiale : l'immobilier est-il un refuge ?*



Du point de vue des fondamentaux immobiliers, exprimés par la prime de risque au 31/12/2019, le taux de vacance ou encore le volume d'investissement, plusieurs segments affichaient une bonne tenue avant la crise : bureaux, résidentiel, logistique, santé et hôtellerie. Hormis l'hôtellerie qui a été la première victime de la fermeture des frontières et des politiques de confinement, ces classes d'actifs n'ont pas fait l'objet, durant le confinement, de difficultés importantes de recouvrement des loyers, sauf sur les sous-segments les plus fragiles loués à des TPE en difficulté. Quant au commerce, il est important de noter qu'il connaissait déjà un début de décompression des rendements depuis le quatrième trimestre 2019, après une longue période d'évènements défavorables (attentats, manifestations, grèves) et dans un contexte général de remise en cause des magasins physiques.

Cependant, si tous les secteurs immobiliers ne sont pas égaux face aux problématiques de recouvrement du loyer – le « premier tour » de la crise que nous traversons – tous sont affectés, directement ou indirectement, par le deuxième tour, c'est-à-dire la crise économique qui s'annonce.

2. Traverser le déconfinement : éviter l'effet-domino économique... et locatif. Après le confinement, commence une deuxième phase de la crise où la question de la solvabilité – des ménages, des entreprises, des banques, des Etats – sera au cœur des préoccupations. C'est le maintien d'une solvabilité minimale de ces agents qui doit permettre d'éviter l'effet domino, c'est-à-dire la spirale des faillites, du chômage et de la crise du crédit.

En deux mois de gel économique, la solvabilité des ménages a été maintenue par les dispositifs de chômage partiel et celle des entreprises a été maintenue par les dispositifs de report de charges et l'accès à un financement garanti par l'Etat. Or les sommes injectées dans l'économie – de l'ordre de 100 milliards d'euros pour la France – ne constituent pas un stimulus, mais une protection temporaire. A mesure que les dispositifs de soutien seront levés, l'économie réelle prendra – ou pas – le relais. Trois questions sont stratégiques à cet égard :

- **Ladigue de l'emploi va-t-elle céder ?** S'il se produisait, le passage d'un chômage partiel à un chômage de masse déclencherait un effet domino débouchant sur une potentielle insolvabilité des banques (« credit crunch ») et la mutation de la récession en dépression. En outre, on constate aux Etats-Unis que la menace du chômage mine l'acceptabilité du confinement par la population, et expose les pays à une double débâcle économique et sanitaire. Pour cette raison, il nous semble probable qu'il y aura soutien de l'emploi « quel qu'en soit le prix » par les gouvernements, tant que les entreprises ne seront pas revenues à un niveau d'activité suffisant.
- **L'épargnant va-t-il consommer ?** Avec 35% de consommation en moins, c'est près de 80 milliards d'euros⁴ d'épargne « forcée » qui ont été constitués par les ménages. Le fléchage de cette épargne vers la consommation, ou au moins vers l'investissement productif, est une des clefs de la reprise, dans un pays où le taux d'épargne est déjà élevé (15%) en temps normal.

⁴ Calculs Xerfi-Precepta.

Là encore les politiques publiques (décourageantes par un impôt sur le patrimoine ? encourageantes par une incitation fiscale à investir dans l'économie réelle ?) seront décisives. La communication est également clef, car l'aversion au risque est aujourd'hui maximale.

- **Qui va payer ?** C'est la question qui sera posée aux politiques à un niveau mondial, et qui déterminera en grande partie la croissance future. Il ne s'agit pas « seulement » de payer la facture du confinement, mais également de financer l'indispensable plan de relance qui suit chaque effort de guerre. Beaucoup de scénarios et de propositions sont aujourd'hui sur la table⁵. On se souvient que le sauvetage des banques en 2008-2009 avait été pris en charge par les Etats, à travers un endettement public massif. De même, le sauvetage de l'économie réelle peut être assumé par les générations futures (via la dette, plus ou moins mutualisée), par les actifs (via l'impôt), par les épargnants (via l'inflation consécutive à une monétisation de la dette) ou encore par les créanciers internationaux (via l'annulation des dettes Covid). Chacune de ces options comporte des risques. Du point de vue des investisseurs immobiliers, c'est la prise en charge par les actifs via l'impôt qui nous semble être la plus directement menaçante pour les marchés locatifs.

