

Impact de la crise du coronavirus sur l'immobilier résidentiel

Prévision pour le marché français par les enseignements historiques, économiques et statistiques des 20 dernières années

Le secteur immobilier français est actuellement à l'arrêt. Mais qu'en sera-t-il de l'après confinement ? Entre stagnation et chute des prix de 30% les avis divergent et les propos généralement peu étayés.

S'il faut garder une certaine prudence sur les prédictions tant la situation est inédite, certaines pistes peuvent néanmoins permettre un éclairage de la situation attendue. Cet article revient sur les 20 dernières années du marché et analyse les précédentes crises sanitaires et financières afin de prédire le scénario le plus probable au regard des enseignements passés.

Les trois dimensions sur lesquelles se basent le scénario sont les suivantes :

- 1) **La dimension historique** : seront abordés d'une part les crises sanitaires du SRAS à Hong Kong et du MERS en Corée du Sud et d'autre part le comportement du marché de l'immobilier résidentiel pendant les crises économiques de 2000 et 2007.
- 2) **La dimension économique** : 10 facteurs qui devraient avoir une influence sur le marché seront analysés sous l'éclairage de la littérature scientifique.
- 3) **L'analyse statistique** : une analyse statistique du marché français permettra de valider certaines croyances et de quantifier l'impact de facteurs économiques tels que : les taux d'intérêts, d'inflation, de chômage ainsi que le niveau du PIB sur le prix et sur le volume de transactions de l'immobilier résidentiel français.

La complexité de cet article va crescendo. La première partie historique est d'intérêt général. La seconde devrait intéresser davantage les professionnels du métier tandis que la partie statistique est davantage axée vers le monde académique, économique et statistique. Néanmoins, dans l'incertitude actuelle, les trois parties sont essentielles pour tenter de prédire ce à quoi le marché résidentiel français pourrait ressembler à la suite de l'urgence sanitaire actuelle.

Arnaud Scailteur
P.D.G Energimmo SAS

20/04/2020

De la crise sanitaire à la crise économique (et immobilière) ?

Comment le marché de l'immobilier s'est-il comporté dans les pays touchés par des crises sanitaires ? Au cours de la dernière vingtaine, la crise du SRAS à Hong Kong en 2003 ou encore celle du MERS en Corée du Sud en 2015 ont laissé des traces profondes sur leur population respective. Si l'impact économique de ces événements semble aujourd'hui dérisoire par rapport à la crise annoncée, la similitude de certains fondamentaux économiques nous permet d'en tirer de nombreux enseignements.

Nous évoquerons dans cette première partie, ces deux épisodes avant de poursuivre par la revue du comportement du secteur pendant les crises de 2000 et 2007.

2003 épidémie de SRAS à Hong Kong

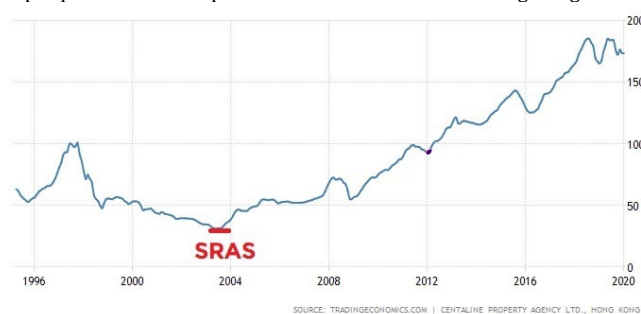
L'épidémie du SRAS a laissé peu de souvenirs en Europe mais aurait pu sonner comme une répétition générale de la situation actuelle. 28 pays avaient alors été touchés et plus de 9000 personnes infectées. Mais ce n'est pas tant le nombre de cas qui impressionne (surtout comparativement à l'actuel coronavirus) mais bien sa létalité de près de 10% qui généra un véritable climat de terreur dans les pays touchés et notamment à Hong Kong, épice de l'épidémie avec plus de 1700 personnes infectées et près de 300 morts.

Au niveau de l'immobilier, les ventes se sont effondrées subitement, avec une diminution du volume de transactions de 70 % pendant les trimestres 2 et 3 de l'année 2003. Les acheteurs évitaient alors les contacts humains. L'impact sur les prix a cependant été presque insignifiant, de l'ordre de 1,3% à 1,7% avec une différence notable dans les immeubles dont certains habitants ont été touchés. Ces derniers ont vu leur valeur baisser de plus 3%ⁱ.

Le SRAS est apparu à une époque « relativement » similaire en termes économiquesⁱⁱ. Le marché se remettait doucement de la précédente crise qui avait vu les prix de l'immobilier chuter de moitié en quelques années. Cette crise immobilière et financière est à attribuer à la rétrocession de Hong Kong à la Chine. De nombreuses personnes ont alors quitté l'île ce qui généra un surplus de l'offre de logements par rapport à la demande.

En 2003, la situation commençait à se stabiliser à l'arrivée de la crise sanitaire du SRAS mais les craintes sur l'économie furent alors ravivées et la peur de l'épidémie sonna l'arrêt des relations sociales. À la fin de l'épidémie, les volumes de transactions sont néanmoins revenus rapidement à la normale et l'impact, aussi bien sur l'économie que sur le secteur immobilier fut vite effacé. Les premières remontées depuis la Chine montrent que la tendance y est actuellement la même: un nombre de transactions quasiment à l'arrêt mais pas de variation notable des prix.ⁱⁱⁱ

Graphique 1 : indice des prix immobiliers résidentiels Hong Kong



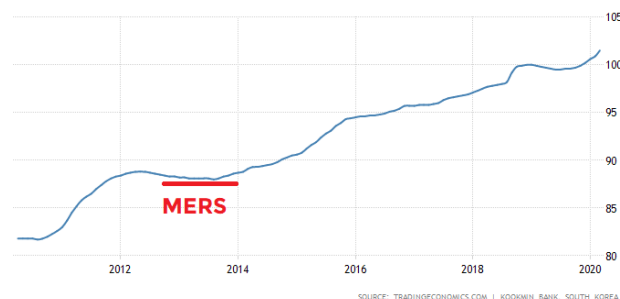
2015 épidémie de MERS impact en Corée du Sud

Tout comme le SRAS, le MERS semble aujourd'hui oublié en Europe. Certains pays ont pourtant payé un lourd tribut et en sont sortis marqués. C'est le cas de l'Arabie Saoudite où l'épidémie a commencé en 2012 mais également de la Corée du Sud, deuxième pays le plus touché par l'épidémie avec un décalage de 3 ans. L'impact semble aujourd'hui limité en comparaison avec le nombre de personnes contaminées par le coronavirus actuel mais le facteur peur possédait une dimension bien plus effroyable : son taux de létalité était de l'ordre de 36%^{iv} (17% en Corée du Sud^v).

Entre impacts sociaux et économiques, c'est toute la société coréenne qui a été bouleversée. Fermeture des écoles, confinements des personnes suspectées, arrêt du tourisme... Du côté de l'économie, un plan de relance massif a été mis en place, comportant des investissements pour plusieurs dizaines de milliards d'euros et le taux directeur, bien que déjà très faible^{vi}, fut revu à la baisse.

Au niveau de l'immobilier, aucun impact notable. Les prix ont même augmenté, tout comme le nombre de transactions qui s'est accru de plus de 20%.

Graph 2 : indice des prix immobiliers résidentiels Corée du Sud



SRAS et MERS possèdent tous deux des caractéristiques similaires avec la situation actuelle. Incertitude, peur d'un potentiel rebond, et crainte des relations sociales étaient présentes. Ces facteurs n'ont pour autant pas affecté le marché immobilier. Les crises sanitaires semblent ne pas avoir eu d'effet sur les prix de l'immobilier, mais qu'en est-il des crises économiques ?

Il est désormais acté que la crise sanitaire laissera place à une crise économique d'envergure mondiale. Le FMI a récemment mentionné « Nous ignorons combien de temps la crise durera, mais nous savons que ses répercussions économiques seront graves ». L'institution prévoit une année difficile dont l'issue dépendra de la gestion de la crise sanitaire^{vii} mais table néanmoins sur une reprise probable en 2021 avec une estimation de l'évolution du PIB européen de l'ordre de 5,8% (si la pandémie est annihilée)^{viii}. Certaines institutions, comme c'est notamment le cas du MIT, voient même dans l'intervention des états une occasion de renforcer les bases de notre économie par la prise de mesures drastiques et protectrices^{ix}. Il semblerait cette fois que l'interventionnisme ait eu raison du libéralisme économique.

