



ASSET ET ALLOCATIONS

LA LETTRE DE LA FRANÇAISE – ALLOCATION GLOBALE D'ACTIFS

Numéro 7

Achevée de rédiger le 20 | 03 | 2017

COMMENT RÉAGIT L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE À LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT EN FRANCE ?

L'immobilier est un actif à la dynamique de prix complexe. Il partage des caractéristiques avec les obligations : c'est un actif de rendement avec des flux de revenus prévisibles à long terme au travers des baux, mais aussi avec les actions : c'est un actif à revenu indexé sur l'inflation et, dans une certaine mesure, sur la croissance économique. La combinaison des deux caractéristiques ramène le problème du comportement de l'immobilier en cas de hausse des taux d'intérêt à celui plus fondamental de l'interaction entre taux d'intérêt, croissance économique et inflation avec tout de même la nécessaire prise en compte des particularités de l'économie immobilière.

De fin 1981 à fin 2016, le taux d'intérêt des emprunts d'état français à 10 ans a décliné de 17,4 % à 0,7 % avec un passage à 0,1 % en juillet 2016, soit trente-cinq ans de baisse quasi-ininterrompue des taux d'intérêt. Cette évolution monétaire reflète le changement drastique du niveau d'inflation qui est passé de 14,0 % à 0,6 % l'an alors que la croissance économique en volume passait simultanément de 2,5 % à 1,1 % l'an. Sur cette période, l'immobilier d'entreprise s'est en moyenne très bien comporté, malgré deux crises majeures sans lien de cause à effet avec une remontée des taux, ce qui indique que l'influence positive des taux d'intérêt a été prédominante par rapport à celle négative de l'indexation des loyers.

Il faut remonter loin dans le temps et considérer les années soixante-dix pour trouver une période de hausse continue des taux d'intérêt. Sur une période de dix ans, de fin 1971 à fin 1981, le taux d'intérêt des emprunts d'état à 10 ans a en effet progressé de 7,7 % à 17,4 % tandis que l'inflation montait de 5,8 % à 14,0 % et que la croissance économique s'effritait de 4,5 % à 2,5 %. Sur cette période, l'immobilier d'entreprise s'est également très bien comporté ce qui signifie que l'influence globalement positive de l'indexation des loyers a été prédominante par rapport à celle négative des taux d'intérêt. L'immobilier se comporterait-il donc bien dans toutes les configurations économiques et monétaires ?

L'adoption du traité de Maastricht début 1992 marque le début d'une période homogène en termes de politique monétaire avec le projet puis la réalisation de l'euro. Ne considérer que cette période de près de vingt-cinq ans qui s'est écoulée depuis lors renforce en conséquence la robustesse des analyses statistiques. Mais la baisse continue et monotone des taux n'a été interrompue que trois fois par des hausses prononcées de plusieurs mois. C'est peu d'information disponible pour modéliser avec certitude le

comportement du marché immobilier en cas de hausse soutenue des taux d'intérêt. Il est donc nécessaire d'être prudent sur les conclusions des analyses statistiques car raisonner en termes de symétrie à la hausse et à la baisse est faux dans la mesure où la complexité de la relation entre les évolutions des taux d'intérêt et celle du marché immobilier est telle que la dynamique n'est pas réversible.

Les analyses statistiques portent sur deux types d'immobilier pour lesquels les données sont disponibles : le marché-phare des bureaux Prime à Paris QCA au travers de l'indice de contribution CBRE et le marché des bureaux plus périphérique au travers de l'indice transactionnel EDHEC IEIF des valeurs de part de SCPI investies en immobilier d'entreprise.

La dynamique fondamentale du prix de l'immobilier

Avant d'analyser les données historiques, il convient de rappeler la dynamique fondamentale qui lie le prix de l'immobilier aux taux d'intérêt. Si l'on simplifie à l'extrême la relation entre le prix de l'immobilier, les taux d'intérêt et l'évolution des loyers, on obtient l'égalité suivante :

$$P = \frac{L}{(k-g)}$$

où P est le prix de l'immobilier
L est le niveau des loyers
k est la rentabilité exigée sur l'immobilier
g est le facteur anticipé d'indexation des loyers

La rentabilité exigée peut elle-même être décomposée en une composante sans risque, le taux d'intérêt des OAT 10 ans par exemple, et une prime de risque exigée, si bien que la relation ci-dessus devient :

$$r = t - g + p$$

où r est le taux de capitalisation, rapport du niveau des loyers au prix de l'immobilier
t est le taux d'intérêt sans risque
p est la prime de risque exigée

En cas de hausse du taux d'intérêt, le taux de capitalisation de l'immobilier apparaît naturellement sous pression à la hausse mais deux éléments peuvent interférer : le facteur anticipé d'indexation des loyers, a priori corrélé au taux d'intérêt, et la prime de risque exigée, qui peut aussi dépendre en partie des taux d'intérêt.

