



MARCHÉS IMMOBILIERS

ANALYSE MACROÉCONOMIQUE SEMESTRIELLE

UNE PUBLICATION DU PÔLE **RECHERCHE ÉCONOMIQUE**

Jean-Christophe Delfim - Économiste Zone Euro, Recherche Marchés Immobiliers
jc.delfim@edr.com +41 5 88 18 82 43



À RETENIR

LES EFFETS DE LA CRISE DU COVID-19 NE SONT ENCORE QUE MODÉRÉS SUR LES MARCHÉS IMMOBILIERS RÉSIDENTIELS, MAIS ILS POURRAIENT S'AMPLIFIER

- ▶ La crise du covid-19 n'a que faiblement affecté les marchés de l'immobilier résidentiel en Europe pour l'instant
- ▶ Malgré des volumes de transaction en baisse et des arrêts dans la construction au printemps, les prix ont continué à progresser
- ▶ L'impact sur les prix résidentiels serait retardé et atténué par les plans de soutien économique des états et les politiques monétaires accommodantes
- ▶ Les facteurs de soutien aux prix résidentiels devraient s'affaiblir, avec notamment des conditions d'octroi de crédit plus strictes et ...
- ▶ ... la dynamique générale devrait se modérer au cours des prochains trimestres, ce qui conduirait à des baisses de prix résidentiels dans certains pays

LES EFFETS DE LA CRISE DU COVID-19 NE SONT ENCORE QUE MODÉRÉS SUR LES MARCHÉS IMMOBILIERS RÉSIDENTIELS, MAIS ILS POURRAIENT S'AMPLIFIER

- ▶ **LA CRISE DU COVID-19 N'A QUE FAIBLEMENT AFFECTÉ LES MARCHÉS DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL POUR L'INSTANT**
- ▶ **L'IMPACT SUR LES PRIX RÉSIDENTIELS SERAIT RETARDÉ ET ATTENUÉ PAR LES PLANS DE SOUTIEN ÉCONOMIQUE DES ÉTATS ET LES POLITIQUES MONÉTAIRES ACCOMMODANTES**
- ▶ **LA DYNAMIQUE DEVRAIT S'AFFAIBLIR AU COURS DES PROCHAINS TRIMESTRES, CE QUI CONDUIRAIT A DES BAISSSES DES PRIX RÉSIDENTIELS DANS CERTAINS PAYS**

La progression des prix de l'immobilier résidentiel s'est poursuivie, ...

Les contraintes sanitaires prises en réponse à la pandémie de covid-19 ont conduit à un effondrement de l'activité économique au printemps en Europe. En revanche, l'observation des prix de l'immobilier résidentiel indique qu'ils ont continué à augmenter dans tous les pays que nous considérons dans cette étude (Tableau 1 et Graphique 1), bien que leur croissance ait fléchi dans certains d'entre eux depuis le printemps. Cela suggère que les marchés de l'immobilier résidentiel n'ont pour l'instant été que faiblement affectés par la crise. Alors que des contraintes sanitaires plus strictes viennent d'être imposées dans plusieurs pays européens et que différents facteurs de soutien devraient commencer à s'affaiblir, nous analysons ici les perspectives que cela impliquerait pour les marchés de l'immobilier résidentiel.

À travers les différents pays, nous constatons d'abord que, en Allemagne, la croissance des prix résidentiels n'a pas décéléré depuis le début de la crise et reste la plus forte (7.8% depuis le début de l'année), suivie de celle des prix aux Pays-Bas (6.6%). Malgré une plus grande volatilité à la fin du printemps les prix au Royaume-Uni ont progressé plus rapidement que durant les trois années précédentes (3.2%). En Suisse, les prix résidentiels ont continué à progresser à un rythme faible (1.2%), alors que la dynamique robuste observée sur les dernières années au Portugal semble avoir fortement ralenti (4.8%), surtout depuis le mois de mars, et qu'ils stagnent en Espagne (0.2%). Les données seulement disponibles jusqu'au second trimestre indiquent une légère accélération pour la France, ainsi qu'un début de redressement en Italie alors que les prix y stagnaient depuis un an après avoir décliné de près de 18% au cours de la dernière décennie.

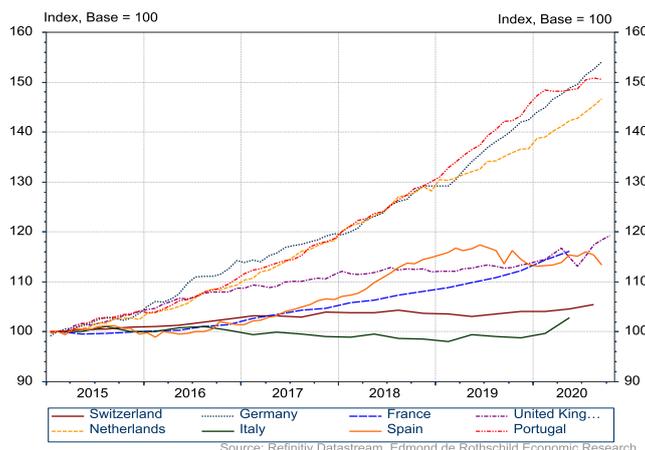
Tableau 1 : Les prix de l'immobilier résidentiel ont dans l'ensemble continué leur progression en 2020, malgré le covid-19¹

		Switzerland	Germany	France	United Kingdom	Netherlands	Italy	Spain	Portugal
%YoY	2017	1.3	5.6	3.2	2.5	8.2	-1.2	4.7	7.6
	2018	-0.2	8.2	3.2	1.3	8.9	-0.5	7.4	9.6
	2019	0.4	9.9	3.9	0.8	6.2	0.2	0.4	11.1
%QoQ	2020Q1	0.0	2.5	1.9	1.3	2.2	0.9	-1.3	3.0
	2020Q2	0.5	2.4	1.6	0.2	2.0	3.1	1.4	0.4
	2020Q3	0.7	2.7	-	1.7	2.3	-	0.1	1.4
	%YTD	1.2	7.8	-	3.2	6.6	-	0.2	4.8

Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

¹ Les indices des prix de l'immobilier résidentiel que nous utilisons se fondent sur les transactions des logements (appartements et maisons), anciens et neufs, (sauf pour la France et l'Espagne, où seuls les informations pour les logements anciens sont disponibles). Les pays considérés (et les sources utilisées) sont : Suisse (CIFI & W&P), Allemagne (Europace), France (INSEE), Royaume-Uni (Nationwide), Pays-Bas (CBS), Italie (ISTAT), Espagne (Fotocasa) et Portugal (INE).