2000 crise internet

L'éclatement de la bulle internet n'a que peu touché l'immobilier en France. Le taux de chômage a augmenté de manière faible et linéaire au cours des années 2000-2004 et l'impact sur l'économie réelle a été marginal. Deux facteurs ont pu adoucir l'effet de la crise sur les prix de l'immobilier. Tout d'abord, l'inflation était « relativement » forte. Les années qui ont suivi la crise les taux d'inflation étaient de l'ordre de 2%. L'immobilier est connu pour être un rempart contre l'inflation et à un moment où les entreprises numériques semblaient défaillir, il semblait logique de prendre le contre-pied en investissant dans le concret. Et quoi de plus tangible que la pierre ? Deuxièmement, les taux entamaient alors une chute qui ne cessera jusqu'ici jamais réellement. Il n'avait alors jamais été aussi peu cher de prendre un crédit immobilier. Entre opportunité, retour aux sources, rempart contre l'inflation et tangibilité de l'investissement, l'immobilier a alors davantage gagné que perdu et les années qui suivirent furent particulièrement bonnes pour le secteur avec des prix qui prirent 20% en 2 ans en moyenne et un nombre de transactions à la hausse.

2007 crise financière / immobilière

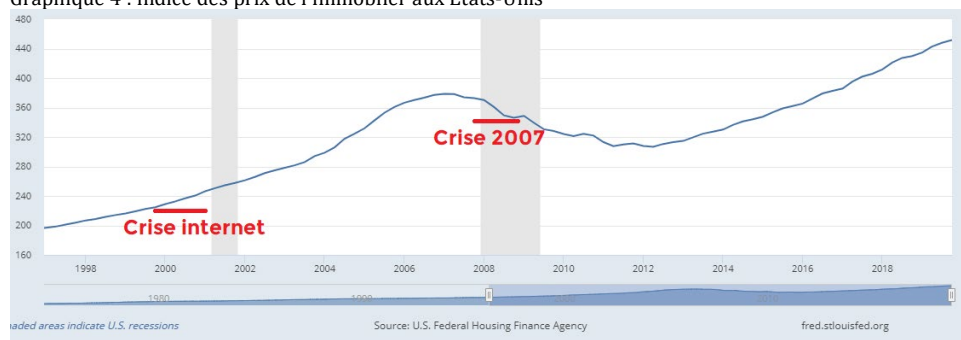
La crise de 2007 est différente car la transmission à l'économie réelle a cette fois bien eu lieu^x. La consommation diminue, les taux baissent dans l'espoir de relancer l'économie, mais l'absence de liquidités met à mal banques et entreprises. De plus, cette crise est estampillée « crise immobilière ». Si c'est sans doute vrai aux États-Unis, la crise financière de 2007 est, en France, bien davantage économique et bancaire. Chômage, incertitude, les cours de bourse n'en finissent plus de baisser. Pourtant, au plus fort de la crise, l'immobilier en France n'a perdu que 8% de sa valeur. Ce chiffre est à tempérer car représente la baisse nationale moyenne. En effet, certaines régions ont vu leur immobilier perdre bien davantage. Mais de manière objective, la situation n'était pas comparable avec les États-Unis où les prix des logements avaient baissé de plus de 50 % dans certaines régions. La peur de l'immobilier est néanmoins installée et les volumes de transaction chutent de près de 30% entre avril 2008 et avril 2009. Si seulement 1 année aura été nécessaire pour revenir au niveau de prix d'avant crise, il en aura fallu bien davantage (7 années) pour voir le niveau des transactions retrouver celui d'avant 2007.

Prix de l'immobilier résidentiel en France

Graphique 3 : indice des prix de l'immobilier en France



Graphique 4 : indice des prix de l'immobilier aux États-Unis



Qu'elles soient d'ordres sanitaires ou financières, l'on retiendra de l'analyse des crises passées que l'immobilier semble généralement être un bon refuge. En effet, le prix, tout du moins au niveau national en France, semble faiblement atteint par le niveau de l'économie et ce, même quand les marchés dévissent de près de 60% comme ce fût le cas entre 2007 et 2009. Le volume de transactions est quant à lui bien plus significativement affecté. Si ces deux facteurs semblent décorrélés, ce que nous aurons l'occasion de vérifier par l'analyse statistique, il semble alors que les mécanismes de détermination du marché soient plus complexes qu'une simple équation faisant correspondre l'offre et la demande. Analysons maintenant 10 facteurs qui devraient avoir une influence sur l'état du marché à venir.

10 facteurs économiques à l'influence potentielle sur le marché immobilier à venir

Qu'ils soient d'ordres économiques ou démographiques, liés au marché ou davantage aux caractéristiques intrinsèques de l'immobilier, les 10 facteurs qui suivent joueront un rôle sur l'offre et la demande de logements en France. La littérature scientifique les étudie généralement de manière isolée. Ce qui rend la conclusion davantage difficile est la conjonction de ces facteurs dans la crise actuelle, car leurs effets arriveront au même moment, posséderont des horizons d'influence différents et bien souvent s'opposeront.

1. Nouvelles constructions

L'offre immobilière est liée aux nouvelles constructions. Entre reports et suspensions de nouveaux projets, la diminution des nouvelles constructions aura un impact direct sur l'offre de logements et certainement indirect sur le niveau des prix. Les acteurs de la construction et le gouvernement ont pris des mesures pour limiter risques et impacts financiers aussi bien sur les constructeurs que sur la construction de logements. Néanmoins, les retards accumulés et le gel de nouveaux projets vont avoir un effet de réduction de l'offre de logements à moyen terme. Le secteur de la construction est touché. L'on observe actuellement des difficultés d'ordre sanitaire liées à la manière de sécuriser les travailleurs mais également des obstacles liés à la dépendance aux fournisseurs. Les matières premières venant soit d'entreprises actuellement fermées ou de pays étrangers avec qui le commerce est à l'arrêt. La Chine a rouvert ses chantiers mais l'on y observe un manque de matières premières et de liquidités liées à l'absence de ventes pendant plusieurs mois^{xi}, les petits développeurs étant parmi les premiers à être impactés.

«

Diminution nationale de l'offre à moyen terme. Ce facteur pris de manière isolée, mènerait à une augmentation du prix de vente^{xii} au niveau national.

»

2. Surmortalité

Les facteurs démographiques et plus particulièrement le taux de mortalité ont un impact significatif sur l'offre de logements^{xiii}. De plus, la surmortalité liée au coronavirus intervient dans les classes d'âge davantage susceptibles d'être propriétaires. L'on pourrait de ce fait s'attendre à ce que de nombreux biens soient simultanément mis sur le marché.

Néanmoins et heureusement, l'impact du Coronavirus sur la démographie devrait être faible. Premièrement, la surmortalité est actuellement localisée dans deux régions en France, le Grand Est et L'Île de France. Deuxièmement, même dans le Grand Est où la population est fortement touchée, le nombre de décès supplémentaires ne devrait générer qu'une augmentation de l'offre de l'ordre de 3% des biens sur le marché. Ce facteur est susceptible de prendre de l'ampleur mais ce n'est pas ce que l'on observe actuellement dans les pays qui ont pratiqué le déconfinement. L'effet du Coronavirus sur la pyramide des âges, et sur la mortalité aura un effet faible et temporaire de baisse des prix et potentiellement d'augmentation de l'offre dans certains départements.

«

Augmentation faible et localisée de l'offre à court terme induisant une diminution locale des prix.

