

L'objet de cette note est de documenter la relation du secteur immobilier coté avec les taux à long terme. La crainte actuelle d'une remontée des taux longs, en relation avec des politiques monétaires de la FED et de la BCE moins expansionnistes, donne une actualité particulière à ce sujet. L'avis tranché de certains sur l'existence d'une relation automatique entre les deux grandeurs procure un intérêt supplémentaire à la conduite de cette analyse.

Le premier cadre de l'analyse portera sur la relation historiquement observée entre une hausse des taux longs et la performance de l'immobilier coté, tant aux Etats-Unis que dans la Zone Euro. L'objectif de cette partie est de qualifier la relation entre performance du secteur immobilier coté et taux d'intérêt.

Dans un second temps, on proposera une nouvelle grille de lecture pour analyser la relation entre hausse des taux d'intérêt et performance de l'immobilier coté.

1) Quelle relation entre hausse des taux longs et performance du secteur immobilier coté ?

Il est communément accepté que les performances des foncières cotées sont affectées par un environnement haussier sur les taux longs. L'analyse empirique dément cette affirmation.

Sur la base des 20 dernières années, un recensement des périodes de hausses de taux significatives permet de mettre en évidence la complexité de cette relation tant aux Etats Unis que dans la Zone Euro.

Concernant les Etats Unis, nous avons repris les travaux de S&P présentés dans le tableau ci-dessous.

Etats-Unis : pas de lien automatique entre hausse des taux longs et performance des foncières

Période de hausse des taux	Durée (mois)	Taux initiaux	Taux finaux	Variation	Performance REITS sur la période
Déc. 1976 - Sept. 1981	58	6,9%	15,3%	+840bp	+137%
Janv. 1983 - Juin 1984	18	10,5%	13,6%	+310bp	+36%
Août 1986 - Oct. 1987	15	7,2%	9,5%	+230bp	-10%
Oct. 1993 - Nov. 1994	13	5,3%	8,0%	+270bp	-10%
Oct. 1998 - Janv. 2001	28	4,5%	6,7%	+220bp	+27%
Juin 2003 - Juin 2006	36	3,3%	5,1%	+180bp	+108%

En Zone Euro et sur la base des taux longs observés ces 20 dernières années, nous avons identifié trois périodes de hausse significatives (> à 100bp).

Zone Euro : pas de lien automatique entre hausse des taux longs et performance des foncières

Période de hausse des taux	Durée (mois)	Taux initiaux	Taux finaux	Variation	Performance IEIF ZE div. nets sur la période
Avr. 1999 - Mai 2000	14	3,7%	5,1%	+140bp	+4%
Sept. 2005 - Juin 2007	22	3,0%	4,4%	+140bp	+42%
Oct. 2010 - Juil. 2011	10	3,1%	4,2%	+110bp	-1%

Avertissements

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

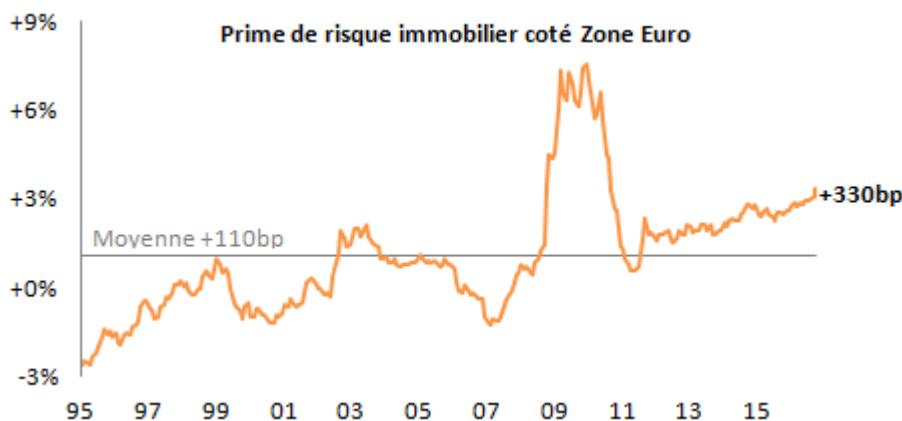
2) Pourquoi la relation n'est pas automatique ? Notre réponse

S'interroger sur l'impact de la hausse des taux sur la performance des foncières doit s'accompagner de deux questions :

- Quelle est l'origine de la hausse des taux ?
 - Quel est le niveau de taux d'intérêt implicite pris en compte dans la valorisation des foncières ?
- Une hausse des taux s'accompagne normalement d'une amélioration des perspectives de croissance et d'une hausse de l'inflation. Ces deux éléments ont un impact positif sur le remplissage des immeubles (taux d'occupation en hausse avec la croissance) et sur le niveau des loyers (indexation sur l'inflation).
 - ⇒ Un environnement favorable aux résultats des foncières qui compense la hausse des taux d'intérêt et des frais financiers

Dans le cas extrême d'une hausse des taux sans contrepartie de croissance et d'inflation, correspondant à une crise et une hausse de l'aversion aux risques, le secteur est pénalisé comme l'ensemble des actifs.

- L'impact d'une hausse des taux dépend du niveau de la prime de risque. Une prime de risque élevée permet d'absorber toute ou partie de la hausse des taux d'intérêt. Dans la situation actuelle, la prime de risque du secteur des foncières Zone Euro est de +330bp (prime de risque = rendement dividende de 4,2% - taux longs de 0,9%), contre une moyenne 20 ans de +110bp. Le retour à la moyenne historique suppose une hausse des taux longs de +220bp à 3%, niveau qui nous paraît difficilement atteignable sans envisager les effets positifs de la croissance et de l'inflation (cf. ci-dessus).



Conclusion :

Estimer le niveau futur des taux n'est pas un exercice aisé, nous estimons cependant que le niveau actuel de la prime de risque est une opportunité quel que soit le scénario envisagé, à l'exception du risque systémique.

La baisse récente du secteur s'explique davantage par du comportemental de court terme que de données fondamentales sur les foncières. Selon nous, c'est une opportunité pour investir sur le secteur.

Sources: BCE, Exane, IEIF, REITS, S&P, Gestion 21

Avertissements

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures