

LES PRIX IMMOBILIERS EN SUISSE ROMANDE

**Evaluations,
marché et contrastes**



1985 - 2005

IMPRESSUM

Editeurs

Colliers AMI (Suisse) SA et BILAN © 2005

Contacts

stonepage@colliers-ami.ch

T +41 22 317 70 00

Auteurs

Bertrand Cavaleri, lic. HEC, DEA Eco. & Fin.

Lorenzo Pedrazzini, lic. IUHEI, HEC,

François Micheli, lic. Droit, dipl.IEI

Collaboration scientifique

Catherine Minel, architecte DPLG-MPQ, ét. IREC (EPFL)

Maquette et graphiques

Christine Gfeller

Illustration

John Siebert, <http://www.jpsdesign.com>

Diffusion et marketing

Stone media / Emmanuèle Tavera van Trigt

Impression

Imprimerie Nationale, Genève

Clôture de rédaction

17 Mai 2005

Commandes

Téléchargement libre sur site web Colliers AMI et Bilan dès le 9 juin 2005

www.colliers-ami.ch

www.bilan.ch

Version papier, CHF 30.-, par stonepage@colliers-ami.ch

Stone page No 3, juin 2005.

Cette étude a été conduite par Colliers Ami Suisse SA. Elle ne constitue pas une analyse financière. Cette observation a pour unique objectif un éclairage original du marché, sans prétention d'anticipation. Des extraits de textes ne peuvent être cités et reproduits qu'avec mention de la source. © 2005, Colliers AMI (Suisse) SA.

SOMMAIRE

CONTENU	N° DE PAGE
Préface	3
Avant-propos.....	5
1. Introduction	9
1.1 Objectif et limites.....	9
1.2 Une Suisse « secrète ».....	9
1.3 Des méthodes et des limites	10
1.4 Le défaut de mémoire	11
1.5 Les bases de l'observation.....	12
1.6 Les enchères comme sources d'information	13
2. Méthode et sources.....	15
2.1 Rappel des méthodes d'évaluation classiques	15
2.2 Rappel des méthodes d'évaluation financières	16
2.3 Méthode du travail.....	16
3. Références.....	19
3.1 Indicateurs macro-économiques.....	19
3.2 Indices CIFI	23
3.3 Taux de capitalisation du SVIT	23
3.4 Références académiques.....	25
3.5 Commentaire	28
4. Portefeuilles observés.....	31
4.1 Fonds de placement immobiliers	31
4.2 Ventes des OPF de Genève.....	40
5. Conclusions	49

REMERCIEMENTS

Prof Tobias Studer (Université de Bâle)
Prof. Philippe Thalmann (EPFL)
M. Riccardo Boscardin (UBS)
M. Serge Courtet (Swisscanto)
M. Arnaud de Jamblinne (La Foncière)
M. Etienne Nagy (Réalité)
M. Michel Ochsner (OPF Genève)
M. Philip Rauh (Crédit Suisse)
M. Bruno de Siebenthal (FIR)
M. Philippe Truan (Solvalor 61)

« la valeur, c'est le beau, l'utile et le durable »¹

¹ Paraphrasant Paul Valéry (à qui nous présentons bien des excuses) « Eupalinos ou l'Architecte », dialogue entre Socrate et Phèdre : « l'architecture, c'est le beau, l'utile et le durable »

PREFACE

LA DOUBLE INCONSTANCE

La notion de prix n'a peut-être jamais été aussi inconsistante qu'aujourd'hui. Pour de multiples raisons, une étiquette sur un produit ne veut plus rien dire. L'ère des télécoms nous a habitués aux équipements high tech dotés de toujours plus de fonctionnalités et donnés gratuitement avec un abonnement. Quant à la dérégulation du transport aérien, elle nous permet de prendre des vols en Europe à des tarifs proche de ce qu'auparavant nous sortions de notre poche pour acheter quelques magazines juste avant d'embarquer. La mondialisation nous permet de nous nourrir, de nous vêtir et de nous meubler à un coût fantastiquement bas.