»

3. Chômage

Un article publié dans le « Journal of Monetary Economics » démontre que l'augmentation de 3% du chômage induit une baisse des transactions de 10% et une baisse de près de 8% de la valeur de l'immobilier^{xiv}. Cette étude a analysé le marché Texan mais les conditions sont différentes aux États-Unis qu'en France. Ce lien, s'il existe en France, devrait être moins fort grâce au système de protection sociale qui est ici nettement plus protecteur. Cependant, si un chômage de masse venait à se déclarer, cela ne servirait que de réduire la demande et les prix de l'immobilier. Nous analyserons cette relation en détail dans l'étude des données statistiques du marché en troisième partie de cet article. Reste à savoir à quel point et pour combien de temps la crise impactera le marché du travail.

«

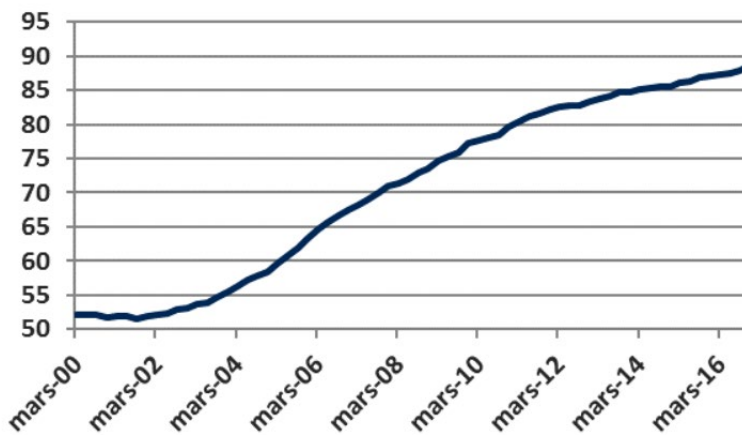
Les pertes d'emplois devraient avoir un impact sur la demande en immobilier, diminuant le volume de transactions et les prix de vente.

»

4. Endettement

L'endettement des Français avait atteint son plus haut historique avant le confinement, principalement dû au crédit immobilier. En effet, les prix de l'immobilier n'avaient jamais été aussi élevés proportionnellement aux salaires et la seule alternative restante pour beaucoup de particuliers afin de financer leur achat était d'emprunter. Combiné à des pertes massives d'emplois, le risque de défaut sur les prêts immobiliers est important pour les familles endettées durement touchées par la crise. La conséquence de défauts massifs serait alors une mise simultanée de logements hypothéqués sur le marché. Des études menées aux États-Unis ont établi un lien entre chômage et défauts sur les prêts immobiliers^{xv}. Néanmoins, les précautions prises par les banques françaises lors de l'octroi des crédits, combinées au système de chômage généreux (comparativement aux États-Unis) devraient limiter le nombre de défauts.

Graphique 5 : pourcentage de la dette par rapport au revenu disponible



Source : Banque de France

«

Risque faible de diminution de la demande (familles touchées par la crise) et d'augmentation de l'offre à moyen terme (défauts des prêts).

»

5. Demande étrangère

La demande étrangère de logements français représente annuellement 6% du total des transactions et comporte majoritairement des résidences secondaires. Actuellement, il semble presque improbable que la demande étrangère de logements puisse continuer de la sorte. Il faudra certainement attendre la fin de la pandémie, voire de son souvenir, pour que la confiance des investisseurs étrangers revienne. En effet, sans la certitude qu'il soit possible d'utiliser son logement ou sa résidence secondaire, l'investissement immobilier étranger devrait se tarir. De plus, pour ceux dont la situation économique viendrait à se compliquer, il est également probable qu'ils essaient de vendre d'abord leurs avoirs à l'étranger.

«

La demande immobilière émanant de l'étranger devrait s'effondrer à court terme et toucher principalement les endroits touristiques.

»

6. Gel des projets d'achat

Près de 200 000 projets immobiliers sont actuellement en cours. Si les projets pour lesquels un compromis a été signé ne sont que reportés, d'autres seront très certainement annulés. C'est notamment le cas des projets immobiliers où l'acquéreur possède encore un droit à renoncer. Si les remontées terrain font état d'un nombre limité de désistements, il est néanmoins fort probable qu'il soit supérieur à ce que l'on observait avant la pandémie. A court terme, le report des projets devrait diminuer la demande de logements. Ce report ne devrait être que temporaire. En effet, malgré la crise, les projets continuent, changements de régions, mariages, familles grandissantes... La demande devrait ensuite reprendre une fois la crise sanitaire passée.

«

L'impact du report des projets ne sera que temporaire et ne devrait pas jouer sur le niveau de prix.

»

7. Taux d'emprunt

Il faut faire la différence entre taux directeur et taux d'emprunts bancaires. De manière résumée, le taux d'emprunt, est celui que vous payez effectivement et est basé sur le taux directeur. Ce dernier représentant le coût de l'octroi de crédit pour la banque. La différence entre taux directeur et taux d'emprunt représente la marge commerciale de la banque dont l'objet est de couvrir le risque du profil emprunteur et la charge de travail liée au traitement du prêt.

Taux d'emprunt = taux directeur + marge commerciale de la banque.

Taux directeur : hypothèse de stagnation du taux.

C'est la BCE qui détermine le taux directeur duquel découle le taux des emprunts. Il est fixé en fonction de la santé de l'économie. En cas de crise, l'on s'attend à une baisse des taux pour inciter les épargnants et investisseurs à diriger leur épargne vers les industries. Mais que se passe-t-il lorsque les taux sont déjà au minimum ? D'autres facteurs doivent alors intervenir, comme l'augmentation de la quantité de monnaie. Le taux directeur ne devrait de ce fait pas diminuer, mais pas augmenter non plus, car s'il venait à augmenter, l'état, dont la dette s'alourdit actuellement considérablement, ne serait plus en mesure de rembourser sa dette par de nouveaux crédits et tomberait en défaut de paiement.

Taux d'emprunts : augmentation lié aux marges

Actuellement, le taux directeur est au plus bas historique mais l'on observe que les banques s'octroient des marges plus importantes. Une première raison est liée à l'incertitude. En situation d'incertitude économique, la banque prend une marge plus importante pour couvrir son risque. Une deuxième raison semble venir de la diminution de la concurrence. Il est actuellement beaucoup plus difficile de se financer dans les conditions actuelles de confinement et donc de faire jouer la concurrence.

Si les taux ne peuvent actuellement pas baisser, les marges prises par les banques sont plus grandes, et donc, les taux d'emprunts augmentent. Moins de personnes peuvent alors financer un prêt et celles qui le peuvent encore ne pourront obtenir qu'une somme moins importante.

«

Stagnation du taux directeur mais augmentation des marges commerciales avec comme effet attendu une diminution de la demande immobilière et des prix.

»

8. Fortunes / investisseurs

61% de la fortune des Français est détenue dans l'immobilier. Ce chiffre est à contraster avec le fait que les 10 % des français les mieux lotis possèdent près de la moitié du patrimoine immobilier.^{xvi} En termes de valeur absolue, la crise actuelle impactera certainement davantage cette catégorie de personne mais l'effet sur la demande est incertain car deux effets s'opposent. Certains propriétaires pourraient chercher de la liquidité par la vente de biens immobiliers, d'autres pourraient considérer l'immobilier comme valeur refuge et en profiter pour y investir.

«

Tout dépendra de la proportion entre ceux qui voudront rediriger leur épargne vers un plan défensif et ceux qui auront besoin de liquidité.

»

9. Inflation

L'immobilier résidentiel est considéré comme un rempart contre l'inflation^{xvii}. La littérature évoque même que l'inflation est le vecteur principal du prix de l'immobilier . La relation entre inflation et prix de l'immobilier semble particulièrement solide lorsque l'inflation est élevée^{xix} mais moins marquée lorsque l'inflation est inattendue, ce qui pourrait être précisément notre cas. Le risque principal lié à ce facteur serait celui d'une déflation (à ne pas confondre avec désinflation). Baisse de la consommation, augmentation du chômage, diminution des recettes fiscales sont en effet tous les éléments précurseurs d'une inflation négative qui mènerait à une diminution généralisée des salaires et pourrait à moyen terme engendrer des difficultés à rembourser les emprunts. En effet, dans le cas d'une déflation, les salaires baissent mais pas les traites. L'augmentation des faillites personnelles liées à l'impossibilité de faire face à son prêt mènerait à un nombre élevé de ventes.

