

PANDÉMIE MONDIALE : L'IMMOBILIER EST-IL UN REFUGE ?

PAR DANIEL WHILE
DIRECTEUR RECHERCHE & STRATÉGIE



1. LE CONTEXTE AU 12 MARS 2020

Depuis décembre 2019, le monde est aux prises avec un évènement massif et imprévu : le Covid-19. Cette épidémie a commencé à se propager à partir de la ville de Wuhan en Chine, pour ensuite infecter des personnes dans plus de 120 pays. A partir de l'information disponible au 12 mars 2020, on peut faire les constats suivants. Les principaux foyers sont la Chine (70% des cas), l'Italie, l'Iran, la Corée du Sud, l'Espagne, la France, l'Allemagne et les Etats-Unis. Dans la mesure où il s'agit d'une maladie nouvelle, sa gravité est encore soumise à de nombreuses inconnues : son taux de mortalité réel, le nombre et l'âge des personnes potentiellement affectées, la résistance du virus aux chaleurs estivales, etc. Les caractéristiques du virus rendent sa quantification particulièrement difficile, du fait du grand nombre de porteurs n'ayant pas de symptômes.

Les pays concernés ont mis en place diverses mesures de précaution : confinement des populations, fermetures d'aéroports, d'écoles et d'universités, annulations d'évènements, interdictions de voyager, suspension de transports routiers ou ferroviaires, fermetures des frontières, etc. Ces mesures ont pour objectif de ralentir la transmission du virus et de gagner ainsi le temps nécessaire à la préparation d'un traitement, tout en « lissant » l'impact sur les capacités d'accueil du système de santé.

Ces mesures de précaution, par elles-mêmes, ont un coût économique. Il s'ajoute au coût direct que représentent le ralentissement de la production chinoise¹ et la diminution du flux de touristes chinois. Dans ce contexte, les indices boursiers mondiaux ont enregistré une baisse de 15 à 25% depuis le début de l'année.

Pour les prochains mois, l'effort des gouvernements a pour but d'éviter que la crise sanitaire débouche sur une crise économique et financière. Trois points sont à surveiller particulièrement à cet égard :

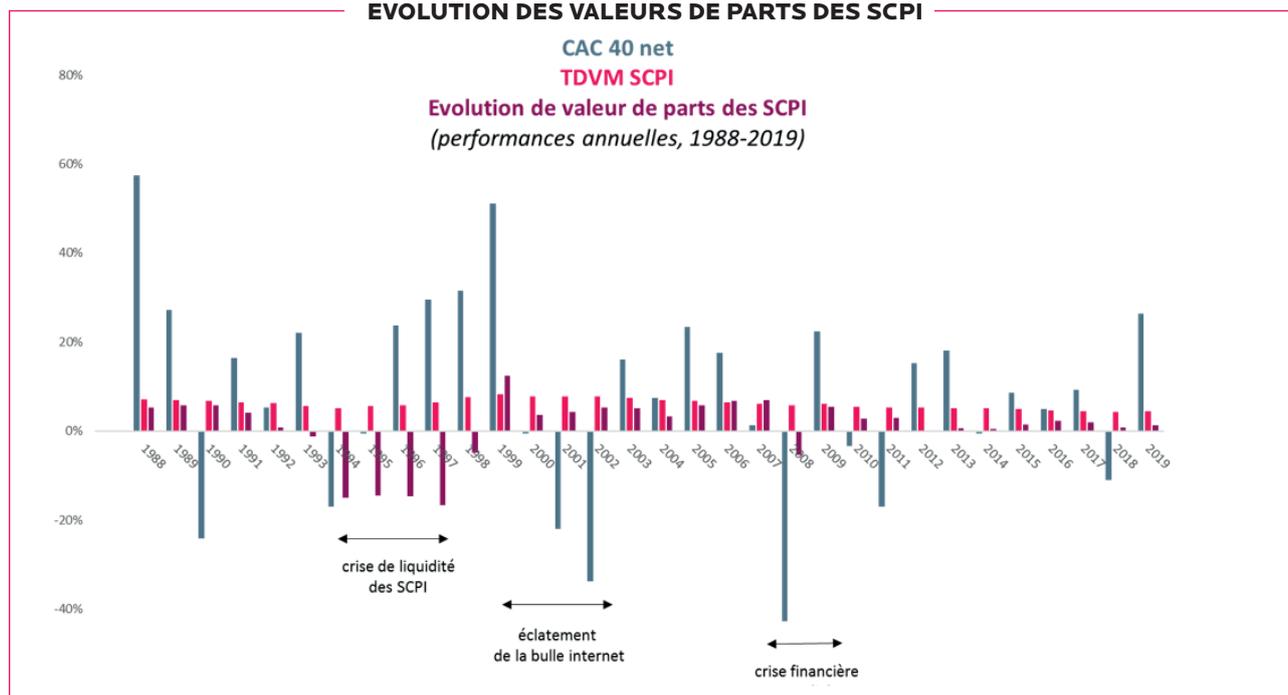
- Le soutien monétaire des banques centrales. Leur action doit conduire à éviter « à tout prix » un nouveau credit crunch, c'est-à-dire un resserrement du crédit aux entreprises. L'objectif est ici d'éviter les faillites en cascade de PME qui auront connu un accident de chiffre d'affaires, ou qui auront dû solliciter un surcroît de dette, dû aux conséquences du Covid-19.
- Le soutien budgétaire des gouvernements. Il peut prendre diverses formes telles qu'un étalement des créances, ou encore le recours au chômage partiel, déjà annoncé par le gouvernement français.
- La confiance des ménages, et son impact sur leur consommation. La couverture médiatique massive dont fait l'objet le Covid-19 a déjà provoqué des mouvements de panique ainsi qu'une envolée des achats de produits de première nécessité. La succession des bonnes ou mauvaises nouvelles sur une sortie de la crise sanitaire sera décisive à cet égard.