Reste le toit sur notre tête. Et là qu'il s'agisse d'immobilier d'habitation ou d'investissement, le consommateur lambda se dit que le marché livre un prix à peu près correct. Certes, la valeur des villas et appartements s'est fortement appréciée durant la dernière décennie dans une région comme celle de l'Arc lémanique. Mais les taux sont bas et rendent plus accessible la propriété. De plus, les objets sont rares car toute une série de conditions bien connues ne permettent pas de faire correspondre offre et demande pour agrandir le parc actuel. Associez ces éléments au phénomène sociologique du Suisse soi-disant éternel locataire qui se découvre une âme de propriétaire et vous avez tous les leviers qui expliquent que le principal indicateur d'un marché s'apprécie.

Mais cela suffit-il à comprendre le prix de la pierre ? A la première inconstance, celle d'une notion qui ne correspond plus au produit de l'exacte rencontre entre l'offre et la demande, il faut en rajouter une autre: le désert suisse en matière de données statistiques. En France, quand un journaliste ou un chercheur a besoin de données, il contacte l'INSEE, l'institut national spécialisé, et trouve en général ce qu'il cherche. Aux Etats-Unis, les mêmes reçoivent une profusion de chiffres qui viennent de nombreux organismes publics ou privés qui peuvent par exemple vous dire aux «cents» près combien a été investi dans les fonds de placement immobiliers la semaine dernière.

En Suisse, il faut s'adresser à l'Office fédéral de la statistique qui a – peut-être – réalisé une étude sur le sujet qui se basait, lorsqu'elle a été publiée, sur une période déjà vieille de plusieurs années. Ne reste alors qu'une alternative à celui qui traque l'information: les fonds de placement immobiliers, qui sont de par la loi tenus de publier chaque année, les évaluations et les mouvements, achats et ventes, de leur portefeuille immobilier. Aujourd'hui, toutes les études et enquêtes sérieuses qui tentent de réduire l'opacité d'un marché méritent d'être soutenues. C'est le sens du support apporté par Bilan au rapport que vous tenez entre vos mains.

Stéphane Benoit-Godet

Rédacteur en chef adjoint, **BILAN**

AVANT-PROPOS

L'éternelle question du pouvoir de prédiction de l'analyse financière ou de l'expertise immobilière ne trouve jamais de réponse immédiate en économie. Le recours à un expert ne constitue pas plus une assurance absolue contre les prix. Se tromper sans tromper, c'est un peu vivre les marchés et y survivre.

A cet égard, le Wall Street Journal relevait en avril dernier que les actions recommandées à la vente, en 2001, se sont bien mieux comportées depuis lors que celles que les analystes notaient « neutres » ou recommandaient « à l'achat ».²

Cette systémique de l'erreur est évidemment intégrée par les marchés car personne ne croit aveuglément au pouvoir divinatoire de l'analyse. Si cela est vrai dans les marchés dits efficients, qu'en est-il de ceux qui ne le sont pas, comme l'immobilier?

Finalement, qu'est-ce que l'immobilier? Parler d'immobilier, c'est recourir le plus souvent à l'amalgame, en confondant des catégories distinctes (logements, bureaux, commerces, industries...) et leur mode de détention, le tout dans une confusion sémantique qui suggère que "parler d'immobilier" – discipline où chacun a son mot – équivaut finalement à ne "parler de rien". La discipline de l'analyse ne suffit donc pas.³ Il est nécessaire d'observer attentivement le marché pour le comprendre, si possible au-delà de ses cycles. Encore faut-il avoir accès à la matière de l'observation. C'est là où toute la difficulté réside.

La "Suisse immobilière" se caractérise par une opacité telle que tout investisseur sensé ne devrait pas y placer un sou, en théorie. Rien, il n'y a rien qui permette de recenser, avec un minimum de discipline, de manière coordonnée, crédible et synthétique, le comportement des prix sur plus de cinq ans.

C'est évidemment frustrant. Dans tous les cas surprenant, dans un pays qui brasse, bon an mal an, près de quinze milliards de transactions, et presque autant d'hypothèques.

² Zacks Investments Research, NY, 2005.

³ L. Pedrazzini, « L'évaluation des actifs immobiliers », Georg, Genève 1998 et L. Pedrazzini & F. Micheli, (version en langue française) « Le prix des immeubles, 10 cas pratiques », Georg, 2000.

Nous nous sommes ici partagé « à trois mains » un travail de bénédictins, – presque de trappistes, pour l’incertain du résultat – qui a consisté d’abord à convaincre nos interlocuteurs de nous prêter une information quasi secrète, confidentielle pour tout le moins, plus par réflexe que par dessein.

