

## Move your Stones !

Il y a quatre ans, le marché immobilier nous voyait un peu comme les «Tournesol» de l'immobilier, plus occupés à écrire des formules en apparence obscures, qu'à s'ancre dans la « réalité » de la pierre. Cette réalité, c'était, en 1999, 50 milliards de francs de pertes avouées dans le seul compartiment immobilier (Source BNS), pour, à notre sens, avoir coupablement compris l'immobilier comme un « truc à part », figé et ...immobile. Quatre ans plus tard, trois mille exemplaires de nos ouvrages vendus, 2 milliards de francs de structurations et transactions achevées, une reconnaissance internationale majeure en poche (Colliers), notre démarche, constante, résolue, presque têtue, n'a pas varié d'un pouce. Tout, chez nous, repose sur un postulat de base, apparemment banal : la valeur immobilière est en mouvement constant, ses paramètres d'influence les plus violents sont toujours discrets. « L'inflation », premier thème de notre STONEPAGE, est une variable essentielle de la mesure d'une performance et un concept d'actualité économique et politique. Nous vous proposerons désormais une lettre trimestrielle, dont la diffusion sera strictement limitée à nos clients et amis, développant un seul thème par numéro, avec l'ambition d'emmener « l'Age de la pierre », si ce n'est au « Moyen-Age », du moins à la « Renaissance ». Bonne année et merci de votre fidélité.

Lorenzo Pedrazzini  
François Micheli  
Philippe Solari

## Sommaire

<i>L'inflation, vieux souvenir ou menace actuelle ?</i> .....	1
<i>Comment l'inflation agit-elle sur l'immobilier ?</i> ...	2
<i>Fiscalité : Fusion et droits de mutation</i> .....	2
<i>Inflation, taux et immobilier : tous corrélés</i> .....	3
<i>Marché genevois des bureaux</i> .....	3
<i>Colliers moves your stones !</i> .....	4

## L'inflation, vieux souvenir ou menace actuelle ?

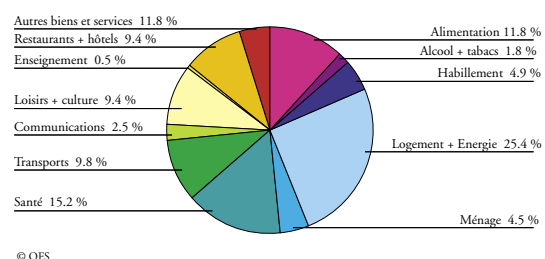
*L'indice des prix est un instrument fondamental du calcul de la performance dans l'investissement immobilier, pas seulement pour corriger le rendement réel des actifs, mais aussi par l'effet « d'auto alimentation » de l'inflation que génère l'immobilier sur ses propres prix. En d'autres termes, les variations des prix immobiliers alimentent leurs propres rendements qui, à leur tour influencent les prix.*

Depuis cinq ans, Suisse et Europe ont officiellement oublié ce phénomène destructeur de valeur qu'est l'inflation, à tel point qu'on entend sans sourciller que les instruments d'économie politique maîtrisent à présent parfaitement la masse monétaire et, partant, les taux d'intérêt. On peut en douter par deux impressions (plus qu'arguments) : en Suisse, d'abord, il est reconnu que, depuis cinq ans, les prélèvements obligatoires ont crû de 50% et que les charges sociales ont augmenté au moins dans la même proportion. L'impôt qui pourrait représenter -15% de la charge des ménages (prélèvements obligatoires au sens large) n'est pas appréhendé ; le panier-type 2003 de pondération de l'indice des prix situe la santé pour 1/7 des dépenses des ménages (graphique pondération du panier-type 2003, source OFS). En Europe, l'introduction de l'euro n'a eu

durables, voire aussi vers l'immobilier. Le « plein de baisses de taux » touchant à sa fin, quel sera l'effet d'une remontée des taux sur le pouvoir d'achat des ménages et, finalement, sur les prix immobiliers ? La réponse pourrait s'apparenter à la situation vécue en Grande Bretagne sous les années Thatcher : les ménages ont massivement acquis de la pierre et, lors de la brusque montée des taux de la livre, ils ont majoritairement conservé leurs biens en économisant ailleurs, gardant leurs immeubles, sous l'angle comptable, à des prix d'acquisition hauts. Le phénomène peut se reproduire partout.

Conclusion : les hausses de loyers et des prix de l'immobilier battent largement et régulièrement le taux global d'inflation publié. En cas de hausse des taux, il n'est pas déraisonnable de penser que le budget « loyer » puisse s'approcher de 30% et non de 15%. Cela étant, il y aurait, sous le seul angle immobilier, un risque important de paupérisation ou de diminution du pouvoir d'achat avec pour conséquence une diminution réelle du ratio de solvabilité des locataires. Ce scénario est probable pour les cinq prochaines années.