2. QUELS IMPACTS SUR LES MARCHÉS IMMOBILIERS ?

Il convient de rappeler que **la chute des cours boursiers n'a pas, en elle-même, d'influence sur les rendements immobiliers**. Historiquement, les grandes paniques boursières (krash de 1987, éclatement de la bulle internet au début des années 2000, crise financière mondiale de 2008) ne sont pas concomitantes de baisse de rendements des SCPI. Lorsque ces dernières ont connu une crise de liquidité au milieu des années 1990, c'était en phase de reprise boursière. En 2008, les valeurs de parts de SCPI ont connu une baisse de 5% sur l'année 2008, rattrapée depuis, mais les rendements des SCPI n'ont pas fléchi. Il n'y a donc pas lieu d'anticiper de façon mécanique une répercussion des performances boursières sur les performances immobilières.

¹ Et des chaînes de production qui en sont dépendantes.

EVOLUTION DES VALEURS DE PARTS DES SCPI



S'il y a un impact sur les marchés immobiliers, c'est donc bien via l'économie réelle qu'il va se manifester.

Il semble par exemple raisonnable d'anticiper une baisse forte de l'investissement immobilier au premier semestre 2020, du fait de l'incertitude des investisseurs institutionnels et du report du MIPIM. Un éventuel rattrapage au second semestre dépendra, en grande partie, du degré d'incertitude qui prévaudra alors.

Deuxième prévision : **il semble probable que la crise du Covid-19 aura pour conséquence de pérenniser encore l'environnement de taux bas.** La Fed a abaissé le 3 mars 2020 ses taux d'intérêt, par anticipation des difficultés liées au virus. Christine Lagarde devrait lui emboîter le pas, au moins par des rachats de dettes privées, qui sont légitimes du point de vue des missions de la BCE, puisqu'il s'agit de répondre à un choc exogène temporaire. Pour l'immobilier, la permanence de taux bas est, toutes choses égales par ailleurs, un facteur de soutien (cf. Primonial REIM Recherche & Stratégie, L'immobilier dans un monde à taux zéro, Septembre 2019).

Quel est l'impact de la crise actuelle sur les différentes typologies immobilières ? On prend ici en compte la crise dans ses développements actuels, c'est-à-dire un décrochage de forte ampleur mais limité dans le temps². Les principales conséquences affectant directement l'immobilier sont :

- Un coût opérationnel élevé pour les entreprises
- La chute du tourisme et en particulier du nombre de touristes chinois
- Le blocage de certains moyens de transport et de fret, et des chaînes d'approvisionnement associées.