Graphique 1 : Les prix résidentiels progressent le plus en Allemagne et aux Pays-Bas, alors qu'ils ralentissent surtout en Espagne



... alors que l'activité économique a connu un effondrement historique au T2 2020

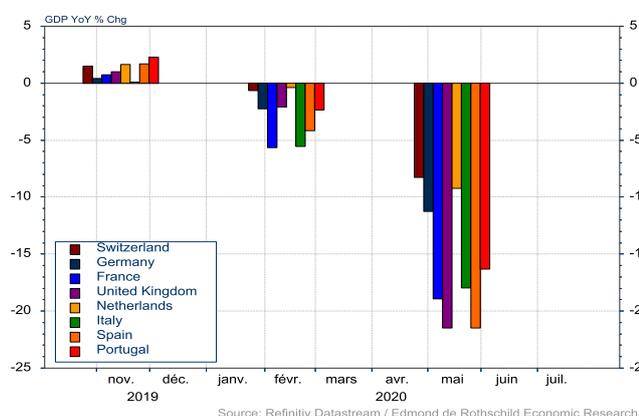
Au second trimestre, le PIB réel se contractait de façon historique, entre -8.3% sur un an pour la Suisse et -21.5% pour le Royaume-Uni et l'Espagne. Avec la Suisse, les Pays-Bas et l'Allemagne sont les pays les moins affectés économiquement (Graphique 2 et Tableau 2). A l'inverse, la France, l'Italie et dans une moindre mesure le Portugal se retrouvent dans le groupe des pays les plus affectés, avec le Royaume-Uni et l'Espagne. L'ampleur de l'effondrement de l'activité enregistré au deuxième trimestre 2020 apparaît assez directement liée à la durée et au niveau de rigueur maximal des contraintes imposées par les autorités au plus fort de la crise entre fin mars et mi-mai (Graphique 3). En effet, on retrouve parmi les moins sévèrement contraints la Suisse, l'Allemagne et les Pays-Bas, alors que la France, l'Italie et l'Espagne ont atteint des niveaux de confinement très importants pendant plus longtemps.

Tableau 2 : Le PIB réel s'est fortement contracté au second trimestre 2020, avant de rebondir au troisième trimestre

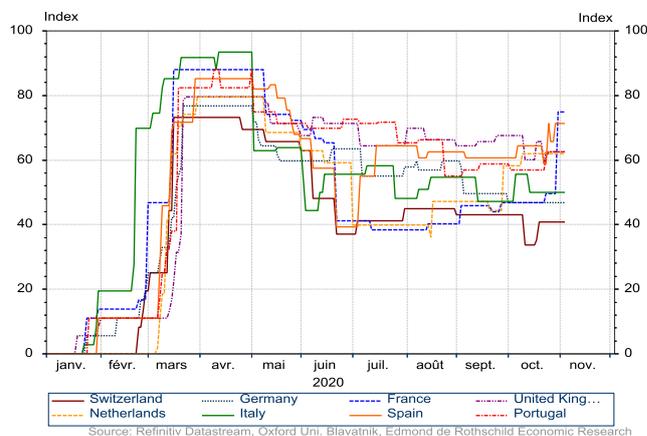
% YoY	Switzerland	Germany	France	United Kingdom	Netherlands	Italy	Spain	Portugal
2017	1.7	2.9	2.4	1.7	3.0	1.7	3.0	3.5
2018	3.0	1.3	1.8	1.3	2.3	0.8	2.4	2.9
2019	1.1	0.6	1.5	1.3	1.6	0.3	2.0	2.2
2020Q1	-0.7	-2.1	-5.8	-2.1	-0.4	-5.6	-4.2	-2.3
2020Q2	-8.3	-11.2	-18.9	-21.5	-9.2	-17.9	-21.5	-16.3
2020Q3	NA	-4.2	-4.3	NA	NA	-4.7	-8.7	NA

Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Graphique 2 : La contraction du PIB réel a été conséquente au T2, alors que la Suisse et l'Allemagne ont été plus résilientes



Graphique 3 : Le niveau des indices de rigueur des contraintes sanitaires reste plus bas qu'il ne l'était au printemps



L'évolution actuelle de la pandémie pourrait peser à nouveau davantage sur le rythme de l'activité

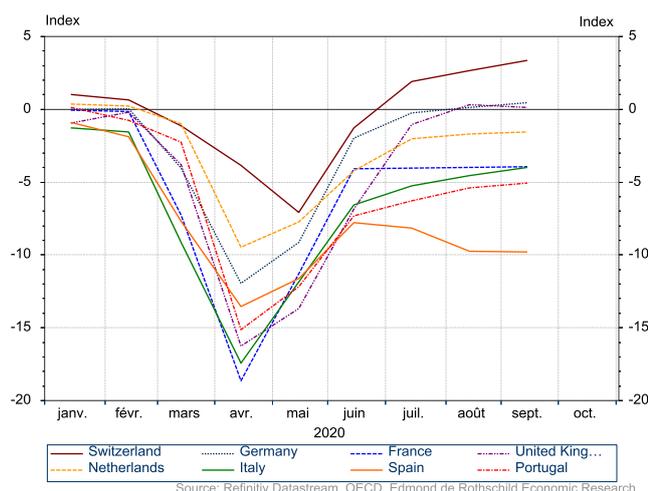
Notre analyse de différents indicateurs avancés de l'activité suggère qu'après le rebond marqué initié dès la fin du mois de mai le rythme de la reprise ralentit (Graphique 4). Alors que cette évolution était attendue après la première phase rapide de la reprise, il est depuis peu accentué par les nouvelles mesures limitatives prises depuis septembre dans la plupart des pays.

Ces contraintes plus strictes devraient peser sur l'activité au quatrième trimestre 2020, qui se replierait par rapport au troisième trimestre dans certains pays, particulièrement en France où le niveau de rigueur des mesures aurait le plus augmenté.

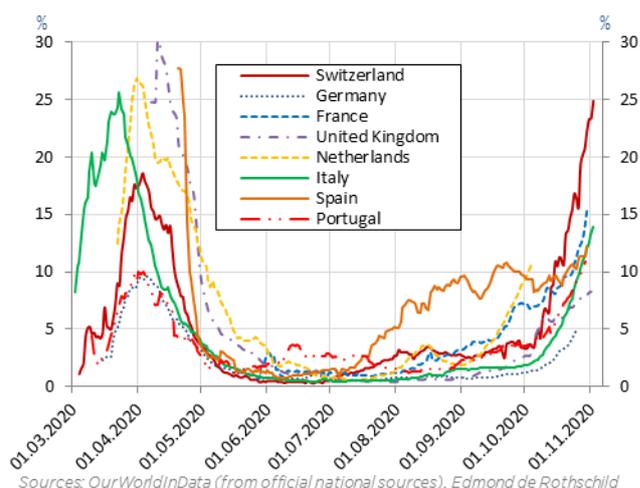
Cependant, un effondrement de l'activité comme celui observé au T2 ne devrait pas se reproduire. Nous ne nous attendons pas à ce que des confinements aussi stricts que ceux observés au printemps dans certains pays soient à nouveau appliqués. Aussi, le virus est désormais mieux connu et les autorités devraient être mieux préparées tout en disposant de moyens plus efficaces. Enfin, le choc n'est pas aussi synchronisé à travers les principales économies mondiales qu'il ne l'était au printemps.