Structure globale et pondération panier-type 2003



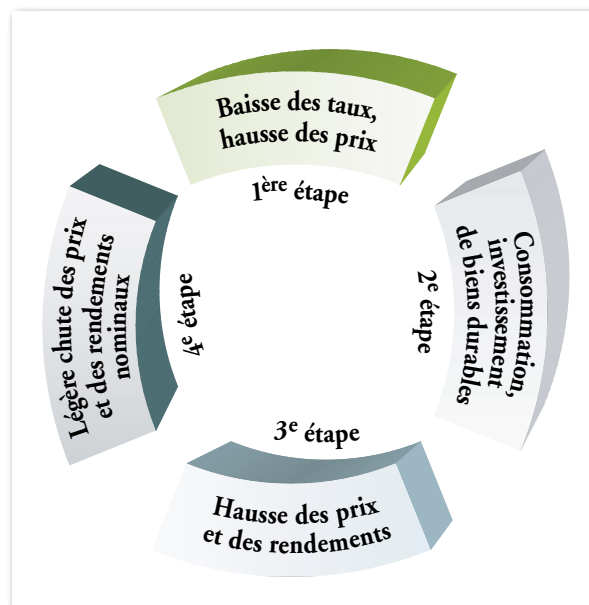
aucun effet marginal inflationniste majeur, les indices de prix ont tous été contenus en dessous de 3%. La question qu'il convient de se poser est de savoir dans quelle mesure la composition des paniers-type et leur évolution correspondent économiquement à la réalité ? Autre phénomène lié : l'effet de la baisse des taux d'intérêt sur la consommation des ménages. La chute des taux hypothécaires, toutes monnaies confondues, fait craindre que les ménages qui ont largement économisé dans leur budget en empruntant moins cher, aient affecté provisoirement la consommation en dirigeant leurs revenus vers les biens non



# Comment l'inflation agit-elle sur l'immobilier ?

On peut distinguer, grossièrement, quatre étapes en cycle ordonné : la **première étape** coïncide avec un sentiment de taux bas durable qui, pour corollaire, annonce une hausse du prix des actifs, dont les actifs immobiliers. Le phénomène influence tant les « vieux propriétaires » endettés, que ceux qui y aspirent grâce à la dette. Le phénomène observé sur le marché américain (1998 – 2003) a « pris » presque deux ans pour devenir un comportement de masse. Là, le marché a été observé sur un échantillon de propriétaires uniquement.

La **seconde étape** a trait à la renégociation des crédits hypothécaires et, simultanément, à un effet de concurrence fort des établissements de crédit. On estime (source Colliers Int.) que les ménages américains ont économisé presque 40% de leur charge locative en tant que propriétaire (le service de la dette), sur des durées de refinancement de 1 à 5 ans, dans cette période. Il n'est pas certain que cette économie se soit



uniquement dirigée vers la consommation, mais aussi et encore vers l'immobilier : rénovations, améliorations ou acquisition d'une

résidence secondaire.

La **troisième étape** résulte des deux premières, à savoir que les prix nominaux de l'immobilier augmentent et, parallèlement, les rendements nominaux augmentent également, non pour des raisons monétaires mais par le tarissement momentané du marché (effet de rareté et lenteur de production de l'industrie immobilière).

La **quatrième étape** coïncide avec un relèvement des taux et une contraction de la masse monétaire ; phénomène attendu mi 2004. Si l'on observe le même phénomène en 1989 – 1991, on constate que les prix nominaux ont certes baissé, mais dans une proportion plus faible que l'inflation ou que la valeur nominale cumulée antérieurement. L'immobilier résiste donc très bien, en valeur nominale, aux corrections ou crash dans un horizon minimum de 10 ans. En valeur réelle, c'est moins sûr.

## Fiscalité : Fusion et droits de mutation

*La nouvelle est d'importance. Au cours de la session d'automne 2003, le Conseil des Etats s'est rallié au point de vue du Conseil national et a décidé d'inclure l'obligation pour les cantons de renoncer au prélèvement des droits de mutation cantonaux et communaux en cas de restructuration. Ainsi, la loi a été adoptée par l'Assemblée fédérale le 3 octobre 2003. Le délai référendaire étant échu le 22 janvier 2004 sans avoir été utilisé, il ne reste qu'à en fixer la date d'entrée en vigueur (en principe, le 1<sup>er</sup> juillet 2004 ; un effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier 2004 n'étant pas exclu par le Conseil fédéral).*

L'article 103 LFus récite : « La perception de droits de mutation cantonaux ou communaux est exclue en cas de restructuration... (fusion, notamment, ndr). Les émoluments couvrant les frais occasionnés sont réservés ».