La réponse politique à ces questions va largement déterminer le sort du « numérateur » immobilier, c'est-à-dire de la capacité des entreprises et des ménages à payer leur loyer. La corrélation entre l'évolution de l'emploi tertiaire et le volume de prise à bail en bureaux est significative. Même dans un marché en sous-offre – ce qui est notamment le cas de Paris – un effondrement de la demande de bureaux ne pourrait rester sans conséquence sur le niveau des loyers. De même, la contamination de l'immobilier résidentiel⁶ – aujourd'hui préservé – dépend d'un chômage qui soit suffisamment contenu.

2. A la découverte du nouveau prix de l'immobilier. Le dénominateur de l'immobilier, autrement dit sa valorisation, est également subordonné à la croissance économique. On se souvient que la crise de 2008 avait eu un effet immédiat sur les taux de capitalisation et les valeurs métriques. Mais les deux crises ne sont pas comparables à cet égard pour deux raisons :

- L'immobilier de bureau, début 2008, offrait une prime de risque quasi nulle face aux emprunts d'Etat. La surévaluation de l'immobilier était latente, et la crise de 2008 n'a fait que reconstituer une prime de risque cohérente. Elle dure jusqu'à aujourd'hui.

- En 2020, la crise de liquidité a été évitée par des mesures rapides et proportionnées. L'environnement de taux bas, de l'avis général, est appelé à durer.

Le repricing de l'**immobilier** ne passera donc pas, comme en 2008, par l'éclatement d'une bulle. Les experts sont appelés à corriger les valeurs existantes à l'aune de deux critères : la prime d'illiquidité et la prime de risque locatif.

Repricing par la prime de liquidité : pas à l'ordre du jour. Aujourd'hui, l'immobilier de bureau ne vit pas de crise d'illiquidité. Plusieurs transactions se sont réalisées pendant le confinement et d'autres se sont engagées, à des taux similaires à ceux d'avant-crise. L'indicateur qu'il s'agit de surveiller dans les prochains mois, ce sont les ventes forcées, c'est-à-dire celles qui s'effectueraient à un prix décoté à cause de circonstances exceptionnelles :

- Activation de covenants bancaires⁷. Il s'agit, à l'heure où nous écrivons cette note, de cas marginaux.
- « Effet-dénominateur »⁸ des institutionnels. Il dépendra de la souplesse des régulateurs dans l'appréciation des ratios prudentiels.
- Désendettement de certains grands propriétaires affectés par la crise. Ce n'est pas à l'ordre du jour actuellement : les grands propriétaires sont aujourd'hui concentrés sur leurs problématiques non-immobilières. Il n'est toutefois pas exclu qu'à l'occasion d'une réflexion globale intégrant aussi la diffusion du télétravail et les risques sanitaires, certains opérateurs entament dans les prochains mois un mouvement de rationalisation de leur politique immobilière.

Repricing par le risque locatif : évidemment. La capacité des locataires à délivrer un cash-flow sera, pour la plupart, inférieure à ce qu'elle était avant la crise. Les baux longs seront plus recherchés, donc plus valorisés. Les critères de risque-crédit et de trésorerie deviennent prépondérants, dans un environnement où la relocation des locaux vacants sera plus difficile.

Et le repricing de la résilience ? Il fait consensus aujourd'hui que la crise sanitaire transformera durablement les usages et les modèles économiques. Ceci ne peut rester sans conséquence sur la valorisation des activités. Si l'on part de l'hypothèse qu'une distanciation sociale sera ancrée dans les mœurs, alors de nombreux modèles d'entreprise devront se réinventer, à la fois pour rassurer les consommateurs, rassurer les salariés, et peut-être pour répondre à de nouvelles demandes. De ce point de vue le secteur des services, qui implique un certain contact, ou les centres commerciaux, qui impliquent un certain brassage social, seront impactés, quand bien même ils disposeraient

⁵ Cf par exemple Jean Tirole, 1er avril 2020, *Quatre scénarios pour payer la facture de la crise*, Les Echos

⁶ Cf. Primonial REIM Recherche & Stratégie, Avril 2020, *Logement : du refuge à la valeur refuge ?*

⁷ Clause de sauvegarde dans un contrat de prêt, pouvant obliger au remboursement anticipé du prêt sous certaines conditions.