La situation sanitaire semble toujours moins grave qu'elle ne le paraissait au printemps. En particulier, le taux de personnes positives au covid-19 parmi toutes celles testées (taux de positivité, voir Graphique 5) a certes augmenté rapidement, mais à part en Suisse (24.9% au 2 novembre) il reste généralement plus faible que lors des pics atteints entre fin mars et fin avril, lorsque ce taux s'établissait entre 9.5% (Allemagne) et 30.2% (Espagne) selon les pays.

Graphique 4 : Notre analyse des indicateurs de l'activité pointe une reprise plus favorable en Suisse qu'en Espagne²



Graphique 5 : Le taux de tests positifs au covid-19 augmente, mais est généralement plus faible qu'au printemps



Historiquement les marchés immobiliers ne réagissent pas immédiatement à un choc économique

Le fait que les marchés immobiliers résidentiels n'aient encore que peu répondu à la contraction de l'activité économique peut s'expliquer par plusieurs phénomènes. D'abord, il est souvent constaté un délai compris entre 3 et 12 mois avant qu'un choc économique soit transmis au marché immobilier. Les répercussions d'une contraction économique, en particulier à travers la confiance et les choix des ménages, ainsi que par le marché de l'emploi n'est en effet pas immédiat. De plus, la recherche académique démontre que l'offre de biens résidentiels est plus lente à adapter son prix de réserve que la demande³. Il en résulte que lors de chocs adverses, les prix proposés par les acheteurs

² Nous estimons la dynamique de l'activité en nous fondons sur les indicateurs économiques avancés de l'OCDE.

³ Geltner, (2015), "Real estate price indices and price dynamics: an overview from an investments perspective", Annual Review of Financial Economics, 7, 615-633.

Fisher, Gatzlaff, Geltner & Haurin (2003), "Controlling for the impact of variable liquidity in commercial real estate price indices",

baissent plus rapidement que ceux souhaités par les vendeurs et donc les volumes de transaction se contractent sensiblement. Cela implique que les prix observés sur le marché ne reflètent pas une situation de liquidité normale. Or, corriger les prix de manière à ce qu'ils puissent être compris à liquidité constante conduit dans une telle situation de marché à une estimation systématiquement plus faible du prix par rapport aux valeurs observées.

L'évènement extraordinaire qu'est cette pandémie pourrait affecter l'immobilier différemment, ...

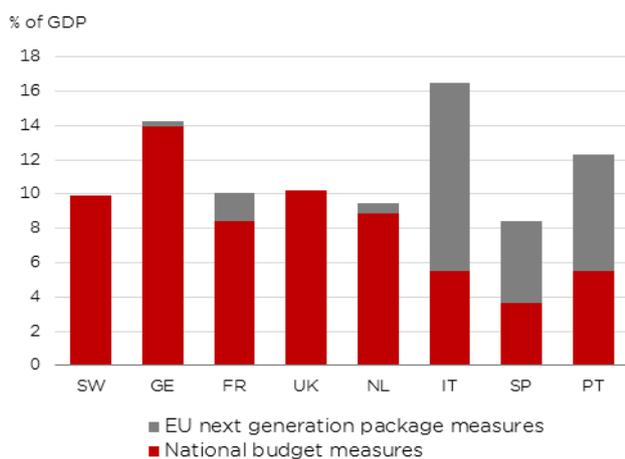
D'autre part, le mécanisme de transmission d'un choc économique aux marchés immobiliers pourrait avoir été altéré, car le choc est exogène et parce que la réaction des états pour venir en soutien à l'économie a été souvent rapide et massive. Dans les différents pays, des mesures budgétaires, en plus de garanties de prêts, ont été établies dès les premières semaines de la crise pour venir en aide aux entreprises et aux ménages. Cela a permis dans la plupart des cas de compenser la perte de revenu subie par ces derniers. Ainsi, leur pouvoir d'achat serait resté globalement stable et bien que les craintes liées à la pandémie, ainsi qu'à la progression à venir du chômage, pèsent toujours sur leur moral, les décisions d'achats immobiliers n'auraient pour l'heure été que peu revues. En outre, suite à notre étude du mois d'avril, les mesures prises par les états ont été amplifiées et prolongées.

... alors que les mesures massives prises par les états sont aussi sans précédent

L'ampleur des mesures budgétaires déjà actées diffère entre pays (Graphique 6). L'Allemagne a fourni l'effort national le plus important (14.0% du PIB), alors que l'Espagne a pour l'instant proposé un plan budgétaire plus limité (3.6% du PIB). La Suisse et le Royaume-Uni ont déployé des mesures budgétaires relativement conséquentes (~10% du PIB). Les pays de la zone euro les plus affectés par la pandémie, dont les mesures budgétaires engagées semblent insuffisantes, bénéficieraient du plan de relance de € 750 Mds de la commission européenne (CE). Selon les estimations actuelles, l'Italie en serait le principal bénéficiaire. Cependant, les montants issus du plan de la CE ne devraient pas commencé à être mis à disposition avant le milieu de l'année 2021. En attendant, ce sont les solutions adoptées dans le cadre national qui continueront de soutenir l'activité et d'alimenter sa reprise.

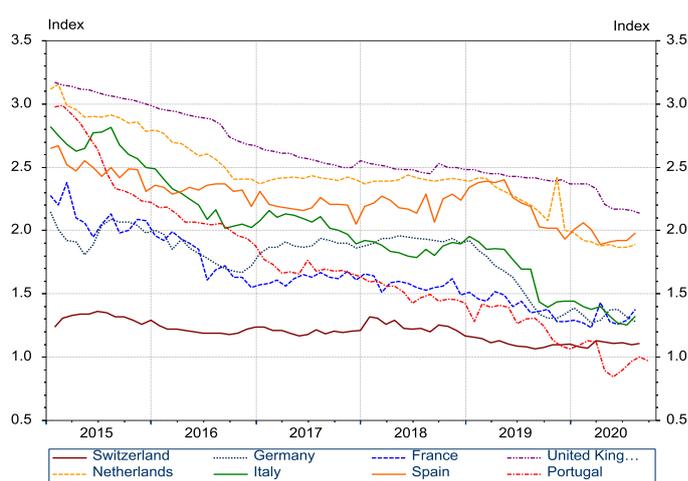
Si les mesures budgétaires étaient prolongées davantage, l'activité, et en particulier l'emploi, auraient plus de temps pour retrouver des niveaux satisfaisants, ce qui continuerait à retarder et à atténuer l'impact de la crise sur les marchés de l'immobilier résidentiel.