Ce souci de discrétion, propre au marché indigène, n’est-il pas la preuve de l’entretien volontaire de son opacité ? Les investisseurs anglo-saxons, par exemple, ont pris l’habitude de livrer, sans autre pudeur, faits et données aux analystes et statisticiens.

On les envie.

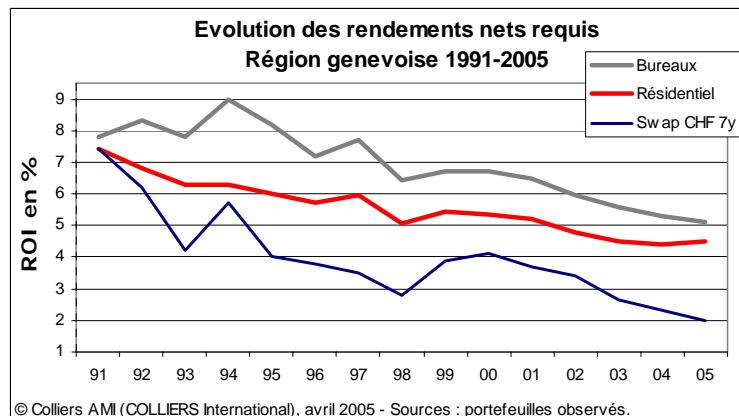
Il n’en demeure pas moins que, sur plus de deux mille immeubles observés, pour les plus anciens vingt-cinq fois (sur vingt-cinq ans), les mille immeubles que nous avons retenus illustrent fidèlement les tendances que nous avons observées partout.

S’il y a un message à retenir de ce travail, c’est celui de la difficulté de l’évaluation, dans un constat global finalement rassurant : les experts suisses ont toujours opté pour un principe de prudence et « lu » l’immobilier au-delà des cycles. Le long terme leur a donné raison. Le court terme leur a souvent donné tort.

L’ampleur des erreurs d’évaluation est, par contre, spectaculaire. Les systèmes d’analyse sont peut-être en cause. L’expert voit l’objet qu’il évalue dans un environnement trop étroit, souvent et vulgairement dit « le nez dans le guidon ». Les paramètres du marché immobilier résident en grande partie dans des variables qui n’ont rien à voir avec l’immobilier stricto sensu. En quoi les prix du pétrole influencent-ils les prix immobiliers ? La question n’est ni futile ni simplement provocatrice. Il y a une influence certaine de paramètres macro-économiques, parfois les plus saugrenus. Ainsi devrions-nous comprendre que l’acte d’évaluation transgresse souvent la matière qu’il expertise. Un actif ne vaut jamais pour lui-même.

Le passé est ce qu’il est. Quant au pouvoir de prédiction, la lecture du graphique qui suit, par exemple, ne devrait pas affoler l’analyste.

Graph. I :
2005 : Avis de
tempête ?



On y voit⁴ que les taux de rendement requis s'effritent régulièrement depuis quinze ans, que les primes de risques finissent par se confondre sans grande nuance.

En comparant les années 1993 et 1997, par exemple, le marché ne semble plus dissocier les risques du segment des bureaux de celui de l'habitation, réputé plus stable.

Est-ce à dire que l'on achète deux fois plus cher en juin 2005 qu'il y a quinze ans ? L'expertise a-t-elle un rôle à jouer dans les périodes d'euphorie ?

Voilà l'illustration d'une aberration économique que le marché semble ignorer.

Il peut se le permettre, il a toujours raison.

⁴ Base : les prix immobilier en Suisse romande et portefeuille d'asset management Colliers Suisse.

I. INTRODUCTION

I.1 OBJECTIF ET LIMITES

L'idée de départ de notre projet fut d'identifier sur une longue durée (au moins vingt ans) le plus large échantillon possible d'immeubles pour lesquels il pouvait exister une expertise régulière. En d'autres termes, même sans transactions, nous devons pouvoir confronter des valeurs (d'expertises) et les observer année après année, pour les opposer à des transactions réelles, si possible comparables, et en vérifier la précision.

Une observation n'est jamais une conclusion. Loin de nous l'idée d'imposer un jugement de ce qui fut – sur presque une génération – dit, écrit, évalué, payé, gagné ou perdu. Nous ne serons jamais des donneurs de leçons puisque, de facto, nous-mêmes contribuons et peut-être amplifions les erreurs que nous commenterons ici.