Bureaux : des difficultés pour les PME. Les mesures de précaution (confinement, généralisation du télétravail, annulation d'événements) touchent les entreprises de façon asymétrique. Les plus touchées sont celles qui n'ont pas développé les dispositifs (Plan de Continuité de l'Activité, télétravail) permettant d'absorber les mesures de confinement, et celles qui sont dépendantes d'événements (secteurs du spectacle, des salons, des transports...) ou d'approvisionnements spécifiques. Sans oublier les entreprises dont les employés se déplacent chez d'autres entreprises : experts-comptables, consultants... et qui se voient refuser l'accès à leurs clients. Immobilièrement, ces caractéristiques renvoient avant tout aux bureaux dédiés à des PME et sur des marchés étroits. Les grandes entreprises disposent toutes de plans de continuité d'activité et ont généralement déjà largement expérimenté le télétravail, notamment si elles se situent en région parisienne. Enfin, ces grands groupes ont une activité suffisamment diversifiée pour ne pas dépendre excessivement d'un événement ou d'une chaîne d'approvisionnement.

Commerce : l'interruption de la manne touristique. Du côté des murs de commerces, les impacts sont là encore très inégaux. On constate d'ores et déjà une baisse de la fréquentation des grands centres commerciaux. L'Italie a décrété la fermeture de l'ensemble de ses commerces, excepté pour les activités alimentaires et de santé. La véritable inconnue est la conséquence de ce type de mesures sur la confiance des consommateurs. En France, on a déjà observé une augmentation des achats de produits de première nécessité, qui correspond à un comportement « survivaliste ». Dans le cas de la France et notamment de la capitale, on peut déjà isoler le cas des commerces « sino-dépendants », qui vivent en grande partie de la

² Au 10 mars 2020, l'OCDE avait révisé sa prévision de croissance 2020 pour la France à 0,9%.

consommation de touristes asiatiques. Ceux-ci occupent une place essentielle dans le « tourisme de shopping » parisien. Le CROCIS et le Comité Régional du Tourisme ont établi³ que les retombées économiques liées à l'achat de biens durables (luxe, maroquinerie, souvenirs, habillement, etc.) en Ile-de-France s'élèvent à 3 milliards d'euros dont 2 milliards d'euros générés par la clientèle internationale. Les Chinois sont les premiers contributeurs de cette dernière, avec 265 millions d'euros de dépenses cumulées en 2018. Ce segment commercial est donc en première ligne.

Logistique : les chaînes d'approvisionnement à l'arrêt.

L'une des conséquences les plus immédiates et les plus virulentes de la crise actuelle est l'interruption de nombreux moyens de transport nationaux et internationaux. Pour ce secteur, le choc est estimé d'une ampleur équivalente à celle de la crise financière de 2008, avec pour le transport aérien, une chute de 20% des recettes d'après l'IATA⁴. Le poids de la Chine et son statut d'« atelier du monde » pour de nombreux composants (piles au lithium par exemple) fragilisent de nombreuses industries : automobile, textile, pharmaceutique. Qui plus est, il est fortement possible qu'après que la crise soit passée, une remise en cause politique de certains circuits d'approvisionnement trop longs ait lieu, pour des raisons écologiques, mais aussi économiques et stratégiques pour l'économie française. Un bouleversement logistique est donc peut-être à envisager⁵.

Résidentiel : une résilience à confirmer. Le secteur du logement semble être, pour l'heure, l'un des plus épargnés par la crise. Un ralentissement des permis de construire a certes été constaté, mais il est largement attribuable à l'imminence des élections municipales. Depuis 2 ans, à la faveur d'un environnement de taux d'emprunt favorable, les indicateurs sont au vert : record des ventes de logements anciens, accélération de la métropolisation et des augmentations de valeur correspondantes, solvabilisation des ménages par les taux, retour progressif des institutionnels sur le secteur. La seule véritable hypothèque, à court terme, sur l'immobilier résidentiel serait, là encore, une crise de confiance généralisée à l'image de 2008 – qui n'était, alors,