Graphique 6 : indice des prix de l'immobilier au Japon



Cependant, c'est exactement ce que l'Europe tente d'éviter. Si le risque de déflation est pointé par les spécialistes depuis la crise de 2009 (et chaque année depuis 2015), rien ne nous permet d'affirmer qu'elle aura, cette fois, lieu et que sa magnitude sera suffisamment importante que pour générer des faillites personnelles massives.

«

L'immobilier est un refuge contre l'inflation. La question devient de savoir si l'on va avoir une inflation ou une déflation qui, elle, serait potentiellement dévastatrice pour l'immobilier.

»

10. Liquidité / indivisibilité

L'une des caractéristiques principales des investissements immobiliers réside dans leur faible liquidité au sens financier du terme. C'est-à-dire que la conversion de leur valeur en argent prend du temps. Et le temps de conversion est plus important en période de difficulté du marché (15% de plus en 2009 qu'en 2019). Si vous avez besoin d'argent rapidement, vous n'aurez de choix que de consentir à une baisse significative du prix de vente. De plus, la vente immobilière, c'est tout ou rien, vous ne pouvez pas décider de vendre une petite partie d'un bien. Seules les personnes qui n'ont pas besoin d'argent pourront tenter de vendre au prix du marché, mais risquent d'échouer en raison de la concurrence avec les vendeurs qui se trouvent dans l'urgence et qui braderont le marché.

«

Illiquidité et indivisibilité financière devraient tendre à tirer les prix vers le bas en situation de crise.

»

L'analyse des facteurs économiques inhérents à la situation attendue nous offre un avant-goût de ce qui pourrait se passer dans les mois à venir. Du côté de l'économie, l'on attend une baisse du PIB à court terme, une augmentation du chômage à moyen terme, un gel / report des projets d'achats et une baisse drastique des nouvelles constructions. Mais toutes les régions ne seront pas touchées de manière égales. Les zones touristiques et fortement impactées économiquement devraient l'être bien davantage que les grandes agglomérations. Premièrement, ces dernières ont une économie plus solide. Deuxièmement, la demande étrangère devrait s'effondrer. Cette demande boost principalement les lieux touristiques de par la demande de résidence secondaires.

A court terme, offre et demande vont baisser. L'on peut s'attendre à une diminution drastique du volume de transactions à horizon 6 mois due au report des projets en cours impactant légèrement les prix au niveau national. La demande devrait également être affectée par l'incertitude passagère et par les difficultés financières personnelles. Mais cette diminution de la demande devrait aller de pair avec une diminution de l'offre d'immobilier neuf liée aux nouvelles constructions.

A moyen terme, offre et demande devraient reprendre de manière rapide. Les projets qui étaient arrêtés devraient pour la plus part reprendre et donner un coup de pouce au marché lors de son redémarrage. En effet, l'on devrait d'ici 6 mois voir la demande des projets repoussés s'ajouter à celle inhérente aux nouveaux projets de vie, nouveaux enfants, famille grandissante...

L'hypothèse du volet économique est alors celle d'une diminution drastique du nombre de ventes sur les 6 prochains mois, avec très fort rebond début 2021. Les prix devraient quant à eux légèrement baisser avant de repartir à la hausse en 2021.

Analyse statistique de l'impact des facteurs économiques sur le marché immobilier

L'analyse qui suit étudie l'impact de 4 facteurs sur le volume de transactions et sur les prix de l'immobilier résidentiels en France. La recherche se porte sur les 20 dernières années, qui ont comporté à la fois des périodes de stabilité et des crises économiques majeures telles que celles de 2000 et de 2007. Les données sont toutes sélectionnées sur base trimestrielle. Les 4 variables prises en considération pour cette étude sont les suivantes :

- L'inflation, représentée par l'indice des prix à la consommation « CPI ».
- Les taux d'intérêts à long terme, taux national à 10 ans.
- Le niveau de l'économie, représenté par le niveau de produit intérieur brut.
- Le taux de chômage, nombre de demandeurs d'emplois.

Les données sont issues de sources libres. L'indice d'inflation, les taux d'intérêts à 10 ans et les données du PIB émanent des bases de données de l'OCDE, le taux de demandeurs d'emploi en France vient quant à lui du FRED. En ce qui concerne l'indice des prix de l'immobilier résidentiel Français et le nombre de transactions, ils sont issus du CGEDD (Conseil Général de l'Environnement et du Développement Durable). À noter que le nombre de transaction est donné par la moyenne mobile sur les 12 mois précédents.

La méthodologie employée est celle de la régression multifactorielle logarithmique. Afin d'avoir que les variables aient une base commune et comparable, les données sont transformées de 2 manières.

- Premièrement, on compare l'évolution des valeurs en pourcentage et non en valeurs absolues. Ceci est obtenu en utilisant la transformation logarithmique des données par la formule suivante :

$$\Delta \text{LN Inflation}_t = \text{LN}(\text{Inflation}_t / \text{Inflation}_{t-1})$$

L'avantage d'utiliser cette transformation est double. D'une part, les coefficients issus de l'analyse par régression représentent l'élasticité de la variable de décision par rapport à la variable explicative. D'autre part, la transformation logarithmique réduit l'hétéroscédasticité qui est la variation de la variance des résidus. Autrement dit, cette transformation augmente le pouvoir prédictif du modèle.

- Deuxièmement, les variables sont corrigées pour retirer l'autocorrélation résiduelle.

Pour le reste de cet article, les degrés de significativité des relations seront mentionnés au moyen de *.

Significativité	1% ***
	5% **
	10% *

Test de relation entre variables explicatives

Dans un premier temps, 3 variables explicatives peuvent être testées simultanément : le taux d'inflation, le taux d'intérêt et le taux de chômage. Cela est rendu possible par l'absence de relation entre ces variables.

Table 1: corrélation entre variables explicatives

Corrélation des variable	$\Delta \text{ Ln CPI}$	$\Delta \text{ Ln Taux d'intérêt}$	$\Delta \text{ Ln Chômage}$
$\Delta \text{ Ln Inflation}$	1		
$\Delta \text{ Ln Taux d'intérêt}$	0,0043	1	
$\Delta \text{ Ln Chômage}$	-0,11	-0,05	1

L'impact du PIB sera testé par la suite séparément car il possède une trop grande corrélation avec le chômage (corrélation de $-0,46^{***}$).

Impact des variables explicatives sur le Prix de l'immobilier

Si la correction pour l'autocorrélation résiduelle peut sembler technique, elle est néanmoins essentielle. En effet, sans cette correction, l'impact de la variation du chômage et de la variation des taux d'intérêts sur la variation du niveau de prix est significatif. Pourtant, une fois corrigée pour l'autocorrélation cette relation s'atténue. A l'inverse, la relation entre l'indice de prix et l'inflation est renforcée.

Table 2 : Corrélations Δ Prix – Δ variables explicatives avant correction d'autocorrélation

Corrélation	Δ Ln Prix	Δ Ln Prix t+1	Δ Ln Prix t+2	Δ Ln Prix t+3	Δ Ln Prix t+4
Δ Ln Inflation	0,28 **	0,15*	0,147*	-0,11	0,42***
Δ Ln Taux d'intérêt	0,05	0,10	0,12*	0,13*	0,40***
Δ Ln Chômage	-0,28**	-0,29**	-0,18*	-0,13*	-0,08

Table 3 : Corrélations Δ Prix – Δ variables explicatives après correction d'autocorrélation

Corrélation après correction	Δ Ln Prix	Δ Ln Prix t+1	Δ Ln Prix t+2	Δ Ln Prix t+3	Δ Ln Prix t+4
Δ Ln Inflation	0,15*	0,27**	-0,45***	0,39***	0,18**
Δ Ln Taux d'intérêt	-0,01	0,03	0,15*	0	0
Δ Ln Chômage	-0,14*	-0,24**	-0,12*	-0,11	-0,06

Dans la table numéro 3, l'on voit que la relation entre le prix et le taux d'intérêt est presque insignifiante, à l'exception de Ln Prix t+2. Le chômage possède quant à lui une relation à horizon t+1. Reste l'inflation qui semble avoir une influence significative jusqu'à 15 mois. Ce qui signifie qu'une augmentation d'inflation aujourd'hui résulterait en un impact sur le prix de l'immobilier pendant les 15 prochains mois. En effectuant une analyse par régression des facteurs significatifs, nous obtenons les résultats suivants.