Graphique 6 : Les efforts budgétaires varient entre pays, l'Allemagne ayant le plan national le plus important



Sources: IMF, EC, EdR Macroeconomic Research

Graphique 7 : Les taux d'intérêt hypothécaires ont conservé un biais baissier grâce aux politiques monétaires accommodantes



Source: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Les politiques monétaires très accommodantes offrent aussi un soutien aux marchés immobiliers

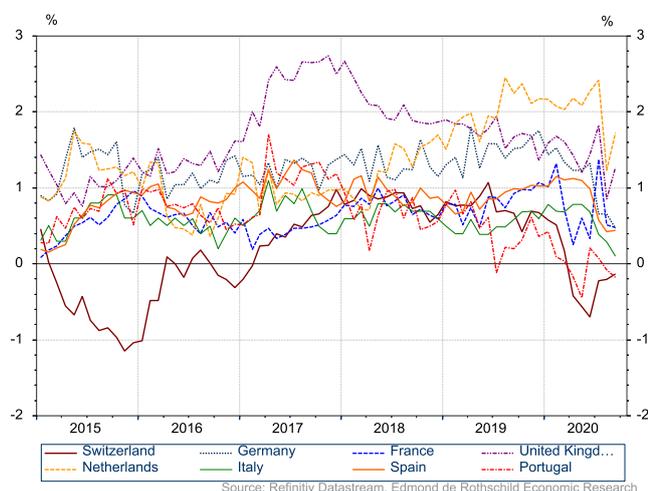
D'autres facteurs ont contribué à entretenir des pressions haussières sur les prix de l'immobilier résidentiel. C'est notamment le cas des politiques très accommodantes des banques centrales, qui ont offert davantage de liquidités et ont maintenu des taux directeurs faibles, voire négatifs. Ceci a engendré une baisse supplémentaire des taux d'intérêt hypothécaires représentatifs, malgré la hausse des primes de risque engendrée par le contexte d'incertitude économique accrue (Graphique 7)⁴. Ainsi, l'attractivité pour l'accession à la propriété a été relativement renforcée. C'est particulièrement le cas au Royaume-Uni, où les taux hypothécaires ont le plus baissé depuis le début de l'année (-0.23% à 2.14% en août). Les taux hypothécaires ont généralement aussi légèrement fléchi depuis le début de l'année dans les pays de la zone euro. Ces marchés avaient déjà profité de baisses de taux hypothécaires de près de 0.5% sur l'année 2019. En Suisse, les taux sont restés très stables depuis le début de 2020 à environ 1.1%, alors qu'ils n'ont pas dépassé les 2% depuis plus de 9 ans.

Le biais accommodant des banques centrales d'Europe devrait persister au moins jusqu'à ce que le niveau d'activité soit retourné à son point d'avant crise. La banque d'Angleterre conserverait une marge de manœuvre supplémentaire pour assouplir davantage sa politique. Ainsi, les taux hypothécaires devraient rester faibles, ce qui soutiendrait encore les prix de l'immobilier résidentiel (voir l'encadré en page 12 pour plus de détails sur le marché du crédit en zone euro).

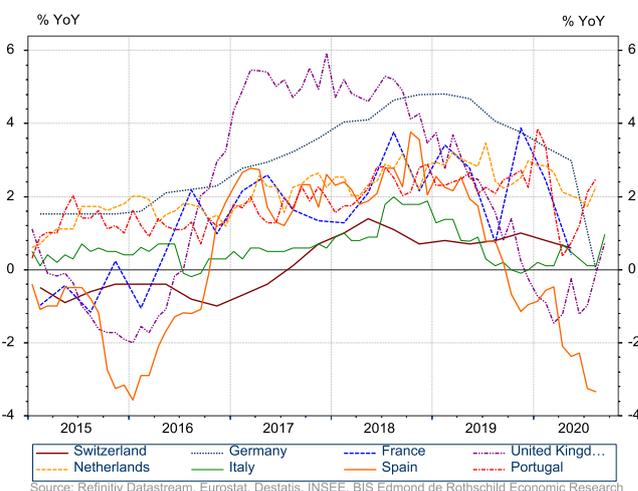
Les pressions déflationnistes se sont renforcées, ...

L'évolution des prix à la consommation a aussi une influence sur l'évolution des prix de l'immobilier, qui est réputé pouvoir servir de protection contre l'inflation en tant qu'actif réel. Or, on constate que l'inflation sous-jacente, plus stable que l'inflation globale, a eu tendance à ralentir dans tous les pays et suggère même une déflation en Suisse et au Portugal (Graphique 8). Puisque la demande devrait rester faible dans l'économie au cours des trimestres à venir, les pressions déflationnistes actuelles devraient perdurer. Cela offrirait moins de support aux prix de l'immobilier résidentiel en Espagne, en France et en Italie, ainsi qu'au Portugal et, pour des raisons plus structurelles, en Suisse aussi.

Graphique 8 : L'inflation sous-jacente a décéléré depuis le début de l'année, indiquant une déflation en Suisse et au Portugal⁵



Graphique 9 : Les coûts de construction ont ralenti, comme en Allemagne, voire ont diminué en Espagne et au Royaume-Uni



⁴ Taux hypothécaires correspondant à la moyenne pondérée par les montants des prêts hypothécaires accordés aux différentes échéances, généralement comprises entre 3 ans et 7 ans.

⁵ Nous utilisons les indices HICP de la BCE, sauf pour la Suisse, pour laquelle nous utilisons la mesure principale de l'inflation sous-jacente de la BNS.

... alors que les coûts de construction ont aussi ralenti

Les coûts de construction agissent du côté de l'offre du marché en conduisant à une augmentation du prix d'équilibre des biens résidentiels lorsqu'ils progressent, puisque les nouveaux biens sont alors plus chers à produire. On observe que la croissance de ces coûts a eu tendance à décélérer (Graphique 9). C'est particulièrement le cas en Espagne, en Allemagne et au Royaume-Uni, alors qu'ils stagnent en Italie. Ceci contribuerait à limiter les pressions haussières sur les prix de l'immobilier dans ces pays jusqu'à ce que les capacités utilisées dans l'industrie de la construction retrouvent leurs niveaux d'avant crise et que les salaires ainsi que les prix des matériaux augmentent à nouveau.

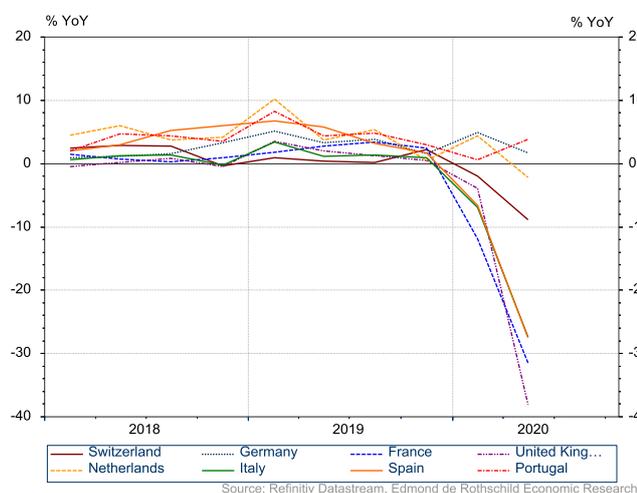
Les volumes de biens construits ont nettement reculé au T2 2020

En termes de volumes, la production dans la construction a été particulièrement affectée par la crise (Graphique 10). C'est surtout le cas au Royaume-Uni (-38.1% sur un an au T2 2020), en France (-31.5%) où jusqu'à 90% des chantiers se sont retrouvés à l'arrêt en avril, ainsi qu'en Italie (-27.4%) et en Espagne (-27.5%), alors que la production a pu continuer à progresser en Allemagne (1.7%) et au Portugal (3.8%) et qu'elle n'a que légèrement fléchi au Pays-Bas (-2.1%) et modérément en Suisse (-8.9%). Les retards engendrés par ces réductions de l'activité de construction devraient avoir limité le nombre de nouveaux biens mis sur le marché au troisième trimestre. Ce relatif accroissement de la rareté des biens contribuerait à soutenir les prix à court terme, mais une fois que le niveau de production se sera rétabli, ce soutien commencera à s'effacer.