Toutefois, l'effet de cette exonération n'est pas immédiat. L'article 111, al. 3 LFus prévoit que « L'art. 103 entre en vigueur 5 ans après l'entrée en vigueur des autres dispositions de la présente loi. »

Le but de la LFus est d'améliorer et d'élargir autant que possible la palette des possibilités de changer de forme juridique et de permettre aux entreprises d'adopter une structure juridique optimale en procédant aux restructurations nécessaires.

Avec cette loi, la Suisse réalise, au niveau national, une libéralisation comparable à celle qui a été introduite au sein de l'Union Européenne par la Directive du Conseil du 23 juillet 1990 concernant le régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions, apports d'actifs et échanges d'actions intéressant des sociétés d'Etats membres différents (90-434-CEE).

L'article 33 de la Loi genevoise sur les droits d'enregistrement prévoit, actuellement, que le transfert de biens immobiliers résultant de la fusion ou de l'absorption de patrimoines est soumis obligatoirement au droit de 3%. Aucun référendum n'a été déposé concernant la LFus. A quand la décision du Conseil fédéral (1<sup>er</sup> juillet 2004 ?).

Andrea Russo, Managing Partner, Fiscoconseils



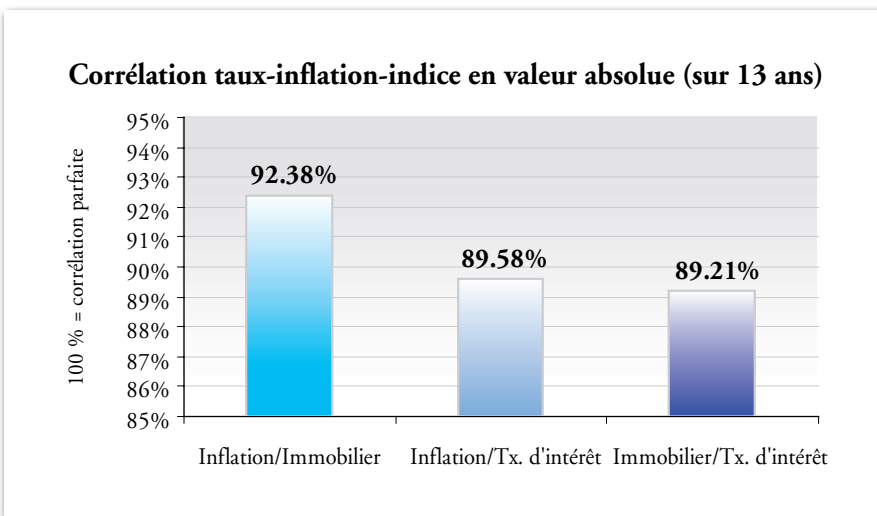
# Inflation, taux et immobilier : tous corrélés

Argumenter que les taux d'intérêt, l'inflation et l'immobilier, sont - les uns par rapport aux autres - des données qui s'influencent et que chacune d'entre elles est à la fois la cause et la conséquence des autres, nous permettrait de démontrer leur interdépendance.

Nous nous restreignons volontairement au marché suisse. Les données d'inflation et de taux sont connues. Reste l'immobilier. Il nous a paru pertinent d'utiliser l'indice suisse des fonds de placement (indice Rüd Blass) sur une durée longue (> 10 ans) et de le confronter aux deux autres paramètres.

Il en ressort que les corrélations, en valeurs absolues, oscillent dans une fourchette comprise entre 92% (inflation/immobilier) et 89% (immobilier/taux d'intérêt). Les corrélations

sont presque parfaites. Sur l'échelle utilisée, 100% (corrélation) supposerait que lorsqu'un paramètre varie, le second suit dans une proportion constante. Nous pouvons obtenir ces proportions en répliquant la notion économique d'élasticité sur nos échantillons. Si la corrélation était parfaite, une augmentation de 0.50% de l'inflation ferait augmenter les prix immobiliers de 2.85%. Pour cette même hausse de l'inflation, le taux d'intérêt devrait, lui, varier de 1.17%. La règle première de l'investissement (immobilier) qui veut que les cours immobiliers baissent lors d'une montée des taux est ainsi fortement nuancée.



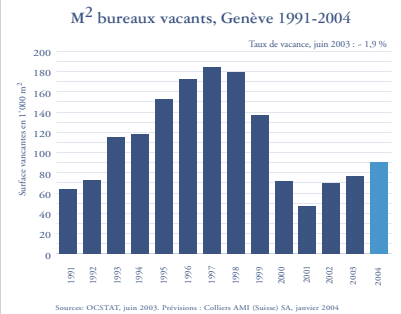
## Vers une augmentation des prix immobiliers

La triple corrélation démontrée dans nos colonnes laisse supposer que si, par hypothèse (forte), l'inflation et les taux devaient s'envoler, une augmentation quasi-certaine des prix immobiliers et des rendements qui leurs sont liés aurait lieu. La question ou l'objet de ce N° 1 de STONEPAGE est de savoir comment calculer la performance réelle de l'immobilier ?