Table 4 : analyse de régression Δ Prix sur variables explicatives significativement corrélées

Statistiques de la régression	
Coefficient de détermination multiple	0,769269347
Coefficient de détermination R ²	0,591775328
Coefficient de détermination R ²	0,528971532
Erreur-type	0,009366944
Observations	61

ANALYSE DE VARIANCE					
	Degré de liberté	Somme des carrés	variance des car	F	leur critique de F
Régression	8	0,006613887	0,000826736	9,4226045	6,2553E-08
Résidus	52	0,004562461	8,77396E-05		
Total	60	0,011176348			

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	pour seuil de	pour seuil de	pour seuil de	pour seuil de
Constante	0,002852855	0,002288618	1,246540387	0,21815227	-0,00173959	0,0074453	-0,00173959	0,0074453
Δ Ln CPI	0,803246724	0,277365092	2,895990684	0,00551629	0,24667295	1,3598205	0,24667295	1,3598205
Δ Ln CPI -1	0,593985478	0,223351461	2,659420612	0,01038067	0,14579798	1,04217297	0,14579798	1,04217297
Δ Ln CPI -2	-1,420840442	0,218966088	-6,48886069	3,2298E-08	-1,86022804	-0,98145284	-1,86022804	-0,98145284
Δ Ln CPI -3	-0,131749801	0,227516692	-0,57907752	0,56503705	-0,58829545	0,32479584	-0,58829545	0,32479584
Δ Ln CPI -4	0,226359115	0,284468731	0,795725825	0,42980897	-0,34446915	0,79718739	-0,34446915	0,79718739
Δ Ln INT -2	0,004794042	0,004444234	1,078710383	0,28569529	-0,00412397	0,01371205	-0,00412397	0,01371205
Δ Ln Chômage	-0,044395495	0,046932335	-0,94594686	0,34855075	-0,13857211	0,04978113	-0,13857211	0,04978113
Δ Ln Chômage - 1	0,02326345	0,048309814	0,481547071	0,63214814	-0,07367729	0,12020418	-0,07367729	0,12020418

Le modèle parvient à expliquer une part considérable du changement de prix mais les seules variables explicatives dont l'influence est significative (possédant un niveau de probabilité inférieur à 5%) sont les variables d'inflation. Ni le chômage, ni le taux d'intérêt (ou tout du moins leur variation) ne semblent influencer le prix de l'immobilier en France, selon nos observations trimestrielles des 20 dernières années. Afin de mieux spécifier notre modèle, et de tenir compte uniquement de l'impact d'un changement du niveau d'inflation sur le prix, la régression est effectuée en ne prenant en compte que les variations de CPI des 5 derniers trimestres.

Table 5 : analyse de régression Δ Ln Prix sur Δ Ln CPI t à t-4

Statistiques de la régression	
Coefficient de détermination multiple	0,748846152
Coefficient de détermination R ²	0,560770559
Coefficient de détermination R ²	0,527992242
Erreur-type	0,009641062
Observations	73

ANALYSE DE VARIANCE					
	Degré de liberté	Somme des carrés	variance des car	F	leur critique de F
Régression	5	0,007950936	0,001590187	17,1079731	7,1748E-11
Résidus	67	0,006227655	9,29501E-05		
Total	72	0,014178591			

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	pour seuil de	pour seuil de	pour seuil de	pour seuil de
Constante	0,002263917	0,002297559	0,985357496	0,32799356	-0,00232203	0,00684986	-0,00232203	0,00684986
Δ Ln CPI t	0,832215191	0,257461842	3,232382647	0,00190573	0,3183192	1,34611118	0,3183192	1,34611118
Δ Ln CPI t-1	0,697869271	0,214845394	3,248239392	0,00181641	0,26903607	1,12670247	0,26903607	1,12670247
Δ Ln CPI t-2	-1,412170633	0,210370097	-6,71279165	4,9306E-09	-1,8320711	-0,99227016	-1,8320711	-0,99227016
Δ Ln CPI t-3	-0,007768554	0,218958631	-0,03547955	0,97180285	-0,44481181	0,4292747	-0,44481181	0,4292747
Δ Ln CPI t-4	0,350043119	0,259028888	1,351367107	0,18112329	-0,16698071	0,86706694	-0,16698071	0,86706694

La relation est d'autant plus explicative. Dans cette analyse, l'inflation présente et passée (à horizon 15mois) permet d'expliquer plus de 50% de la variation du prix de l'immobilier. Néanmoins, la constante est également significativement positive, fait qui pourrait réduire le degré d'explication de notre modèle. En conservant uniquement l'inflation à court terme (t et $t-1$), nous obtenons un modèle possédant un degré d'explication d'autant plus élevé.

Table 6 : analyse de régression Δ Ln Prix sur Δ Ln CPI t à $t-1$

Statistiques de la régression	
Coefficient de détermination multiple	0,465993697
Coefficient de détermination R^2	0,217150126
Coefficient de détermination R^2	0,190155303
Erreur-type	0,012282173
Observations	61

ANALYSE DE VARIANCE					
	Degré de liberté	Somme des carrés	variance des carr	F	leur critique de F
Régression	2	0,002426945	0,001213473	8,04413957	0,00082542
Résidus	58	0,008749403	0,000150852		
Total	60	0,011176348			

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	pour seuil de	pour seuil de	pour seuil de	pour seuil de
Constante	-0,002839647	0,002118536	-1,34038175	0,18534829	-0,00708036	0,00140106	-0,00708036	0,00140106
Δ Ln CPI	0,78707827	0,263531677	2,986655259	0,00412737	0,2595623	1,31459424	0,2595623	1,31459424
Δ Ln CPI -1	0,962261469	0,267297486	3,599964539	0,00066018	0,42720742	1,49731552	0,42720742	1,49731552

La conclusion de cette première analyse est que, parmi nos variables explicatives, seule l'inflation détermine le prix à la consommation avec un décalage de 3 mois. Il semblerait que cet effet s'estompe ensuite (à en juger par le coefficient négative de l'inflation en $t-2$ de la table 5). Le taux de chômage et taux d'intérêt n'ont pas un impact significatif sur le prix de l'immobilier.

Nous avons laissé l'impact du PIB de côté tant sa corrélation était forte avec le taux de chômage. L'analyse de régression suivante du prix sur le PIB nous renseigne une relation inexistante. De cette observation, l'on pourrait conclure que le niveau de l'économie ne semble pas influencer les prix de l'immobilier.

Table 7 : analyse de régression Δ Ln Prix sur Δ Ln PIB

Statistiques de la régression	
Coefficient de détermination multiple	0,184784336
Coefficient de détermination R^2	0,034145251
Coefficient de détermination R^2	0,021267188
Erreur-type	0,014187138
Observations	77

ANALYSE DE VARIANCE					
	Degré de liberté	omme des car	variance des car	F	Valeur critique de F
Régression	1	0,00053367	0,000533666		2,651427469
Résidus	75	0,01509562	0,000201275		
Total	76	0,01562928			

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	sure pour seuil de confire	pour seuil de core	pour seuil de confo	pour seuil de c
Constante	0,001090262	0,00252084	0,432499668		0,666619375	-0,003931507	0,006112032	-0,003931507
Δ Ln PIB t	0,48326461	0,29678717	1,628320444		0,107650791	-0,107965743	1,074494963	-0,107965743

Impact des variables explicatives sur le nombre de transactions

Les mêmes variables explicatives sont testées sur le nombre de transactions. Les séries de données des transactions sont ensuite testées avec un décalage pour voir si l'impact des variables explicatives est direct ou prend du temps. Dès la première analyse, l'on n'observe aucune relation entre inflation et taux d'intérêt sur le nombre de transactions. En effet, la corrélation entre ces deux variables explicatives avec la variation du nombre de transactions n'est pas significative.