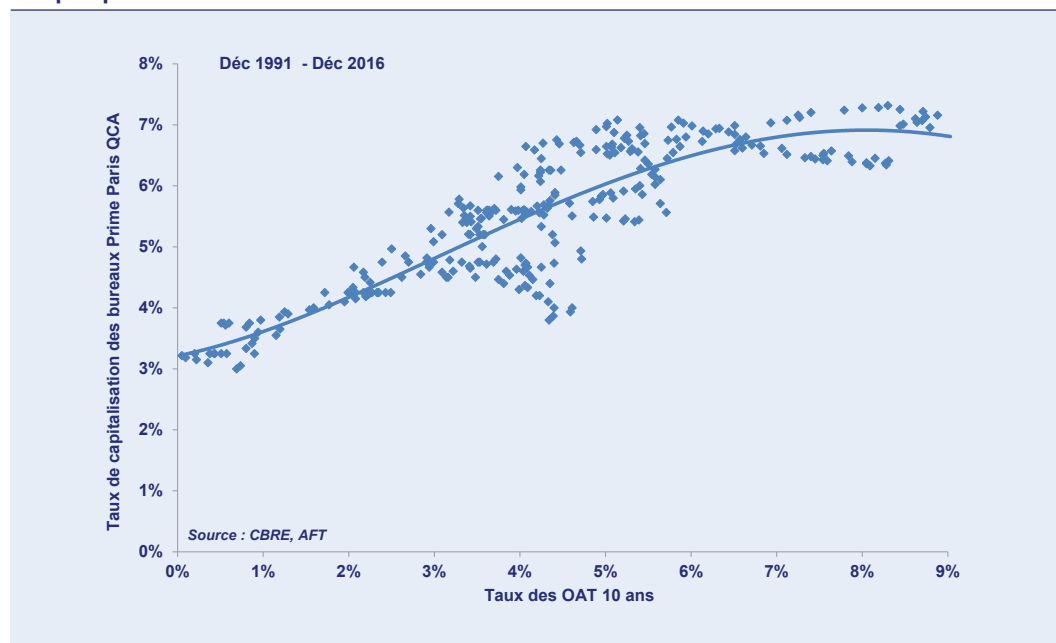
La prime de risque exigée est elle-même la somme de trois composantes : l'allocation pour obsolescence, l'allocation pour illiquidité et l'allocation pour volatilité des prix de l'immobilier. L'allocation pour obsolescence est analogue à une dépréciation, elle n'est a priori pas sensible aux taux d'intérêt, et ses variations dépendent essentiellement des changements réglementaires (régulation thermique par exemple) ou des changements d'usage. L'allocation pour illiquidité est analogue à un coût de portage, sensible au niveau des taux d'intérêt, auquel il faut ajouter les droits de mutation spécifiques à l'immobilier. L'allocation pour volatilité des prix peut être liée aux évolutions des taux d'intérêt : des mouvements brusques et non anticipés peuvent par exemple aller de pair avec une hausse de l'incertitude économique et un risque locatif accru.

Taux de capitalisation et taux d'intérêt

La relation observée entre le taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA et celle du taux des OAT à 10 ans ressemble à un toboggan (cf. graphique 1) : lorsque le taux des OAT est inférieur à 2 % le taux de capitalisation est relativement stable, pour des taux d'intérêt entre 2 et 6 % il monte parallèlement à celui-ci, pour des taux d'intérêt

supérieurs à 6% il devient quasi stable. Ce comportement est logique dans la mesure où l'immobilier est un actif réel, ce que n'est pas l'OAT, il est donc contraint par l'économie réelle. Alors que le taux des OAT varie de 0 à 9 %, le taux de capitalisation est contenu entre 3 et 7 %, soit une amplitude deux fois moindre : le taux de capitalisation ne peut en effet descendre en dessous d'un certain seuil, contraint par la prime de risque exigée, et ne peut non plus excéder un certain niveau, contraint par le marché locatif et la solvabilité des agents économiques.