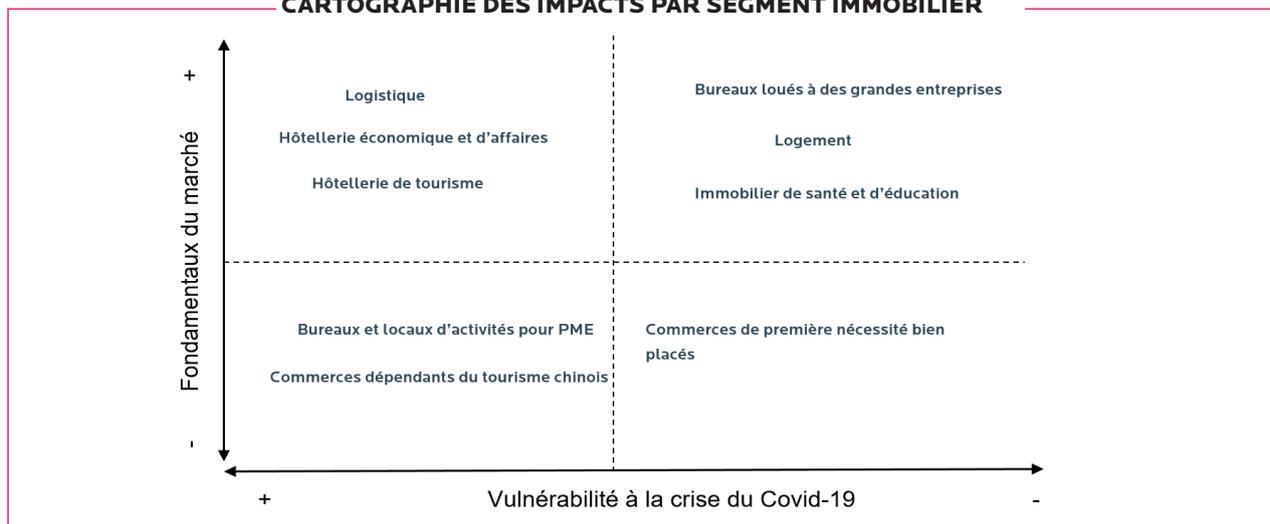
restée que ponctuelle. Les forces de rappel, notamment démographiques, et la situation objective de rareté du foncier, demeurent⁶.

Hôtellerie : un choc conjoncturel à absorber. Le secteur de l'hôtellerie est évidemment directement touché par la crise actuelle. La France est la première destination touristique au monde avec 90 millions d'arrivées en 2019. Alors qu'il bénéficiait d'une conjoncture plutôt favorable (orientation positive du taux d'occupation et du chiffre d'affaires et de perspectives de croissance en prévision des Jeux Olympiques de 2024), le secteur hôtelier va devoir absorber un choc conjoncturel sur son chiffre d'affaires, notamment pour l'hôtellerie de tourisme. L'hôtellerie économique reste cependant touchée via les transports de marchandises et l'effondrement de l'activité événementielle. Dans un secteur qui était déjà en consolidation, avec une baisse du nombre d'hôtels et une montée en puissance de grands opérateurs, il est raisonnable d'anticiper une meilleure résilience de ces grandes enseignes face à ce choc, et sans doute des difficultés pour les exploitants familiaux.

Immobilier de santé et d'éducation : un défi opérationnel, mais des fondamentaux sains.

Le secteur de la santé et de l'hébergement des seniors est évidemment en première ligne face au Covid-19, ainsi que le secteur éducatif. Les mesures de précaution adoptées sont radicales : interdiction des visites dans les EHPAD et les maisons de retraite, mesures prophylactiques, fermeture d'écoles et d'universités. L'action des pouvoirs publics a pour objectif d'éviter le débordement des services de soin et de réanimation. Selon les informations actuelles, le pic de l'épidémie devrait se situer dans les 4 à 6 semaines prochaines (soit fin avril/début mai 2020). Cependant, sur le plan immobilier et du point de vue de l'investisseur, il n'y a pas de conséquence négative à attendre, dans la mesure où le chiffre d'affaires des grands opérateurs n'est pas attaqué. Au cas particulier de l'Italie, très durement touchée, la régionalisation du système de santé a démontré ses insuffisances et ce pourrait être le début d'une prise de conscience de la nécessité d'investissements institutionnels lourds dans le secteur.