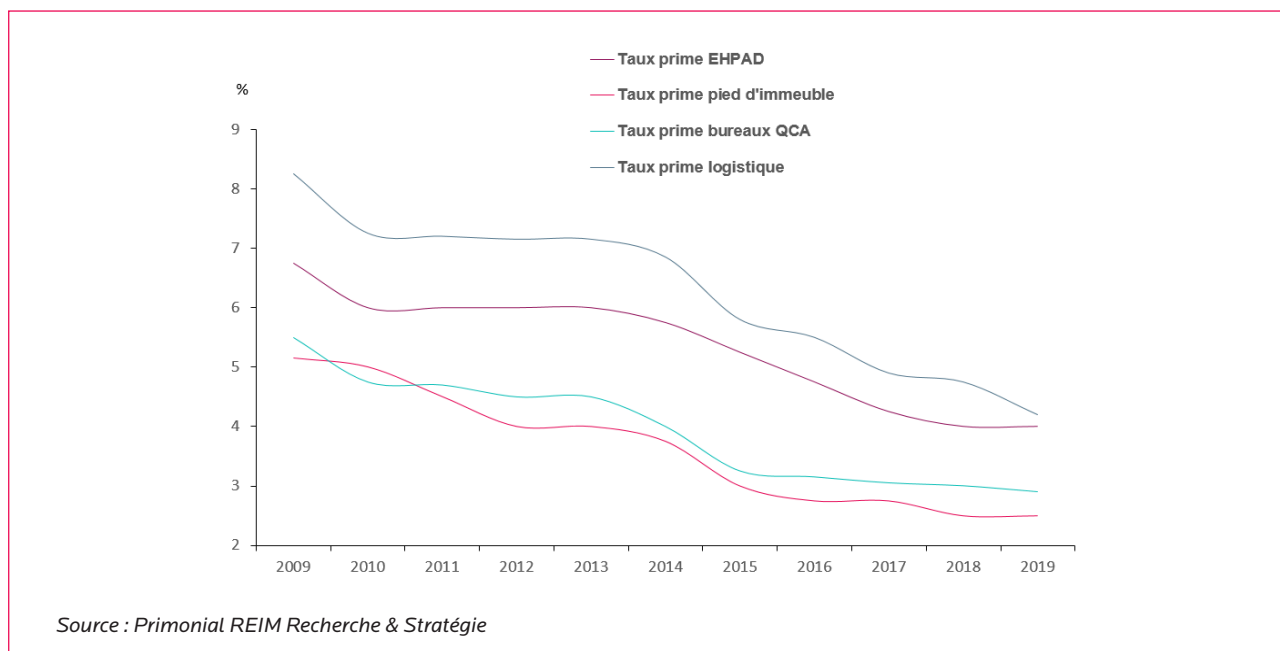
⁸ Cas des institutions dont l'allocation en immobilier se retrouve excédentaire par rapport à leurs contraintes, du fait de la baisse des valeurs des autres actifs (financiers notamment).

d'une viabilité financière.

Ces trois facteurs : liquidité, risque locatif et résilience des modèles économiques, seront déterminants dans la phase de « découverte du prix » (*price discovery*) qui s'ouvre pour l'immobilier d'entreprise.

Vers la fin de la convergence des taux ? Avant la crise sanitaire, la valorisation de l'immobilier se caractérisait par

une prime de risque substantielle mais aussi, depuis 2016, par un phénomène plus problématique de convergence des taux de rendement entre les actifs banalisés (bureaux, commerce) et les actifs alternatifs (santé, logistique). Cette convergence se constatait également entre les actifs loués et les actifs neufs non loués.



Sauf à entrer dans un régime de taux d'intérêt nominaux négatifs, il n'y a pas de justification pour une poursuite de la compression des taux. En revanche il est probable que la remise à plat des valorisations entraînera une rémunération du risque plus différenciée entre les actifs loués et non loués, *prime* et *core*, *core* et *core +*, banalisés et alternatifs.

Ce repricing nous paraît fondamentalement salutaire pour le marché immobilier, car aucun mouvement de compression des taux ne saurait effacer les différences de nature entre des actifs liquides et d'autres moins liquides.

Quels thèmes d'investissement post-Covid ? Compte tenu de l'aversion et du *flight-to-quality* habituels dans les phases de difficultés économiques, il est à prévoir que les investisseurs se positionnent, dans les prochains mois, sur des stratégies d'investissement *core*. Une phase de saisie des opportunités ne pourra avoir lieu qu'après que soit acté le *repricing* des classes d'actifs (donc après un nombre de transactions suffisant) et que la visibilité globale, à la fois sanitaire et économique, sera meilleure.