Graphique 1



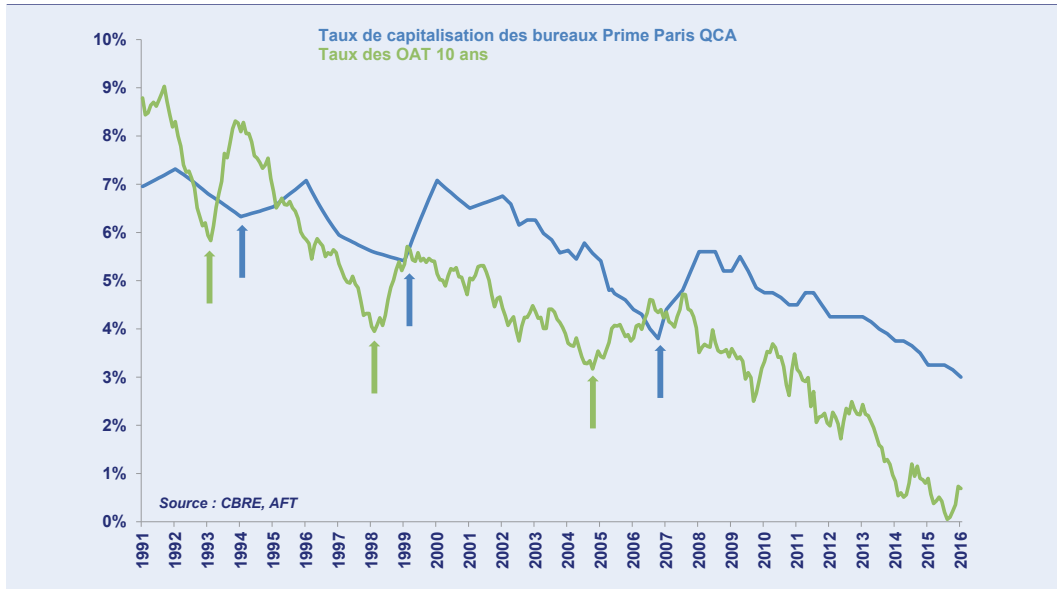
La corrélation entre le taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA et le taux des OAT à 10 ans dépasse 80 % et la pente est de 0,60, soit 60 points de base de hausse du taux de capitalisation pour 100 points de base de hausse du taux des OAT. Si l'on tient compte des inflexions de la relation, la pente est de l'ordre de 0,50 pour des taux d'intérêt inférieurs à 2 %, de 1,00 pour des taux d'intérêt entre 2 et 6 % et de 0,00 pour des taux d'intérêt supérieurs à 6 %.

Les chiffres sont identiques si l'on considère le rendement des SCPI investies en immobilier d'entreprise sauf que la pente est nulle pour des taux d'intérêt inférieurs à 2 %. Le patrimoine immobilier des SCPI, plus périphérique que les bureaux Prime Paris QCA, est sans doute moins directement sensible au taux des OAT mais les sociétés de gestion disposent aussi d'outils pour lisser la performance.

La relation est cependant plus complexe qu'il n'y paraît car le taux de capitalisation réagit avec un certain temps de réponse à la hausse des taux d'intérêt (cf. graphique 2). Les trois périodes de hausse prononcée du taux des OAT sur les vingt-cinq dernières années initiées en décembre 1993, décembre 1998 et juin 2005 n'ont entraîné de hausse du taux de capitalisation qu'après un délai de réponse plus ou moins long car il a fallu attendre à chaque fois que le taux des OAT touche, voire excède, le taux de capitalisation. De plus les hausses du taux de capitalisation n'ont pas toujours été déclenchées par une baisse des prix : lorsque le taux de capitalisation augmente en décembre 1999, un an après la hausse des taux d'intérêt, le prix des bureaux a continué de progresser mais moins vite que les loyers qui flambaient dans le sillage de la bulle Internet.

Le temps de réponse du rendement des SCPI investies en immobilier d'entreprise aux hausses du taux des OAT est encore plus long, quasiment deux fois plus long pour les mêmes raisons que celles édictées auparavant.