Table 8 : corrélation variation variables explicatives / variation nombre de transactions t à $t+4$

Corrélation après correction	Δ Ln TRANSACTIONS	Δ Ln TRANSACTIONS t+1	Δ Ln TRANSACTIONS t+2	Δ Ln TRANSACTIONS t+3	Δ Ln TRANSACTIONS t+4
Δ Ln Inflation	0,1	0,1	0,1	0,05	0,05
Δ Ln Taux d'intérêt	0,028	-0,08	-0,012	-0,02	0,08
Δ Ln Chômage	-0,44***	-0,34***	0,22*	-0,1	-0,05

La relation entre variation du taux de chômage et variation du nombre de transactions est néanmoins fortement liée. Le chômage semble jouer un rôle dans le nombre de transactions avec un effet décalé de 6 mois. Le chômage d'aujourd'hui provoque des effets jusque dans 6 mois. Afin de vérifier et quantifier cette relation, nous utilisons une analyse de régression multifactorielle similaire à celle effectuée pour déterminer l'impact sur le prix.

Table 9 : analyse de régression Δ Ln Transactions sur Δ Ln Chômage t à $t-1$

Statistiques de la régression	
Coefficient de détermination multiple	0,541919404
Coefficient de détermination R ²	0,293676641
Coefficient de détermination R ²	0,270518498
Erreur-type	0,056737324
Observations	64

ANALYSE DE VARIANCE					
	Degré de liberté	Somme des carrés	Moyenne des carrés	F	Valeur critique de F
Régression	2	0,081645709	0,040822855	12,68135539	2,4809E-05
Résidus	61	0,196366559	0,003219124		
Total	63	0,278012268			

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	rieure pour seuil de confiance	rieure pour seuil de confiance	rieure pour seuil de confiance	rieure pour seuil de confiance
Constante	0,008160866	0,007101141	1,149232941	0,254946132	-0,006038744	0,022360475	-0,00603874	0,02236048
Δ Ln Chômage t	-0,790508541	0,262162565	-3,015337222	0,003738058	-1,31473499	-0,266282093	-1,31473499	-0,26628209
Δ Ln Chômage t-1	-0,7572503	0,263403088	-2,874872524	0,005557917	-1,283957328	-0,230543273	-1,28395733	-0,23054327

La relation est inverse, forte et significative. Ce qui signifie que le taux de chômage a une importance déterminante sur le volume de transaction. 1% de chômage supplémentaire, c'est 1,5% de transactions en moins dans les 3 mois qui suivent.

Analysons maintenant l'impact du PIB sur le volume de transactions. Si le PIB n'a montré aucune relation avec le prix de l'immobilier, la conclusion est ici totalement différente.

Table 10 : analyse de régression Δ Ln Transactions sur Δ Ln PIB

Statistiques de la régression	
Coefficient de détermination multiple	0,284345651
Coefficient de détermination R ²	0,080852449
Coefficient de détermination R ²	0,067906709
Erreur-type	0,060514357
Observations	73

ANALYSE DE VARIANCE					
	Degré de liberté	Somme des carrés	Moyenne des carrés	F	Valeur critique de F
Régression	1	0,022870894	0,022870894	6,245486814	0,014765768
Résidus	71	0,260001106	0,003661987		
Total	72	0,282872			

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	rieure pour seuil de confiance	rieure pour seuil de confiance	rieure pour seuil de confiance	rieure pour seuil de confiance
Constante	-0,007038288	0,009225712	-0,762899149	0,448050912	-0,025433836	0,01135726	-0,02543384	0,01135726
Δ Ln PIB t	3,915478332	1,56675712	2,4990972	0,014765768	0,791453363	7,039503301	0,79145336	7,0395033

La relation est ici forte et significative. Un point de PIB supplémentaire, c'est près de 4 points de transactions supplémentaires. Le PIB à lui seul, expliquerait près d'un tiers du volume annuel de transactions.

Relation entre prix et volume de transactions

S'il existe une relation entre le prix et le volume de transaction, elle est relativement faible. La corrélation est positive, mais non significative. De plus, l'analyse par régression donne un coefficient proche de zéro indiquant un lien existant mais très faible entre volume de transactions et prix.

Table 11 : analyse de régression $\Delta \text{Ln Prix}$ sur $\Delta \text{Ln Transactions}$

Statistiques de la régression	
Coefficient de détermination multiple	0,327379878
Coefficient de détermination R ²	0,107177584
Coefficient de détermination R ²	0,094422978
Erreur-type	0,017127911
Observations	72

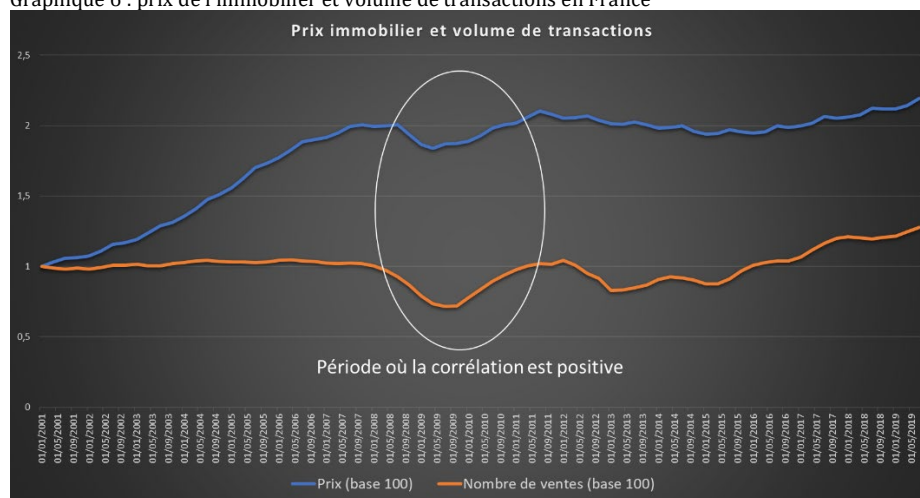
ANALYSE DE VARIANCE					
	Degré de liberté	nm des carayenne des car	F	Valeur critique de F	
Régression	1	0,00246516	0,002465163	8,403049437	0,004999039
Résidus	70	0,02053557	0,000293365		
Total	71	0,02300074			

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	seuil de confiance	seuil de core	seuil de confo	seuil de c
Constante	0,00943106	0,00203143	4,642582497		1,56283E-05	0,00537951	0,01348261	0,00537951
$\Delta \text{Ln Transactions t}$	0,093748574	0,03234046	2,898801379		0,004999039	0,029247558	0,15824959	0,029247558

À noter que la correction du prix pour le facteur d'inflation davantage les paramètres de la régression des niveaux significatifs.

En visualisant et analysant davantage les données, il semblerait que la seule période où la corrélation soit significativement positive en France soit la crise de 2007, où à la fois le nombre de transactions et le prix de l'immobilier ont chuté mais ce n'est pas dû à leur relation mais bien à d'autres facteurs économiques.

Graphique 6 : prix de l'immobilier et volume de transactions en France



Conclusion de l'analyse statistique

Le PIB n'a pas d'impact sur le prix

Contrairement à ce que l'on aurait pu attendre, le niveau de l'économie n'a pas d'effet observé sur le niveau des prix des dernières années. L'investissement chez les particuliers obéit à bien d'autres critères que ceux d'économiques. L'on achète pour des raisons de projets personnels, changement de situation lié aux mariages, à l'arrivée d'enfants, à des déplacements professionnels ou encore d'autres raisons personnelles dont le rationnel n'est pas la rentabilité. Ce n'est pas le cas des investisseurs qui recherchent des rendements, mais une économie forte leur offre d'autres sources de revenus que l'immobilier. Quand l'économie est forte, même les investisseurs pourraient bien se détourner de l'immobilier (tout du moins par investissement direct) qui reste un investissement illiquide et indivisible qui immobiliserait leurs liquidités et réduirait leur capacité à saisir les opportunités.