Cela étant, l'observation sera essentiellement factuelle. Elle portera sur la confrontation de l'analyse (ou de l'expertise immobilière) à la réalité du marché, sur la difficulté systématique de corrélation de l'expertise par rapport aux prix du marché, par conséquent sur l'anticipation du niveau des prix.

Confrontés à la petite quantité des sources, à leur relative qualité ou à leur faible degré de fiabilité, à leur discontinuité, souvent, nous avons dû écarter de nos échantillons le quart du portefeuille identifié, pour en retenir les exemples les plus probants et, surtout, accepter d'observer des périodes plus courtes.

Nous ne prétendons pas ici illustrer tout le marché. L'hypothèse de notre travail est que l'offre et la demande se sont sous doute comportées de manière parallèle à nos observations et que, de ce fait, nos illustrations peuvent être considérées comme significatives.

I.2 UNE SUISSE « SECRETE »

Il est très délicat de comprendre pourquoi, comment et surtout quand les phénomènes de mouvements forts du marché – bulles ou dépressions – peuvent se produire et il est presque impossible de s'en faire une idée dans le long terme. Le « long terme », c'est une génération au moins, et c'est l'ambition (temps) de ce travail.

A défaut de cet effort de compréhension, il faudrait se résoudre à l'intuition, peut-être à la mémoire factuelle, à une tradition approximative, mais sans systématique particulière.

Ce serait une attitude confortable et coupable.

La Suisse « immobilière » se singularise par ce que l'on nomme en économie et en finance « l'inefficience maximale »⁵, à savoir la pauvreté, voire l'inexistence de l'information à disposition, donc la quasi absence d'outils positifs de référence ou de décision, comme dit plus haut.

Cette difficulté est amplifiée pour le marché suisse romand, sous-ensemble d'un marché national hétéroclite, segmenté géographiquement et culturellement, limité par son accès (international), fragmenté de surcroît par sept cantons et deux pôles économiques.

Les indices (ILB www.colliers-ami.ch) que nous publions régulièrement pour quatre cantons contigus nous étonnent toujours. En quelques kilomètres carrés, on a l'impression de traverser quatre continents, tant les particularités locales sont divergentes, parfois contraires.

Chaque année, pourtant, des francs immobiliers s'échangent sur nos alpages. L'inefficience du marché n'est donc pas un frein. C'est une résignation.

I.3 DES METHODES ET DES LIMITES

Les méthodes d'analyse des actifs immobiliers sont autant de témoins historiques de l'appréhension ou la compréhension de cette « matière première » immobilière.

Le comportement plus ou moins uniforme des acteurs du marché finit par devenir la règle, le consensus, donc « Le Marché », même s'il est économiquement erroné.

⁵ Un marché est dit "inefficient" lorsque l'information ne circule pas parfaitement et les biens échangés ne sont pas homogènes.

Pensons aux tendances méthodologiques d'évaluation – dont l'influence sur les valeurs et les prix n'est pas neutre – dont on peut schématiquement distinguer deux périodes :

- › Jusqu'à 1993 prévalaient les méthodes dites « statiques » (comparatives, intrinsèques ou de capitalisation). L'immeuble était supposé perpétuer ses qualités, éternellement, dans une approche où valeurs, coûts et prix seraient des synonymes exacts.
- › Dès 1994, sous l'influence conjuguée de l'entrée de nouveaux acteurs (étrangers) et la gestion bancaire de la crise immobilière, les méthodes financières classiques (NAV, DCF, PER)⁶ furent introduites pour les grands portefeuilles, dans une discipline méthodologique que la Suisse finira par peut-être par imposer par une loi, comme en Allemagne.

On a donc évolué de la photographie (statique) au cinéma (dynamique), avec les mêmes chocs culturels, les mêmes disputes sémantiques et les mêmes effets pour toute matière dont l'évidence serait remise en cause.

Ces deux périodes, leurs approches et le comportement des acteurs se lisent parfaitement dans les illustrations qui vont suivre.

Cependant, le marché écoute dans une mesure très limitée le conseil et l'analyse, sans doute parce que l'évaluation est une discipline des plus complexes qui ne peut faire fi de l'ensemble des sciences humaines, de l'histoire à la psychologie.