Graphique 2

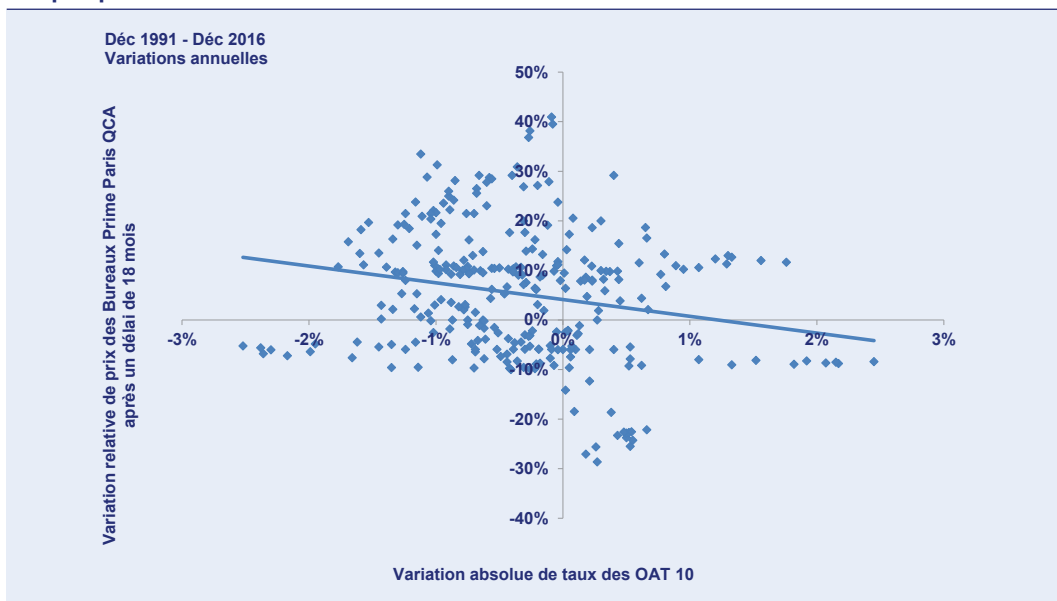


Prix de l'immobilier et taux d'intérêt

Le décalage entre les mouvements de taux d'intérêt et ceux de l'immobilier est une des sources de la capacité de diversification de l'immobilier dans un portefeuille obligataire, l'autre source provenant de l'interaction entre les taux d'intérêt et l'indexation des loyers. Sur la période considérée de décembre 1991 à décembre 2016, le prix des bureaux Prime Paris QCA baisse en moyenne un an et demi après une hausse soutenue des taux d'intérêt avec un intervalle de confiance entre un et deux ans ; c'est la durée du décalage entre le cycle obligataire et le cycle immobilier (cf. graphique 3). Pour 100 points de base de hausse (respectivement baisse) du taux des OAT à 10 ans, le prix des bureaux Prime Paris QCA baisse (respectivement monte) en moyenne de 5 % avec un intervalle de confiance élevé de plus ou moins 5 %. La corrélation est en effet relativement faible à 25 %, ce qui vient illustrer la complexité de la relation.

Pour les SCPI investies en immobilier d'entreprise, le délai de réponse est de l'ordre de trois ans et la sensibilité des valeurs des parts au taux des OAT à 10 ans est deux fois plus faible que pour le prix des bureaux Prime Paris QCA.

Graphique 3



Le pouvoir de diversification est suffisant pour que la corrélation des performances totales annuelles simultanées entre les bureaux Prime Paris QCA et les OAT à 10 ans sur la période considérée soit nettement négative à -35 %, ce qui ne signifie pas que les tendances sont inversées mais que les fluctuations autour des tendances le sont (cf. "Obligations et Immobilier d'entreprise, un cocktail gagnant ?", Asset et Allocations 2^e trimestre 2015).

L'indexation des loyers

La capacité à dissocier l'évolution du taux de capitalisation de celle des prix de l'immobilier tient à la dynamique des loyers. Jusqu'en septembre 2014, l'indice du coût de la construction ICC a été l'indice communément utilisé pour la révision des loyers des baux commerciaux. L'instabilité chronique de l'ICC, très sensible au coût des matières premières, a conduit à de multiples arrangements entre bailleurs et locataires (caps et floors notamment) qui augmentaient l'opacité du marché. A partir de septembre 2014, l'ICC a été remplacé par l'indice des loyers d'activité tertiaire ILAT pour les segments d'immobilier de bureaux, d'entrepôts logistiques et de locaux professionnels, calculé ainsi :