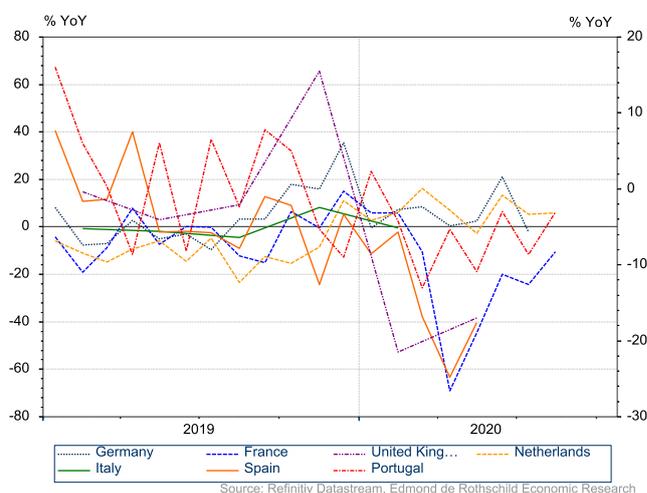
Le traitement des demandes de permis de construire a été retardé

Par ailleurs, on constate que la progression du nombre de permis de construire délivrés tend à se stabiliser, même dans des pays qui en ont subis une forte diminution au printemps, tels que la France, l'Espagne et le Royaume-Uni (Graphique 11). Cela traduirait l'intérêt qui reste encore relativement stable de la part des ménages pour l'immobilier résidentiel et un effet de rattrapage compte tenu des interruptions de traitement de dossiers au printemps.

Graphique 10 : Le volume réel de construction s'est fortement contracté dans l'ensemble depuis le début de l'année



Graphique 11 : Le nombre de nouveaux permis de construire acceptés a aussi diminué, surtout dans les pays les plus affectés

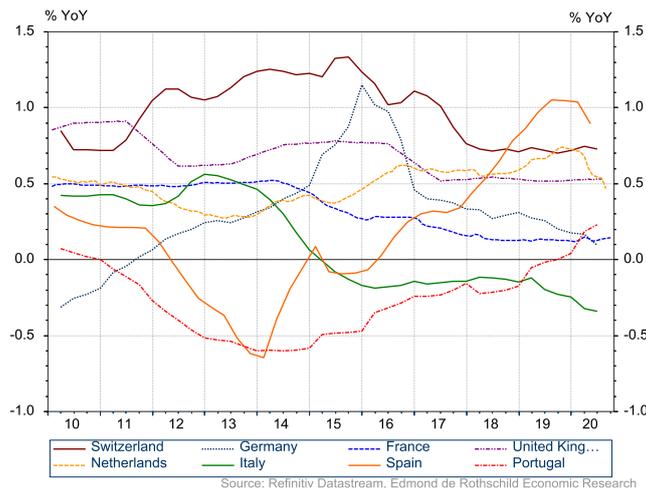


La croissance de la population résidente a été généralement peu affectée

Enfin, la croissance de la population, qui joue sur le côté demande du marché, a conservé un rythme stable en Suisse, en France et au Royaume-Uni (Graphique 12). Dans certains pays ayant des flux d'immigration relativement importants, comme la Suisse depuis plus d'une décennie, les contraintes aux frontières et les diverses mesures limitatives concernant les déplacements laissent prévoir une diminution de l'immigration. Cette dernière c'est effectivement produite, mais a été compensée par un recul de l'émigration. Par ailleurs, alors que la croissance de la population accélérât en Espagne

depuis 2016, elle a légèrement ralenti en 2020, comme aux Pays-Bas. Au Portugal, la population a commencé à croître à nouveau malgré la crise, suite à près de 10 ans durant lesquels l'émigration l'avait fait décliner. L'Italie est le seul pays où la population se réduit, ceci à un rythme encore plus important que depuis 2015. Ces observations suggèrent que l'évolution démographique pourrait à court terme profiter à la progression des prix de l'immobilier résidentiel au Portugal en particulier, alors que cela pèserait d'avantage sur les prix italiens et serait moins favorable à la poursuite de leur augmentation aux Pays-Bas et en Espagne.

Graphique 12 : La croissance de la population n'a généralement que légèrement fléchi en 2020



La crise du covid-19 pourrait engendrer des changements structurels qui affecteraient l'immobilier

Cette crise devrait avoir catalysé certaines mutations dans l'organisation des entreprises et des ménages, mais aussi conduit ces derniers à modifier leur comportement et à revoir leurs préférences, notamment concernant le choix de leur logement. Ces évolutions porteraient non seulement sur la localisation préférée pour un logement, mais aussi sur les caractéristiques du bien telles que la taille, l'agencement des pièces et l'équipement. Nous relevons notamment les points suivants.

- ▶ L'expérience du confinement et l'évolution de la perception des risques pandémiques ont conduit une part grandissante de ménages à rechercher des logements se trouvant dans des zones moins densément peuplées, qui sont plus spacieuses et disposant d'espaces extérieurs supplémentaires ou plus grands (balcons, cour, jardin). Une demande relativement accrue pour les maisons est justement rapportée de manière générale, ce qui devrait ajouter un soutien relatif aux prix de ce type de biens.
- ▶ D'autre part, un retour sur la tendance à la densification des zones résidentielles de ces dernières années devrait s'opérer et les zones périurbaines des grands centres d'activité devraient bénéficier d'un attrait plus soutenu. Ceci pourrait aussi être le cas des villes autres que les plus grands centres, voire dans une certaine mesure de régions de campagne bien desservies. Un sondage récent pour la France rapporte qu'un quart des actifs vivant dans les grandes agglomérations envisageraient de déménager dans une ville moyenne⁶. Cependant, les biens résidentiels situés dans les centres devraient continuer à attirer les propriétaires, bien que l'évolution mentionnée ci-dessus ne modère le potentiel de hausse des prix dans ces localisations.

⁶ Baromètre 2020 des Villes de France.