En termes de classes d'actifs, nous anticipons la montée en

puissance des thèmes d'investissement suivants :

- **Bureau : des *due diligences* réadaptées au contexte.**

En tant que segment immobilier le plus liquide et le plus traditionnel, il paraît raisonnable d'anticiper que le bureau restera le produit d'investissement majoritaire⁹. Cependant un point d'attention doit être mis sur :

- o Les *due diligences* sanitaires et notamment la qualité de l'air, dont des études récentes¹⁰ ont démontré la forte corrélation avec la transmissibilité du Covid-19, mais aussi les technologies qui permettent de minimiser les contacts.

- o L'évaluation de la résilience économique des locataires au regard de leur trésorerie mais aussi de leur domaine d'activité

- o L'utilisation des surfaces au regard de l'accélération du télétravail et de la dé-densification des espaces (ratio m²/poste et autres indicateurs).

- o De façon plus large, la *due diligence* environnementale qui augure de la capacité de résistance de l'actif face à des crises imprévues.

⁹ Cf. Primonial REIM Recherche & Stratégie, Avril 2020, La « nouvelle normalité » du bureau

¹⁰ Cf. Xiao Wu et Rachel Nethery, Avril 2020, Exposure to air pollution and COVID-19 mortality in the United States. Cf. aussi les recommandations publiées par l'INRS (Institut National de Recherche et de Sécurité)

- **Immobilier de santé : l'enjeu de l'après-pandémie.** Nous avons déjà évoqué l'enjeu majeur de l'offre sanitaire, y compris dans sa dimension immobilière¹¹. La mobilisation des acteurs publics (y compris l'assurance maladie et via l'actualisation du Plan Grand Age et Autonomie..) ne peut que se doubler de celle des acteurs privés et des investisseurs institutionnels, d'autant plus qu'en termes de profil rendement/risque l'immobilier de santé offre les qualités de rendement, de décorrélation et de pérennité des cash-flows qui répondent aux besoins des investisseurs. Ces nouveaux investissements devront néanmoins intégrer, dans leur *business plan* immobilier, le poids des évolutions prévisibles : médicalisation accrue de l'hébergement, revalorisation des personnels médicaux, préférences pour les chambres simples, réajustement des mobilités pour minimiser les contacts, etc.
- **Immobilier résidentiel : le dernier gisement de création de valeur ?** Nous avons déjà examiné la situation particulière de l'immobilier résidentiel¹² dans cette crise. Si le scénario du pire (engrenage du chômage de masse) ne vient pas obérer la solvabilité locative des ménages, nous identifions un intérêt manifeste et justifié des institutionnels pour cette classe d'actifs. Les récentes opérations en bloc (CDC, Action Logement) constituent un indice très positif à cet égard. Les qualités de l'immobilier résidentiel (création de valeur métrique soutenue par le déficit d'offre foncière, l'environnement de taux et le mouvement

de métropolisation) sont alignées sur les besoins de nombreux institutionnels. Les thèmes du logement abordable et du développement de services communs nous paraissent déterminants au sein de cette classe d'actifs.

- **Conclusion : endurer, puis durer.** Le véritable « jour d'après » ne sera pas le jour d'après le confinement, mais le jour d'après le vaccin. Entre le déconfinement et le vaccin, s'ouvre une période, longue ou courte, où les conséquences des politiques menées par l'ensemble des Etats vont se déployer. Les usages – immobiliers et autres – vont se modifier, et avec eux les comportements des consommateurs (développement de la livraison à domicile) et des producteurs (essor du télétravail).
- L'investisseur immobilier est généralement positionné pour près de 10 ans, voire plus. Aussi, la recouvrabilité des loyers pendant un trimestre n'est pas significative à l'échelle de son engagement. La capacité des locataires à traverser une ou deux années de récession détermine déjà plus sensiblement sa rentabilité finale. Mais la **durabilité de l'investissement est maintenant le critère prépondérant** : durabilité des territoires, métropoles ou Grand Paris, qui resteront le carrefour de l'activité ; durabilité des locataires du point de vue de leur viabilité financière et de leur adaptation aux nouveaux usages ; enfin durabilité du bâti lui-même au regard de la prévention des risques futurs.

¹¹ Voir Xiao Wu et Rachel Nethery, Avril 2020, *Exposure to air pollution and COVID-19 mortality in the United States, qui met à jour la corrélation entre pollution de l'air et vulnérabilité au Covid-19.*

¹² Cf. Primonial REIM Recherche & Stratégie, Avril 2020, *L'immobilier de santé face à la pandémie et au monde d'après.*

.....

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, MRICS • Directeur Recherche & Stratégie • daniel.white@primonial.fr
Henry-Aurélien NATTER, MRICS • 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.