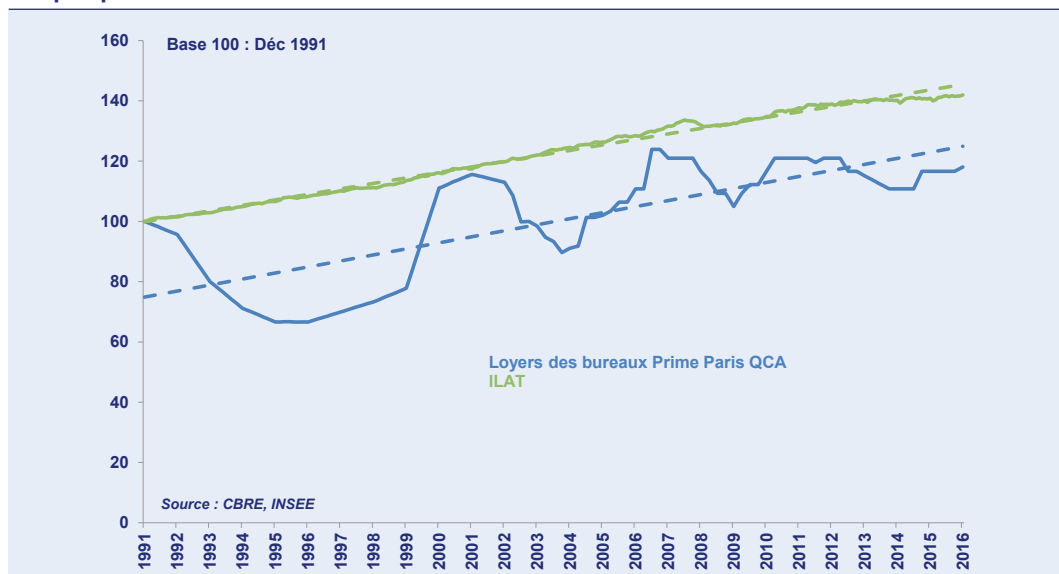
$$\begin{aligned} \text{ILAT} &= 0,50 \times \text{Inflation des prix à la consommation} \\ &+ 0,25 \times \text{ICC} \\ &+ 0,25 \times \text{Produit intérieur brut nominal} \end{aligned}$$

L'évolution de l'ICC peut être modélisé à partir de l'inflation et du PIB avec un niveau de corrélation de près de 80 %, ce qui permet d'approximer l'ILAT en fonction de ces deux quantités uniquement :

$$\begin{aligned} \text{ILAT} &= \text{Inflation} \\ &+ 0,4 \times \text{PIB en volume} \end{aligned}$$

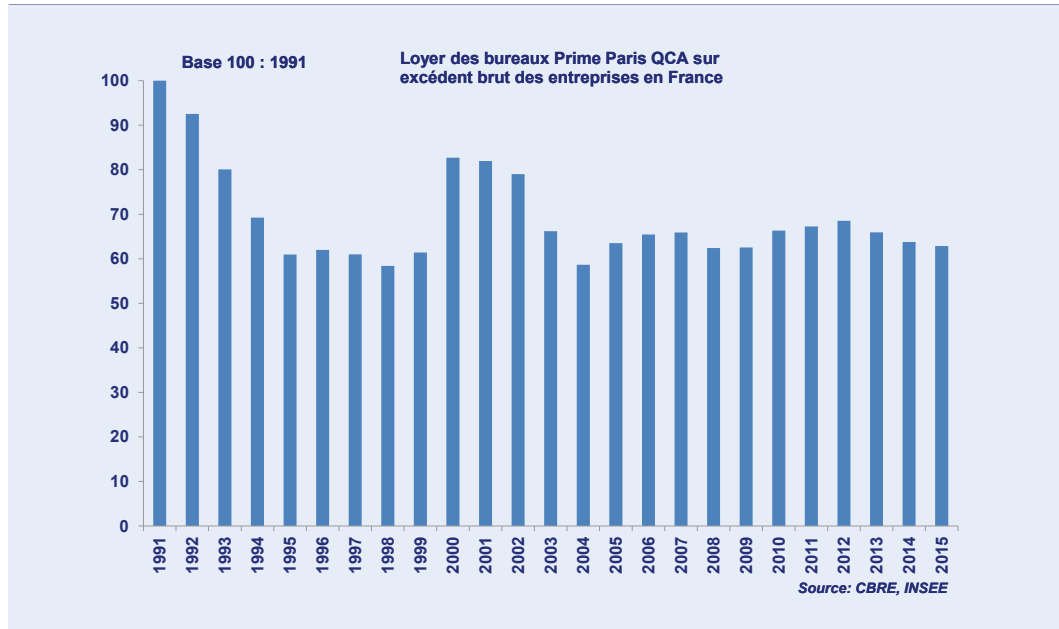
L'ILAT augmente un peu plus vite que l'inflation et capte une partie de la croissance économique, ce qui revient à dire qu'une partie des gains de productivité de l'économie et de la croissance démographique se retrouve dans l'indexation des loyers. On observe que l'évolution des loyers suit bien en tendance celle de l'ILAT hors effet de base (cf. graphique 4), mais avec des fluctuations cycliques importantes qui traduisent l'influence de la conjoncture économique sur l'économie immobilière, en particulier la demande placée des bureaux et l'absorption nette. Au-delà des anticipations d'évolution de la tendance des loyers basées sur l'ILAT, c'est l'analyse de ces fluctuations qui permettent de relier le taux de capitalisation et le prix de l'immobilier.