1.4 LE DEFAUT DE MEMOIRE

Si chacun se trompe (économiquement) uniformément, par l'adhésion moutonnaire à une pratique ou un comportement, le marché incorpore plus ou moins consciemment une erreur standard que seule la conjonction aléatoire de variables peut révéler.

C'est ce qui s'est passé il y a quinze ans (1990) : forte remontée des taux d'intérêts, mesures politiques contraignantes (AFU⁷), affaiblissement du pouvoir d'achat réel, montées inflationnistes..., quatre imprévus d'un seul coup, ce fut beaucoup.

⁶ NAV = Net Asset Value, DCF = Discounted Cash Flows, PER = Price Earning Ratio.

⁷ Arrêtés Fédéraux Urgents : limitation ponctuelle des transactions immobilières.

Mais avant – et quinze ans, c’est déjà une éternité – que s’est-il passé ?

I.5 LES BASES DE L’OBSERVATION

Deux tiers des immeubles auxquels nous nous référerons ici sont intégrés dans des fonds de placement immobiliers cotés. Ces instruments d’investissement incorporent un certain nombre de qualités dont :

- › Leur ancienneté ;
- › L’importance des portefeuilles ;
- › Leur cadre juridique ;
- › Leur continuité comptable ;
- › Leur continuité d’évaluation ;
- › La stabilité des portefeuilles ;
- › L’homogénéité de leur composition ;
- › Leur forte présence en Suisse romande ;
- › Une obligation de publication.

Outre les fonds, dont nous pouvons lire l’évolution dans le temps (y compris ceux qui furent entre-temps liquidés, fusionnés ou autrement malmenés) les portefeuilles privés ont confirmé tous les enseignements lus précédemment, tant sous l’angle de l’évaluation (la plupart fut et est toujours détenue sous forme de SA, donc suppose une révision si ce n’est stricte, du moins pérenne) que sous celui des transactions.

Qu’importe l’instrument ou le vecteur de placement (détention directe ou indirecte), la valeur expertisée des immeubles, nous le verrons, suit une courbe presque uniforme.

Cependant, se limiter à des portefeuilles pour lesquels les ventes ne sont qu’un phénomène accessoire (les fonds), n’était pas pertinent.

Comment illustrer les périodes d’euphorie ou dépression, l’amplification des prix, dans ces moments-charnière, sans se référer à des transactions réelles ?

I.6 LES ENCHERES COMME SOURCES D'INFORMATION

Le Canton de Genève publie les transferts immobiliers (parties, prix...) depuis près de dix ans. Les Offices des Poursuites et Faillites (ci-après « les OPF » ou « les offices ») publient quant à elles les estimations (ou les expertises sollicitées par elles, conformément à la loi).

Il y a là une matière d'observation précieuse pour notre exercice, quoique sur ce point, nous devons admettre une entorse à la définition de la valeur vénale (transfert de propriété entre deux parties correctement informées et consentantes, hors circonstances particulières). En effet, la vente forcée est « une circonstance particulière », pour le moins.

Le mérite de ce type d'achats ou de ventes est de livrer une information que l'on n'a pas ailleurs : l'évaluation d'abord, comme indication de valeur, la vente forcée, ensuite, comme confirmation ou infirmation de ladite valeur. Entre-deux, il y a l'erreur d'analyse car le marché, dans une économie libre, a toujours raison.

Pour autant que l'on corrige ce que l'on pourrait appeler les « faux transferts » (reprises de créances par les créanciers, portages ou accords particuliers), l'observation de plusieurs centaines de transactions, dans la durée, se révèle précieuse.

Cela constitue, in fine, une base de portefeuille significative et cohérente, bien qu'atypique. Il nous a semblé que cet échantillon « commercialement » homogène, pouvait livrer un enseignement pertinent à condition de savoir le lire.

Par la taille des ensembles considérés et le temps appréhendé, il y aura ici d'un côté l'illustration d'actifs stables (les fonds de placements) et de l'autre celle d'actifs volatiles (les ventes forcées); pour les uns, des évaluations que l'on peut confronter à des variables macro-économiques, pour les autres, des expertises que l'on peut confronter à des prix.

2. METHODE ET SOURCES

2.1 RAPPEL DES METHODES D'EVALUATION CLASSIQUES

Relevons que l'évaluation n'est pas en Suisse une « discipline » répondant à des règles et critères précis, contrairement à la pratique internationale, notamment anglo-saxonne (par exemple le "blue book" des experts européens ou le "red book" des RICS; ces gens aiment les couleurs!).