Le taux d'intérêt n'a pas d'impact sur le prix

Sans doute l'absence de relation la plus étonnante car elle va à l'encontre des pratiques d'évaluation des logements individuels par les méthodes d'actualisation des flux financiers. En effet, dans ces méthodes, le taux d'actualisation, principalement déterminé par le taux d'intérêt, est la variable principale de détermination du prix et une augmentation aussi faible soit-elle du taux d'intérêt induit une chute drastique du prix du logement. Cette analyse démontre que la méthode d'actualisation des flux est valide en théorie mais que ses résultats ne sont pas observés sur le marché en France. L'absence de lien entre taux d'intérêts et prix de l'immobilier pourrait venir du fait qu'un taux d'intérêt élevé aille de pair avec une économie florissante et de ce fait, quand les taux sont élevés, davantage de personnes ont les moyens de financer leur immobilier quelques soient les taux pratiqués.

Le chômage n'a pas d'impact direct sur le prix.

Ce facteur pourrait nécessiter bien davantage d'analyse par la prise en compte des facteurs sous-jacents aux taux de chômage. Néanmoins les statistiques sont claires, au niveau national, le chômage n'a pas d'impact significatif sur le niveau des prix de l'immobilier. D'une part, la France est relativement généreuse dans la compensation du salaire par le chômage. Un travailleur qui était à même de financer un bien immobilier l'est toujours lorsqu'il est au chômage. Deuxièmement, parmi les personnes qui ne sont pas à même de financer un logement, le chômage n'est pas l'unique cause.

Seule l'inflation possède un impact significatif sur le prix

Encore une fois consistant avec l'ensemble des écrits scientifiques. L'inflation semble être la variable la plus déterminante du prix de l'immobilier. La relation est positive à horizon 3 mois, une augmentation de 1% de l'inflation induit une augmentation de 1,5% du prix de l'immobilier.

Le nombre de transaction n'influence « presque » pas le prix.

S'il existe une relation entre niveau des prix et nombre de transactions, elle est faible. Selon une étude de Munich^{xx} le nombre de transactions influence le prix et non l'inverse. Différence de données et de méthodologies cette étude prédit que plus il existe de transactions, plus le niveau des prix est élevé. Notre modèle, ainsi que la visualisation graphique des données ne semble pas corroborer ces résultats et optent pour une absence de relation entre nombre de transactions et prix. Notre analyse est cohérente avec ce qui s'est passé en sortie de crise du MERS et du SRAS, chute des transactions mais aucun impact sur les prix.

Le chômage influence le nombre de transactions

Plus de chômeurs, c'est moins de transactions. La relation est négative et significative, plus il existe de chômeurs, moins il y a de ventes. Cette relation peut expliquer un report des projets d'achat chez les personnes qui perdent leur emploi ou plus simplement le fait que les personnes qui sont au chômage ont du mal à financer leurs projets auprès des banques. Pourtant, tel que mentionné précédemment, le niveau de chômage n'influence pas significativement le prix de l'immobilier.

L'inflation n'influence pas directement le nombre de transactions.

L'influence de l'inflation porte bien davantage sur le prix de vente que sur le nombre de transactions. Il semble que les investisseurs n'utilisent pas l'effet protection anti-inflation de l'immobilier. Cela peut venir des caractéristiques illiquides et indivisibles des investissements immobiliers qui mèneraient les investisseurs à chercher d'autres investissements que la pierre pour contrer l'inflation. À noter également que la période observée a fait l'objet d'une inflation faible, qui à tort ou à raison, n'a peut-être pas incité les investisseurs à chercher un rempart contre l'inflation.

Le taux d'intérêt n'a pas d'impact sur le nombre de transactions.

Cette relation est davantage cohérente avec le fait que l'immobilier est une question de projets ou d'investissements prévus de longue date plutôt que d'opportunité d'aubaine liée aux conditions du marché. Les caractéristiques illiquides et indivisibles de l'immobilier le rendent peu efficace lorsqu'il s'agit de saisir des opportunités. Les investisseurs en recherche de rendements ont davantage intérêt à utiliser d'autres moyens que l'immobilier qui immobilise ressources et capacité d'investissement, tandis que les particuliers investiront quel que soit le niveau des taux pour autant que leurs finances le permettent. Ces derniers ont peu de choix car refuser d'investir à cause du taux consisterait à repousser un projet à un horizon incertain.

Le PIB influence fortement le nombre de transactions de l'ordre de 4%.

Le niveau de l'économie influence fortement le nombre de transactions. Lorsque l'économie va bien, la confiance est là et les particuliers investissent dans des projets long termes. Combiné au fait que le prix n'augmente pas de manière directe avec le PIB, cela peut également valoir le coup d'envisager l'immobilier comme investissement dans les périodes où l'économie va bien. La demande composée des particuliers et investisseurs se porte donc particulièrement bien lorsque l'économie est florissante.

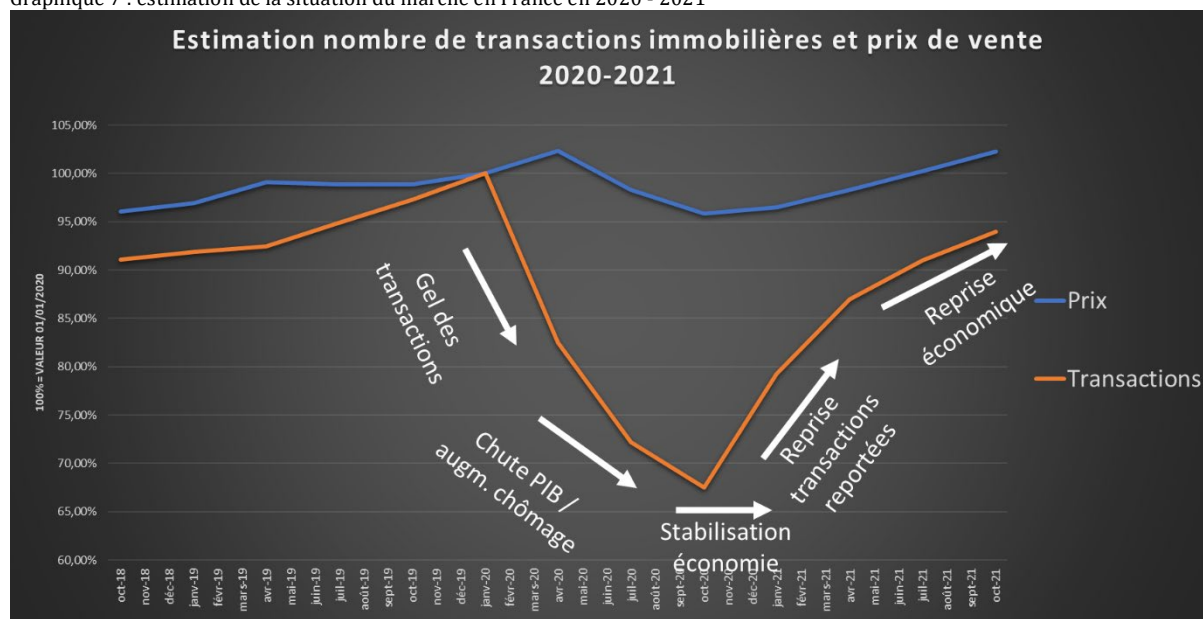
Impact attendu du coronavirus

L'impact attendu du coronavirus sur l'économie est une baisse du PIB sur l'année 2020 de l'ordre de 7 à 8% avec des répercussions à court et moyen terme sur le taux de chômage. Si l'économie amorce une reprise en 2021, telle qu'espérée par le FMI et le MIT, le secteur ne devrait néanmoins pas pâtir de la crise à venir.

Le nombre de transactions devrait baisser dans le restant de l'année 2020. Premièrement, la chaîne de transaction est actuellement rompue, même si les acquéreurs le voulaient, ils ne pourraient que difficilement acheter de l'immobilier actuellement, cette baisse génère la première cassure du nombre de transactions en mars 2020. Dans le deuxième semestre, les personnes affectées économiquement ou ayant perdu leur emploi devraient, pour celles qui le peuvent, postposer leurs projets d'achat immobilier. Le nombre de transactions devrait pour cela être relativement faible jusqu'à la fin de l'année. Si l'on se réfère au lien observé en table 10 (à savoir 1% de chute de PIB induit 4% de chute du nombre de transactions), la diminution du nombre de ventes attendue induite par la baisse de l'économie serait de l'ordre de 30% en 2020 ce à quoi il faut ajouter un possible report des transactions annuelles de l'ordre 10% dû à la période de confinement (2 mois de confinement). Ces 10 % seraient alors reportés sur l'année sur la fin 2020 - début 2021.