Graphique 4



Relativement aux fondamentaux économiques, les loyers de bureaux restent cependant relativement bas car la croissance de l'ILAT est par nature inférieure à celle du PIB nominal qui intègre 100 % de la croissance du PIB en volume. Le ratio entre les loyers de bureaux et l'excédent brut d'exploitation des entreprises, qui croît comme le PIB nominal sur longue période, ne fait que s'effriter (cf. graphique 5). Il y a donc un potentiel important de réversion sur les valeurs locatives.

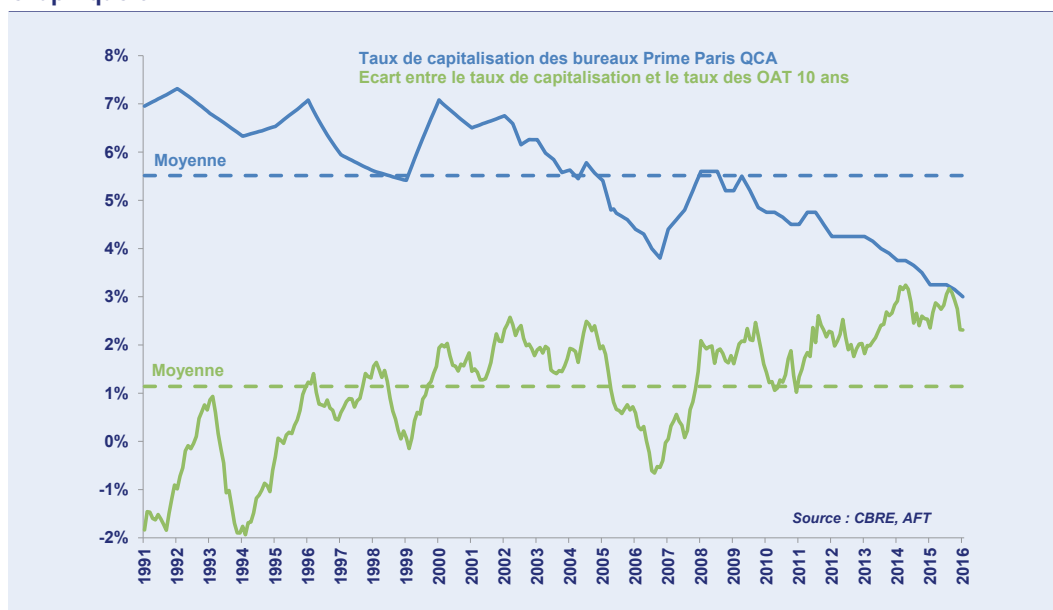
Graphique 5



Le présent, le futur et l'accident

Avant d'envisager le futur, il est utile de s'interroger sur l'influence qu'a actuellement la politique monétaire accommodante de la Banque Centrale Européenne sur la valorisation du marché immobilier. Le graphique 6 illustre de façon simple la situation en considérant la dynamique intrinsèque du marché immobilier d'une part et sa dynamique par rapport aux emprunts d'état d'autre part. Il compare l'évolution du taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA à sa moyenne sur la période considérée et fait de même pour l'écart entre ce taux de capitalisation et le taux des OAT à 10 ans. Incontestablement le taux de capitalisation a été aspiré vers le bas et se situe bien en dessous de sa moyenne mais sa prime par rapport au taux des OAT a été simultanément aspirée vers le haut et se situe bien au-dessus de sa moyenne. Un simple calcul de retour à la moyenne du taux de capitalisation, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse du prix des bureaux Prime Paris QCA équivalente à la hausse entraînée par le retour à la moyenne de la prime. Que peut-on en déduire ? Essentiellement que le marché immobilier a bien subi l'impact de la baisse forcée des taux d'intérêt mais avec une certaine modération, pas au-delà de la moitié de ce qu'il aurait pu subir.