- ▶ L'essor rapide du télétravail devrait continuer à marquer les préférences des ménages pour leur logement. En effet, le besoin de pièces, ou au moins d'une surface dédiée à l'installation d'un lieu de travail fonctionnel conduirait à une augmentation de la demande pour des logements plus grands et disposant de plus de pièces. Selon des experts en Suisse, jusqu'à 90% des employés des activités de services ont travaillé à domicile au plus fort de la crise au printemps et à l'avenir le nombre de personnes travaillant régulièrement depuis chez elles pourrait tripler⁷.
- ▶ Les besoins en moyens de communication efficaces pour le télétravail favoriseraient les logements équipés de connexions aux réseaux de communication les plus rapides. Cela pourrait cependant modérer l'attrait pour les localisations plus excentrées qui disposent souvent d'accès à des réseaux de communication moins performants. Néanmoins, à l'avenir, l'amélioration des réseaux en dehors des centres contribuerait à l'essor de « villages numériques ». Ces évolutions affecteraient aussi le marché de l'immobilier de bureau.
- ▶ Les contraintes aux frontières et celles affectant les activités de transport, d'hébergement et de loisir ont été particulièrement préjudiciables pour les marchés immobiliers des régions vivant largement du tourisme. Jusqu'alors les destinations balnéaires surtout ont fait les frais des mesures prises contre la pandémie au cours des derniers mois. Les destinations surtout hivernales, telles que les stations de montagne, pourraient pâtir davantage de la pandémie au cours des prochains mois si les contraintes sanitaires perdurent.

Spécificités locales et perspectives pour les marchés de l'immobilier résidentiel nationaux

Le contexte actuel demeure pavé d'incertitudes, notamment quant à l'évolution de la pandémie et aux mesures contraignantes prises par les autorités dans les différents pays, ainsi que les solutions adoptées ou renforcées visant à soutenir l'économie et en particulier les ménages. Cependant, les éléments exposés ci-dessus permettent d'envisager l'évolution que pourraient connaître les différents marchés résidentiels nationaux au cours des prochains trimestres, compte tenu de l'état des connaissances actuelles. De manière générale, nous nous attendons toujours à ce que la progression des prix résidentiels ralentisse dans tous les pays, jusqu'à se contracter légèrement dans certains d'entre eux, pour atteindre un point bas entre le premier trimestre 2021 et la fin de 2021, avant de pouvoir commencer à se rétablir.

- ▶ En Suisse, en dépit d'une relativement bonne résilience de l'économie pour l'instant, la croissance des prix de l'immobilier résidentiel devrait ralentir à nouveau dans l'ensemble, jusqu'à ce qu'ils diminuent légèrement, probablement d'environ 1.0%. Les conditions de crédit ne pourraient que difficilement s'assouplir d'avantage alors que le taux directeur de la BNS est très largement négatif (-0.75%). Aussi, depuis le 1er janvier la régulation est plus stricte pour le financement des biens résidentiels de rendement. En effet, désormais la part minimale de l'apport en fonds propres doit être de 25%, contre 10% auparavant, et le ratio de dette doit être ramené à 2/3 en 10 ans, au lieu de 15 ans précédemment. La demande devrait rester soutenue dans les deux principaux centres urbains, Zurich et Genève. Cependant, le volume relativement important de biens en cours de construction à Genève en particulier et la concurrence accrue du canton de Vaud, plus accessible, devraient y accroître les facteurs de détentes sur les prix.
- ▶ C'est en Allemagne que la dynamique du marché de l'immobilier résidentiel devrait rester en moyenne la plus robuste au cours des prochains trimestres. Avec seulement 75% des besoins en logements assurés dans les grandes métropoles allemandes depuis plusieurs années, en raison notamment de l'attrait de ces centres pour les jeunes actifs, les pressions haussières

⁷ CIFI, le modèle classique du bureau paysager est-il dépassé?, 14.07.2020.

sur les prix restent structurellement très fortes. Le moindre effondrement de l'économie allemande et la plus grande importance des plans de soutien et de relance élaborés dans ce pays devraient contribuer à y maintenir une demande pour l'immobilier résidentiel relativement plus soutenue qu'ailleurs. Ceci malgré un léger resserrement des conditions de crédits hypothécaires adopté par les banques. Dans l'ensemble, la croissance des prix devrait rester positive mais commencer à fléchir sensiblement pour probablement s'établir entre 2.0% et 6.0% en glissement annuel, avant de pouvoir réaccélérer. Au niveau des principales villes allemandes, des signaux de surchauffe persistent en raison de prix qui deviendraient problématiques notamment à Munich (~ 8300 €/m² en moyenne)⁸ et à Francfort (~ 7500 €/m²), alors que les biens apparaissent plus abordables malgré une augmentation des prix plus rapide à Berlin (> 5500 €/m²) et à Hambourg (> 5900 €/m²). La question du contrôle des loyers dans certaines municipalités semble susciter moins de craintes, mais nécessite toujours une vigilance.

- ▶ [En France, les conséquences économiques de la pandémie devraient progressivement peser sur les prix de l'immobilier résidentiel.](#) Aussi, les recommandations de Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) ont commencé à être mises en place en début d'année, ce qui contribue à resserrer davantage les règles d'octroi de crédits hypothécaires. Désormais, le taux d'effort (part de la charge d'intérêt dans le revenu des ménages) ne doit pas excéder 1/3 et les prêts doivent être remboursés en 25 ans maximum. Des dérogations sont toutefois prévues sur 15% des encours, à destination surtout des primo- et secondo- accédants. Dans l'ensemble, le marché résidentiel français pourrait voir ses prix se corriger légèrement au cours des prochains trimestres, entre 0.0% et 4.0%. En particulier, bien que l'attrait pour Paris demeure, les signaux de surchauffe s'y accumulent et les prix sont toujours beaucoup plus élevés que dans les autres grandes villes françaises (~10500 €/m²), alors que pour la plupart d'entre-elles les prix manifestaient des signes de consolidation en septembre. La dynamique semblait encore positive dans des grandes villes plus attractives notamment à Strasbourg (~3100 €/m²), à Nantes (~3500 €/m²) et à Rennes (~3500 €/m²).
- ▶ [Concernant le Royaume-Uni, la fin du « stamp duty holiday » le 24 mars 2021, qui exonérait les primo-accédants de droit de timbre lors de leur achat d'un bien, devrait continuer à soutenir la demande et donc les prix d'ici là. Ensuite, les pressions baissières devraient s'accroître.](#) Concernant le Brexit, en cas de « No Deal », alors que notre scénario central est celui d'un accord limité couvrant surtout le commerce des biens, le biais accommodant de la BoE pourrait être amplifié et conservé plus longtemps. Quant à la possible réduction des flux d'investissement en provenance de l'UE, elle serait déjà largement intégrée dans les prix. Des pressions haussières supplémentaires pourraient provenir de la dissipation des dernières incertitudes portant sur le Brexit. Enfin, une fois effectif, le Brexit pourrait par ailleurs avoir un léger impact sur les coûts de construction, notamment en permettant l'accès à du ciment produit hors d'UE qui ne serait plus taxé à 50% comme c'est le cas actuellement. Les prix dans l'ensemble du marché résidentiel britannique pourraient subir jusqu'à une contraction comprise entre 0.0% et 4.0%. Les prix élevés dans le centre de Londres (~7000 €/m²) avaient déjà fléchi légèrement en 2019 alors que ceux de l'extérieur de Londres (~5700 €/m²) progressaient faiblement. Cette tendance se renforcerait compte tenu des durées de transport relativement importantes dans cette ville et le développement du travail à domicile depuis plusieurs mois. La dynamique des prix pourrait rester plus robuste dans des grandes villes encore attractives telles que Birmingham (~3300 €/m²), ou Manchester (~2900 €/m²).