CARTOGRAPHIE DES IMPACTS PAR SEGMENT IMMOBILIER



3. LE PORTEFEUILLE IMMOBILIER DE PRIMONIAL REIM

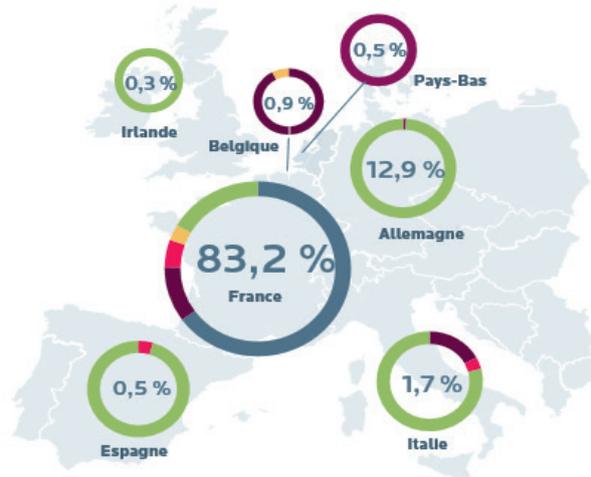
Nos politiques d'investissement et notre allocation ont été construites, dès l'origine, pour faire preuve de résilience face à des chocs imprévus. La qualité de localisation reste, selon notre conviction, la meilleure protection contre les risques quels qu'ils soient.

RÉPARTITION SECTORIELLE ET PAR PAYS AU 31/12/2019

REPARTITION SECTORIELLE*



RÉPARTITION PAR PAYS*



*Source Primonial REIM au 31/12/2019 – en % de la valeur vénale du patrimoine (HD)

Au regard de l'analyse précédente :

- notre patrimoine de bureaux est uniquement français, à plus de 80% francilien et largement occupé par des grandes entreprises, dont de nombreux sièges sociaux. Il représente la majorité de nos encours.
- l'immobilier de santé et d'éducation représente un tiers de notre patrimoine global.
- l'immobilier de commerce représente 10% de notre patrimoine sous gestion, dont 60% de murs de magasins et une surreprésentation des activités alimentaires. Les enseignes de luxe parisiennes, dépendante de la clientèle internationale, n'y sont peu ou pas représentées.
- L'immobilier résidentiel représente 4% de notre exposition.
- L'hôtellerie ne représente que 2,5% de notre exposition, et principalement via un partenariat de long terme avec le leader de l'hôtellerie économique. En outre, notre

exposition hôtelière est minoritaire au sein d'un fonds grand public – la SCPI Primofamily – qui détient par ailleurs, majoritairement, des actifs résidentiels.

- Nous ne détenons pas d'actifs logistiques.

En termes géographiques, il est à noter que notre patrimoine en Allemagne – l'un des pays les plus gravement touchés économiquement, du fait de la dépendance de ses industries à la Chine – concerne quasi uniquement des établissements de santé et d'hébergement des seniors. L'Italie représente 1,7% de notre patrimoine, majoritairement via des établissements de santé.

Nos choix stratégiques immobiliers sont donc, si notre analyse est exacte, confortés face à la nature inattendue de la pandémie mondiale. Ils doivent permettre à nos fonds de délivrer leur performance cible et d'absorber un choc économique significatif mais provisoire.

Achévé de rédiger le 12 mars 2020, les opinions exprimées reflètent l'analyse de Primonial REIM à jour et à date du document. Elles sont susceptibles d'évoluer.

Notes de bas de page 3 :

³CROCIS, octobre 2019, *Le shopping, un enjeu pour l'attractivité touristique de l'Île-de-France*. ⁴Association internationale du transport aérien. ⁵Cf l'interview de Bruno Le Maire dans *Supply Chain Magazine*, 24 février 2020 : « cette épidémie remet en cause un certain nombre de chaînes de valeur qui sont trop dépendantes de leurs approvisionnements à l'étranger ». ⁶Cf Primonial REIM Recherche & Stratégie, janvier 2019, *L'immobilier résidentiel européen, de la métropolisation à la stratégie d'investissement*.

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 numéro 531 231 124 RCS Paris. Agréée par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille le 16 décembre 2011 sous le numéro GP 11 000043. Agrément AIFM en date du 10 juin 2014. Cartes professionnelles « Transactions sur immeubles et fonds de commerce » N° T15813 et « Gestion Immobilière » N° G6386, délivrées par la Préfecture de police de Paris et garanties par la société CNA Insurance Company Ltd, située 37 rue de Liège - 75008 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.