Néanmoins, l'impact de la crise devrait être de moindre ampleur sur le prix. Premièrement, les vendeurs mettent du temps à revoir leurs prix à la baisse, et le font graduellement. D'ici à ce que l'impact sur les prix soit notable, le marché devrait repartir. Deuxièmement, le gouvernement semble prendre la mesure des aides nécessaires pour limiter la casse au niveau de l'emploi et des pertes financières personnelles. Rappelons au passage que ni le taux de chômage, ni le niveau de l'économie ne semblent impacter le niveau des prix. Finalement, rien n'indique actuellement que l'inflation sera négative, car le risque principal au niveau des prix est bien celui d'une déflation, qui pourrait avoir un impact beaucoup plus significatif sur le niveau des prix mais c'est précisément ce que le gouvernement tente aujourd'hui de combattre par les aides multiples et par l'injection de monnaie qui limite ce risque. Si l'on peut néanmoins s'attendre à une baisse des prix modérée (entre 5 et 8%), elle devrait davantage venir de facteurs psychologiques qu'économiques : facteurs psychologiques liés à l'incertitude actuelle ou réduction des prix initiés par les vendeurs désireux de réaliser au plus vite leurs ventes immobilières en bradant leur logement (par exemple dans le cas des personnes liées à des prêts relais).

Graphique 7 : estimation de la situation du marché en France en 2020 - 2021



Le scénario ici privilégié est celui d'une chute drastique du nombre de transactions en 2020 (-35%) avec un effet sur le prix de l'ordre de -8% (similaire à 2009), et une reprise à la fois du nombre de transactions en 2021-2022 et un retour au niveau actuel des prix d'ici 12 à 15 mois.

Conclusion

L'impact sur le marché de l'immobilier ne devrait être que temporaire aussi bien au niveau des prix que sur le volume de transactions. Les crises sanitaires, aussi virulentes soient-elles sur le moment n'ont qu'un impact négligeable sur le marché à moyen terme. Arrêt des transactions, peur des relations sociales, peur d'un rebond de l'épidémie ont marqué les pays touchés par les crises du SRAS et du MERS dans une proportion au moins aussi forte que la situation actuelle. Néanmoins, l'immobilier a redémarré avant même que l'incertitude ne soit levée. L'on continue d'avoir besoin de se loger, les familles de s'agrandir et l'on apprend à vivre aussi normalement que possible avec la situation. Les personnes qui avaient des projets en cours de vente et d'achat réactiveront ces projets une fois l'incertitude levée.

L'inconnue réside davantage dans la transmission de la crise économique à venir dans l'économie réelle. Chute drastique du PIB, chômage, faillites, la situation est davantage incertaine. Dans une proportion similaire à la crise de 2007, l'impact devrait être limité sur le niveau des prix. Nous nous orientons probablement vers une année similaire à 2009 - 2010 avec un faible niveau de transactions (soit 35 à 40% de volume en moins) et une chute des prix de l'ordre de 5 à 8%. Néanmoins, cet impact ne devrait pas perdurer et la situation devrait se stabiliser dans les 15 à 24 mois à venir.

Une hypothèse pourrait mettre à mal ce scénario. Celui d'une déflation majeure, telle que régulièrement pointée mais jamais advenue. Cette dernière pourrait alors corriger les prix de l'immobilier de manière bien plus drastique. Si le gouvernement semble prendre les bonnes mesures pour éviter ce scénario, il faut à ce stade rester vigilant et rappeler que les plus grandes institutions, les éminents spécialistes et les professeurs d'universités n'ont pas vu venir la crise en 2007.

Cette analyse se base sur l'observation des 20 années précédentes comportant 2 crises majeures d'ordre économique et deux autres d'ordre sanitaire. Remonter davantage dans le temps permettrait certainement d'autres éclairages mais reviendrait également à analyser des situations totalement différentes. Enjeux, mécanismes régulateurs et réponses aux crises étaient alors totalement différentes.

Comme dans toute crise et malheureusement pour les plus touchés, tout le monde ne sera pas égal. En effet l'immobilier est régit par des composantes locales fortes. Ce qui n'a pas d'impact au niveau d'un pays peut avoir une grande influence au niveau d'une région, voire même d'un village. Ce peut être le cas de la surmortalité des régions fortement touchées, du chômage qui se propagerait davantage dans certaines régions ou encore des endroits de vacances où la demande étrangère est très forte qui seront certainement davantage touchés que la moyenne nationale.

Restons à ce stade optimiste, et je vous donne rendez-vous dans 1 an pour voir si ces prévisions se sont réalisées ou si un autre scénario s'est entre temps dessiné.

-
- ⁱ G. Wong, "Has SARS Infected the Property Market? Evidence From Hong Kong", *Journal of Urban Economics* (2008), vol. 63 (1), pages 74-95
- ⁱⁱ A. Siu, W. Y. C. Richard, "Economic Impact of SARS: The Case of Hong Kong", *Asian Economic Papers*, hiver 2004, vol. 3, p.62-83
- ⁱⁱⁱ *Le figaro immobilier*, Jean-Bernard Litzler, «Les grandes épidémies n'ont eu qu'un impact limité sur les prix immobiliers », article du 20/03/20
- ^{iv} France info, «Épidémie de coronavirus MERS en Corée du Sud : quatre choses à savoir », article du 15/06/15
- ^v 20 minutes, P. Garrigues, «Coronavirus Mers: Un lourd bilan pour la Corée du Sud malgré la fin de l'épidémie », article du 28/07/15
- ^{vi} The Straits Times, "South Korea unveils \$19.3b stimulus package to support Mers-hit economy", 03/07/15
- ^{vii} FMI, communiqué de presse n°20/124 du 31/03/2020
- ^{viii} FMI, Gita Gopinath, « Le Grand confinement : pire récession économique depuis la Grande dépression », article du 14/04/2020
- ^{ix} B. Vereckey, "Confronting coronavirus", MIT Sloan School of Management education, avril 2020
- ^x C. Blot, S. Le Bayon, M. Lemoine, S. Levasseur, « De la crise financière à la crise économique : une analyse comparative France – Etats-Unis », *Revue de l'OFCE* Juillet 2009, vol. 110, pages 255 à 281
- ^{xi} The Straits Times, "China developers face cash crunch as coronavirus freezes home sales", article du 24/02/2020.
- ^{xii} M. Harter-Dreiman "Drawing inferences about housing supply elasticity from house price responses to income shocks", *Journal of Urban Economics* mars 2004, vol. 55, émission 2, pages 316-337
- ^{xiii} Y. Essafi, A. Simon, "Housing market and demography, evidence from French panel data", *European Real Estate Society*, 2015
- ^{xiv} L. Gan, P. Wang, Q. Zhang, "Market thickness and the impact of unemployment on housing market outcomes", *Journal of Monetary Economics* (2018), Vol. 98 pp. 27-49
- ^{xv} C. Yue Tian, R. G. Quercia, S. Riley "Unemployment as an Adverse Trigger Event for Mortgage Default", *The Journal of Real Estate Finance and Economics* (2016), Vol. 52, pages 28–49
- ^{xvi} Insee, focus 176, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/4265758>
- ^{xvii} P. Eichholtz, D. Brounen, M. Theene, "Inflation protection from homeownership: long-run evidence: 1814-2004", SSRN paper, 2007
- ^{xviii} Pin-Te Lin, "An Inflation Hedging Tale of Housing", Henley Business School, University of Reading, United Kingdom
- ^{xix} W.Kuan-Min, I. Yuan-Ming, N. T.T.Binh, "Asymmetric Inflation Hedge of Housing Return: A Non-linear Vector Error Correction Approach", *International Real Estate Review* 2008 Vol. 11 No. 1, pages 65 - 82
- ^{xx} A. Arslan Yavuz, H. Cagri Akkoyun, Kanik Birol, "Housing prices and transaction volume", *Journal of Housing Economics*, vol. 22, Issue 2, June 2013, pages 119-134