⁸ Pour les prix au m² dans les villes, nous utilisons comme sources MeilleursAgents pour la France et Deloitte pour les autres pays et nous effectuons potentiellement différents ajustements.

- ▶ Aux Pays-Bas, un élément particulier tient au fait que des retards de lancement de projets avaient été engendrés au cours des trimestres écoulés en raison de nouvelles contraintes environnementales pour les bâtiments et leur construction. Une fois ces retards rattrapés, les volumes supplémentaires de biens résidentiels offerts viendront détendre un peu plus le marché. Néanmoins, compte tenu de l'ensemble des éléments décrits plus haut, [les prix résidentiels néerlandais devraient continuer à croître au cours des prochains trimestres, bien qu'à un rythme qui pourrait se réduire jusqu'à atteindre entre 1.0% et 5.0% en glissement annuel](#). La progression des prix devrait rester plus soutenue dans des villes autres qu'Amsterdam qui devient toujours moins accessible (~5500 €/m²), telles que La Haye (~3100 €/m²) et Rotterdam (~3000 €/m²).
- ▶ En Italie, [la situation économique dégradée serait de nature à remettre en cause l'augmentation des prix observée depuis le début de l'année](#). Le risque d'une diminution marquée des flux d'investissement étrangers, qui ont récemment stimulé la demande dans les grandes villes italiennes, plane également. Néanmoins, la baisse des taux hypothécaires et la perspective de soutiens financiers européens conséquents, en plus de prix qui restent relativement attractifs, pourraient modérer ces pressions baissières. Ainsi, les prix résidentiels en Italie devraient en général plutôt stagner au cours des prochains trimestres, mais un risque baissier sensible devrait perdurer.
- ▶ [Le contexte économique est pour l'heure certainement le pire en Espagne, dont la position du marché de l'immobilier résidentiel est la dernière par rapport aux autres pays, selon pratiquement tous les déterminants que nous considérons](#). Alors que la demande étrangère notamment pour des raisons touristiques revêt un risque accru dans le cas espagnol, les prix de l'immobilier résidentiel devraient avoir tendance au cours des prochains mois à afficher un repli qui pourrait atteindre entre 2.0% et 5.0%. Au niveau des grandes villes espagnoles, les prix en par rapport au pouvoir d'achat apparaissent plutôt élevés en comparaison internationale. Barcelone (~5700 €/m²) étant encore moins accessible que Madrid (~5400 €/m²).
- ▶ Enfin, le Portugal offre une situation intermédiaire. Les risques spécifiques à son marché résidentiel sont liés au tourisme, avec près de la moitié des acheteurs qui sont étrangers. Un repli de cette clientèle en cas de prolongation de la pandémie pourrait avoir un impact important sur l'équilibre entre offre et demande, alors que la progression des perspectives économiques reste modérée. [Ainsi, la croissance robuste des prix de l'immobilier résidentiel portugais devrait ne pas se poursuivre et laisser place au cours des prochains trimestres à une quasi-stagnation avec un biais à la hausse](#). Au niveau des villes, les prix pourraient en particulier conserver plus de potentiel de progression à Porto (~2300 €/m²), qu'à Lisbonne (~4000 €/m²).

La dynamique des crédits hypothécaires devrait se modérer

Nous analysons l'évolution récente des crédits hypothécaires et leurs perspectives à court terme, en comparant aussi avec les prêts aux entreprises et les crédits à la consommation. Nous nous appuyons en partie sur le « Bank Lending Survey » (BLS) du troisième trimestre pour la zone euro.

Tout d'abord, les demandes d'hypothèques ont accéléré au T3 2020 dans tous les pays de zone euro. Cela reflète le retour à un niveau d'activité plus élevé au T3, alors que les procédures avaient été fortement contraintes et retardées au T2. Ainsi, un effet de rattrapage pour les crédits hypothécaires devrait aussi avoir alimenté la progression des demandes au T3.

Par ailleurs, les crédits à la consommation, qui s'étaient contractés au printemps, ont commencé à progresser à nouveau (Graphique A). En revanche, une diminution des demandes de prêts et de lignes de crédit pour les entreprises est rapportée au T3, après la forte augmentation du T2, en raison notamment des moindres besoins en liquidité d'urgence. Ces demandes sont toutefois restées assez robustes en Allemagne et en Italie, alors qu'elles ont sensiblement déclinées en France et en Espagne. Alors que le volume des hypothèques avait progressé plus vite que les autres types de prêts sur les 20 dernières années, il se rapproche à nouveau du volume des prêts aux entreprises (Graphique B).

Selon les pays, on constate des différences de progression des volumes d'hypothèques assez nettes et qui souvent persistent depuis plusieurs années (Graphique C). En particulier, la progression des hypothèques demeurerait en septembre la plus robuste en France (7% en glissement annuel) et en Allemagne (6.2%), alors que leur volume continue de se contracter en Espagne (-1.8%), comme depuis plusieurs années. La dynamique reste assez faible, entre 1.0% et 2.5%, en Italie et en Suisse, au Portugal où elle accélère un peu toutefois, et aux Pays-Bas où elle décélère encore légèrement. C'est au Royaume-Uni, où ses variations sont les plus importantes historiquement, que le volume d'hypothèques a le plus accéléré au T3.

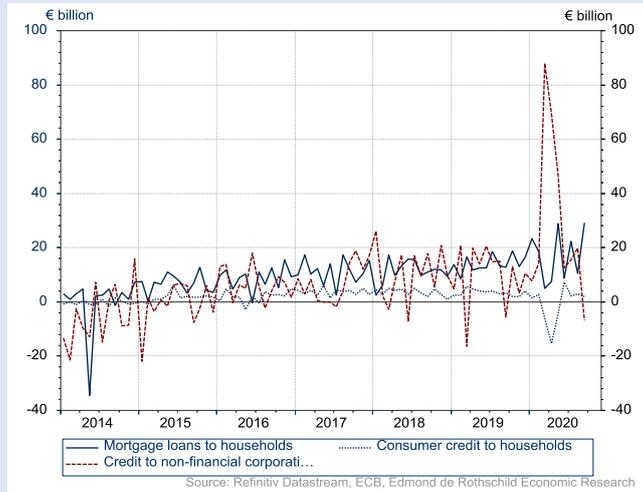
Les banques rapportent que les programmes d'achats d'actifs (APP, PEPP) ont eu un impact positif sur leur liquidité et les conditions de financement, mais un impact négatif sur leur rentabilité. C'est aussi le cas du taux de dépôt négatif de la BCE, malgré le système de tiering en place. Aussi la part des banques qui participeraient aux prochains TLTRO devrait être en net recul après l'édition de juin.

Ensuite, les conditions d'octroi de crédit appliquées par les banques sont devenues plus strictes en zone euro, avec en net 20% des établissements qui ont resserré leurs pratiques pour les hypothèques au T3 (après déjà 22% au T2), 9% pour les crédits à la consommation (après 26% au T2) et 19% pour les prêts aux entreprises (contre seulement 1% au T2). Cela se reflète aussi dans les taux de rejets des demandes, qui augmentaient au T3 de 8% pour les hypothèques, de 16% pour les crédits à la consommation et de 3% pour les prêts aux entreprises.