Graphique 6



La croissance économique en France est actuellement stable, de l'ordre de 1,3 % en rythme annuel, et il n'y a ni pression inflationniste endogène, tirée par les salaires, ni exogène, tirée par les matières premières. Le dynamisme des loyers de bureaux est donc relativement modeste avec une tendance de hausse de l'ILAT à 1,5 % et une conjoncture immobilière équilibrée, caractérisée par une demande placée et une absorption nette de bonne tenue⁽¹⁾. Il n'y a donc pas de facteur permettant d'escompter une pression à court terme sur les loyers et l'impact de mouvements du taux de capitalisation se fera sentir directement sur le prix de l'immobilier.

Une nouvelle période s'ouvre au mieux de maintien de taux d'intérêt bas, au pire de hausse des taux d'intérêt. Il est en effet très probable que la Banque Centrale Européenne normalisera à partir de 2018 sa politique monétaire ce qui fera progressivement remonter le taux des OAT à 10 ans de 150 points de base vers son niveau naturel actuellement de l'ordre de 2,5 %⁽²⁾. Si l'on se réfère à l'analyse précédente, le taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA devrait progresser de 75 points de base à 3,75 % quelques mois après. Ce sera une période compliquée à gérer pour le marché immobilier, tout dépendra du degré de coordination entre la normalisation de la politique monétaire et la formation d'anticipations de hausse des loyers soutenues par un regain d'inflation et de croissance.

La tendance est que les politiques budgétaires expansives prennent le relais des politiques monétaires accommodantes un peu partout dans le monde développé, ce qui laisse à penser que la solution à l'endettement excessif des économies ne va plus venir d'un cantonnement des charges d'intérêt lié à des taux artificiellement bas mais bien de l'érosion du capital par l'inflation accompagnée d'une hausse concomitante des taux d'intérêt. Si ce mouvement devait s'enclencher, le taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA devrait continuer de progresser au-delà de 3,75 % en ligne avec les taux d'intérêt. Mais dans cette hypothèse, une dynamique d'anticipation à la hausse des loyers devrait s'enclencher et venir modérer l'impact de la hausse du taux de capitalisation sur le prix de l'immobilier, voire l'inverser.

Il reste l'hypothèse d'une sortie de route : la victoire d'un parti populiste aux élections présidentielles avec un programme de sortie de l'Union Européenne. Elle se traduirait vraisemblablement par la crainte d'un ralentissement économique et d'un regain d'inflation mais surtout par l'apparition d'une prime de risque de crédit sur la dette souveraine de la

(1) L'évolution des loyers est très dépendante du taux d'écoulement, rapport de la demande placée de bureaux sur le stock disponible, laquelle est directement liée à l'emploi de bureaux dont l'augmentation s'enclenche à partir de 1,2% de croissance économique.

(2) Niveau des taux d'intérêt à long terme déterminé par la croissance nominale potentielle de l'économie selon la règle d'or de Phelps.

France de l'ordre de 200 points de base qui porterait le taux des OAT à 10 ans à 3 %. L'impact sur le taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA serait de 100 points de base si l'on se réfère à l'analyse menée auparavant. Simultanément les anticipations de revenus locatifs seraient soumises à deux influences opposées : un effet récessif lié au ralentissement escompté de la croissance économique et un effet expansif lié à l'accélération escomptée de l'inflation. Il est à craindre dans ces conditions que la hausse du taux de capitalisation ne vienne impacter directement le prix de l'immobilier et sans délai.

En ce qui concerne les SCPI investies en immobilier d'entreprise, à la réponse plus amortie et plus lente que les bureaux Prime Paris QCA aux mouvements de taux d'intérêt, tout dépend de la pérennité de la prime de risque de crédit. Si elle perdure, leur valorisation sera également impactée. Le rendement plus élevé des SCPI, actuellement de l'ordre de 4,5 %, les protège mécaniquement plus.