En l'état de notre information, des statistiques disponibles, il est impossible de la chiffrer avec exactitude si l'on admet notre postulat de base, à savoir que l'indice ne reflète pas totalement

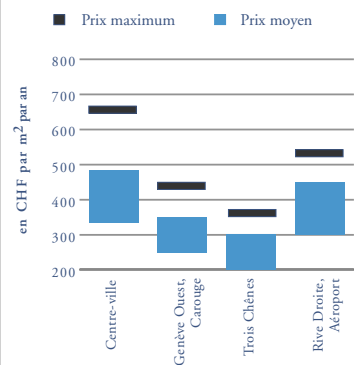
l'inflation réelle. Les règles ne sont jamais immuables, il faut le souligner. La réalité des calculs s'écarte parfois de la réalité du marché, c'est pourquoi il nous faut relativiser la très forte corrélation (92%) entre l'inflation et l'immobilier. En effet, la déflation étant en soi un événement très rare, nos résultats nous feraient augurer une hausse constante de l'immobilier ce qui n'est, nous le savons, pas immuablement le cas. Par exemple, l'indice Rüd Blass a chuté en 1995 et en 2000, alors que l'inflation continuait de monter, ces années-là.

## Marché genevois des bureaux



En juin 2003, l'OCSTAT annonçait un taux de vacance de 1.9% (77'000 m<sup>2</sup> sur un stock de 4 mios de m<sup>2</sup>, hors organisations internationales). Ce chiffre est bien inférieur à celui de Zurich (5.1%, source Colliers Suisse) ou de l'Europe (8.5%, source Colliers EMEA). Pour 2004, nous anticipons une légère hausse du taux de vacance, selon la tendance débutée en 2002.

### Prix des bureaux, Genève janvier 2004



Les valeurs indicatives par secteur géographique doivent être appréciées avec prudence. Nous assistons, début 2004, à une forte demande au centre ville où les prix de bureaux standards oscillent entre 580 et 720 CHF /m<sup>2</sup> équipé, pour des surfaces comprises entre 800 et 1'500 m<sup>2</sup> maximum. Les autres secteurs géographiques demeurent moins demandés.



# Colliers moves your stones !

## Prestige



**Superbe propriété à Prangins, VD**  
 Surface : Parcelle Habitable  
 2'875 m<sup>2</sup> - 900 m<sup>2</sup>  
 Prix : sur demande



**Magnifique villa à Féchy, VD**  
 Surfaces : Parcelle Villa  
 3'560 m<sup>2</sup> 400 m<sup>2</sup>  
 Prix : CHF 4'500'000.-



**Bureaux prestigieux, Vieille Ville, Genève**  
 Surfaces : 2'240 m<sup>2</sup>  
 Prix : CHF 641.-/m<sup>2</sup>  
 Délai : début 2005

## Rendement



**Immeuble de logements à Vernier, GE**  
 Typologie : 15 logements (60 pièces)  
 Prix : CHF 3'650'000.-  
 Rdt brut : 7.3%



**Immeuble mixte à Plainpalais, GE**  
 Typologie : 2 arcades au rdc (90 m<sup>2</sup>, 130 m<sup>2</sup>)  
 19 logements (61 pièces)  
 Prix : CHF 3'640'000.-  
 Rdt brut : 8.0%



**Immeuble de logements à Plainpalais, GE**  
 Typologie : 26 logements (64 pièces)  
 26 parkings intérieurs  
 Prix : CHF 4'500'000.-  
 Rdt brut : 7.91%

## Industriel



**Bâtiment industriel à Villeret, BE**  
 Architecte : Jean Nouvel  
 Surf. brute : 3'420 m<sup>2</sup> + 100 parkings extérieurs  
 Prix : sur demande



**Bâtiments industriels et administratifs à Meyrin, GE**  
 Surf. brute : 6'043 m<sup>2</sup> + ~ 40 parkings extérieurs  
 Prix : CHF 8'600'000.-



**Bâtiments industriels et administratifs à Meyrin, GE**  
 Surf. brute : 2'571 m<sup>2</sup>  
 Prix : CHF 3'100'000.-

## Transactions récentes (décembre 2003)



**Ensemble résidentiel à Lancy, GE**  
 Ancien propriétaire : Association  
 Acquéreur : Fonds immobilier



**Immeuble administratif rue du Stand 25, Genève**  
 Ancien propriétaire : Banque privée  
 Acquéreur : Collectivité publique



**Immeubles administratifs à la rue du Stand 46-48 et Arquebuse 6, Genève**  
 Surfaces louées : 5'139 m<sup>2</sup>  
 Bailleur : Privé  
 Locataire : Collectivité publique