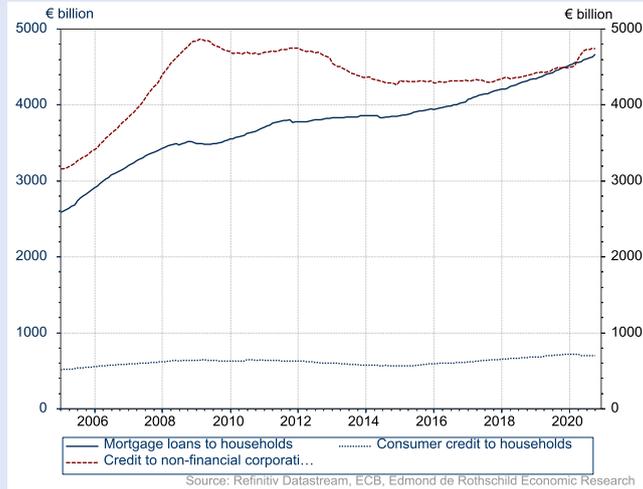
Les raisons invoquées par les banques pour justifier ces resserrements de leurs pratiques sont la situation économique détériorée qui affecte autant les entreprises que les ménages et le fait qu'elles-mêmes deviennent plus averses au risque. Les banques redoutent toujours pour l'avenir proche l'incertitude accrue qui plane sur la reprise économique avec la résurgence de la pandémie et le risque de voir des contraintes sanitaires plus strictes être imposées. Cela conduit les établissements bancaires à envisager des resserrements supplémentaires de leurs conditions d'octroi de crédits au T4 pour 12% (net) d'entre-elles sur les crédits hypothécaires et encore 19% sur les prêts aux entreprises, alors que pour les prêts à la consommation la situation devrait rester assez stable.

L'aggravation rapide de la dynamique de la pandémie au cours des premières semaines du quatrième trimestre et les contraintes sanitaires qui ont été réintroduites dans plusieurs grands pays de la zone euro devraient conduire à un resserrement encore plus fort des conditions d'octroi de crédit prévues par les banques dans le dernier « BLS ». Ainsi, en plus des conséquences directes de la dégradation de l'activité engendrées par le renforcement récent des contraintes sanitaires dans la plupart des pays, la poursuite annoncée des restrictions des règles d'octroi de crédit hypothécaire devrait accentuer les pressions baissières sur les prix de l'immobilier résidentiel.

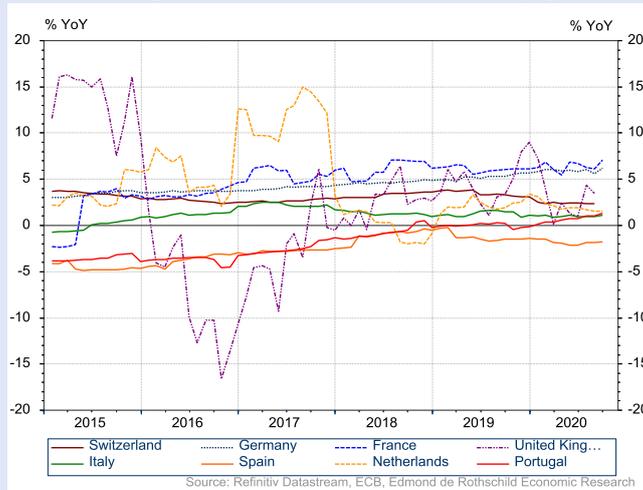
Graphique A : En zone euro, les flux de nouveaux crédits hypothécaires se sont redressés depuis le printemps



Graphique B : L'ensemble des crédits hypothécaires de zone euro est aussi imposant que celui des prêts aux entreprises désormais



Graphique C : Les hypothèques progressent toujours le plus en Allemagne et en France, mais le moins en Espagne



ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 3 NOVEMBRE 2020.

AVERTISSEMENT :

Le présent document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce document ne peut être distribué aux personnes dans les juridictions dans lesquelles ce document serait constitutif d'une recommandation, offre de produits ou services ou sollicitation et pourrait de ce fait, ne pas être légal. Les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche en investissement figurant dans ce document reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild, quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date de publication de ce document et sont susceptibles d'évoluer. Les données chiffrées, commentaires, analyses, les travaux de recherche en investissement figurant dans ce document pourraient s'avérer inexacts, obsolètes ou non-pertinents au moment où l'investisseur en prend connaissance notamment eu égard à la date de publication du document ou encore en raison de l'évolution des marchés. Chaque économiste mentionné dans le présent document certifie que les points de vue qui y sont exprimés à l'endroit des entreprises et des titres qu'il est amené à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Sa rémunération n'est pas liée directement ou indirectement à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document. Des détails sur la méthodologie de notation du groupe Edmond de Rothschild sont disponibles gratuitement sur simple demande. Ce document a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux investisseurs qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce document cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Le présent document ainsi que les analyses qu'il comporte ne peuvent être ni reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., institution bancaire régie par la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934, ayant son siège social au 18, rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse. Copyright © Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. - Tous droits réservés

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

Rue de Hesse 18 - 1204 Genève - T. +41 58 818 91 91 |
Rue de Morat 11 - 1700 Fribourg - T. +41 26 347 24 24
Avenue Agassiz 2 - 1003 Lausanne - T. +41 21 318 88 88
Via Ginevra 2 - 6900 Lugano - T. +41 91 913 45 00
Beethovenstrasse 9 - 8002 Zürich - T. +41 44 818 81 11

Edmond de Rothschild (Europe)

Luxembourg - Boulevard Emmanuel Servais, 20 - 2535 Luxembourg - T. +352 24 88 1
Belgique - Avenue Louise - Louizalaan 480/ Boite 16a - 1050 Bruxelles - T. +32 2 645 5757
Espagne - Paseo de la Castellana, 55 - 28046 - Madrid - T. +34 91 364 6600
Portugal - Rua D.Pedro V, 130 - 1250-095 Lisboa - T. +351 21 045 4660

Edmond de Rothschild (France)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75008 Paris - T. +33 1 40 17 25 25
116, rue de Jemmapes - 59800 Lille - T. +33 3 62 53 75 00
27, rue Auguste Comte - 69006 Lyon - T. +33 4 72 82 35 25
Hôtel de Saige - 23, cours du Chapeau Rouge - 33000 Bordeaux - T. +33 5 56 44 20 66
165, avenue du Prado - 13008 Marseille - T. +33 4 91 29 90 80
11, rue La Fayette - 44000 Nantes - T. +33 2 53 59 10 00
6, avenue de La Marseillaise - 67000 Strasbourg - T. +33 3 68 33 90 00
22, rue Croix Baragnon - 31000 Toulouse - T. +33 5 67 20 49 00
Succursale Italiana, 36, Corso Venezia - 20121 Milano Italia - T. +39 02-760611

www.edmond-de-rothschild.com