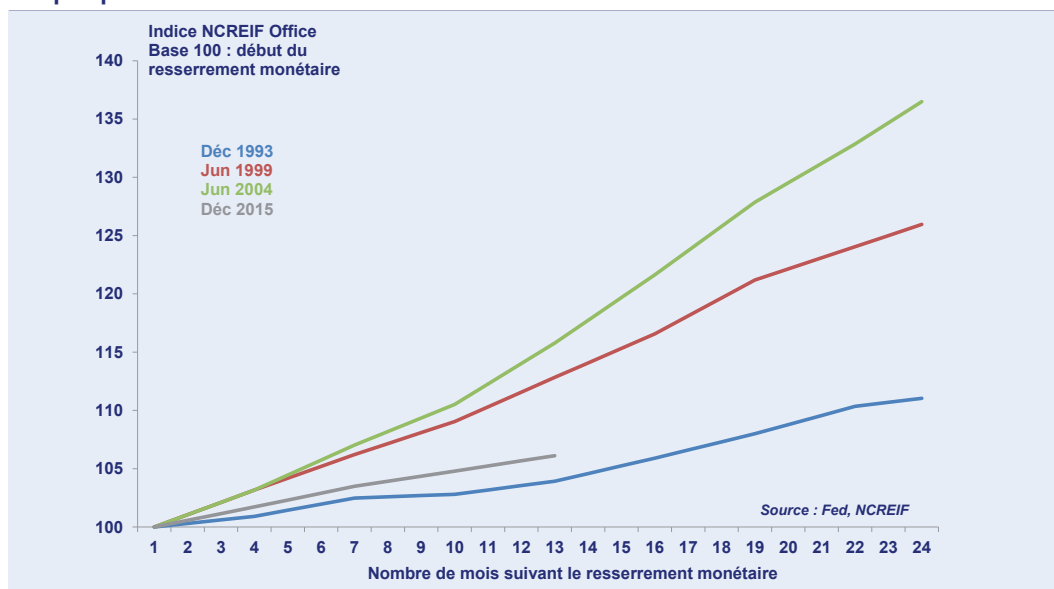
Immobilier et resserrement monétaire aux USA

Les USA sont en avance par rapport à la zone euro sur la normalisation de la politique monétaire et la politique monétaire y est traditionnellement plus réactive. Ce qui est à l'œuvre sur le marché américain peut donc fournir de l'information en mode amplifié sur un déroulement possible des événements en France.

La configuration économique actuelle aux USA motive en effet une poursuite de la hausse du taux des Fed Funds initiée en décembre 2015 : les créations d'emploi continuent de surpasser les anticipations, le taux de chômage recule à 4,7 %, les salaires progressent de près de 3 % sur un an, l'inflation anticipée dépasse le seuil de 2 %. Le programme économique de la nouvelle administration, combinaison de relance budgétaire et de protectionnisme commercial, ne peut qu'exacerber les tensions sur le marché du travail et sur les prix.

Face à cette situation, la crainte des investisseurs est qu'une hausse des taux soit préjudiciable au marché immobilier au même titre qu'au marché obligataire. Mais si l'on se réfère aux quatre périodes de resserrement monétaire initiées par la Fed sur les vingt-cinq dernières années en décembre 1993, juin 1999, juin 2004 et décembre 2015, aucune n'a eu d'impact négatif sur le marché de l'immobilier de bureaux Prime matérialisé par l'indice de performance totale du National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (cf. graphique 7). Dans tous les cas, soit l'inflation accélérerait (1999, 2004 et 2015), soit l'inflation et la croissance économique accéléreraient (1994) ce qui permettait au marché immobilier de s'appuyer sur une anticipation d'amélioration des revenus locatifs pour résister à la hausse des taux d'intérêt.

Graphique 7



Allocation stratégique d'actifs à La Française

Les études académiques montrent que l'allocation stratégique d'actifs est responsable de près des trois quart de la variance de la performance d'un portefeuille diversifié, le complément étant apporté par l'allocation tactique et la sélection active sur chaque classe d'actifs.

La Française couvre un large spectre d'actifs d'investissement : actions et emprunts d'état de pays développés et émergents, obligations d'entreprise de diverses catégories, immobilier de bureaux et résidentiel, Hedge Funds, Private Equity et Private Debt.

C'est grâce à cette large palette d'investissements et à sa capacité d'analyse et de recherche, que La Française propose à ses clients institutionnels une première analyse de leurs allocations stratégiques d'actifs.

Publications éditées par La Française, Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 77 577 020 € - RCS : 480 871 490.

Rédaction : Pierre Schoeffler

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.



LA FRANÇAISE

www.la-francaise.com

128, boulevard Raspail 75006 Paris - France - Tél. +33(0)1 73 00 73 00 - Fax +33(0)1 73 00 73 01