Jusqu'en 1995, prévalaient trois méthodes, de la plus utilisée à la plus périphérique :

- › La méthode du rendement perpétuel, consistant à capitaliser le rendement courant d'un immeuble par un taux plus ou moins corrélé aux taux hypothécaires du lieu ;
- › La méthode comparative, confrontant, tant que faire se peut, un actif à un autre, si possible analogue ou voisin, objet d'une transaction pour le mieux récente ;
- › La méthode intrinsèque, consistant à estimer le coût de reconstruction à neuf du bâtiment diminué d'un taux de vétusté et d'obsolescence (décote de vieillesse), le tout additionné à la valeur de marché probable du terrain.

De ces trois pratiques presque coutumières, reposant plus sur l'expérience de l'expert (qui anticipe un résultat, car on évalue toujours dans une intention précise) que sur la rigueur scientifique, la première fut la plus massivement appliquée. Elle a pour mérite une grande simplicité et pour faiblesse la confusion des bases de calcul : état locatif, rendement brut ou net.... ? Cette approche succincte permet, il est vrai, de se « faire une idée ». C'est un test pratique, largement appliqué dans la révision, par exemple, non comme démonstration de valeurs immobilières individuelles, mais comme test de plausibilité de la valeur de grands ensembles dont les extrêmes s'équilibrent.

On y voit un certain nombre de faiblesses dont, notamment, la formation du taux de capitalisation, dans ses composants de coûts : capital et prime de risque(s). Mais c'est un autre débat.

2.2 RAPPEL DES METHODES D'EVALUATION FINANCIERES

Contrairement aux méthodes classiques dont le danger résidait dans la possible confusion entre prix, valeurs et coûts, les méthodes financières (il y en a plusieurs, toutes convergentes) ont considéré l'immeuble comme un actif financier « normal », sans discrimination d'approche, qu'il fût mobilier ou immobilier.

Il s'agit ici d'anticiper le futur, et non de photographier une situation à un moment donné, en simulant une variation du cash flow que génère ou subit l'immeuble. Cette approche est toujours plus sévère et fouillée que celle des méthodes classiques. Elle a tendance à réduire la valeur théorique des biens⁸ par souci de prudence.

La formule actuarielle (simple) de l'approche est devenue l'icône de l'expert financier. Pour rappel, nous n'y résistons pas :

$$VA = \sum_{n=0}^{\infty} \left[Flux_n / (1 + WACC)^n \right]$$

N.B. : VA = Valeur Actualisée (valeur aujourd'hui d'un flux futur)

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* ou coût moyen pondéré du capital (exigence de performance compte tenu de la structure de financement dettes-fonds propres)

C'est d'ailleurs, à l'heure de ces lignes, la tendance (forte) que les experts sont invités à suivre, tant par les normes internationales des associations immobilières que par les normes comptables IAS-IFRS⁹ avec un danger majeur : l'expertise immobilière n'est pas qu'un calcul financier.

2.3 METHODE DU TRAVAIL

Les méthodes d'évaluation classiques ont été appliquées sur la presque totalité (92%) des portefeuilles étudiés par les experts qui les évaluaient. Tel est notre constat. Il n'a donc pas été possible, pour nous, d'en répliquer d'autres, même dans une logique de test et de comparaison.

Du moment où il fut constaté que le taux de capitalisation était le moteur principal de l'évaluation, nous l'avons confronté à un certain nombre de variables, pour tenter d'en comprendre la logique et la construction.

⁸ Citons, sans commentaire particulier, les soubresauts des correctifs de valeurs de plusieurs fonds cotés qui, récemment (à notre avis avec justesse) ont appliqué la méthode DCF à l'évaluation de leurs actifs, dépréciant d'un exercice à l'autre les valeurs d'inventaire de près de 20%.

⁹ IAS : International Accounting Standards ; IFRS : International Financial Reporting Standards. Normes de comptabilité internationales impérative en Suisse pour toutes les sociétés cotées en bourse.

2.3.1 Mesures et variables

› Le taux d'intérêt

Il a fallu retrouver ou reconstruire un historique (long) des taux. Nous avons retenu depuis 1988 le taux long terme du CHF (SWAP 7 ans), et pour la période antérieure, les taux hypothécaires de référence.

› Le taux de capitalisation

Le taux de capitalisation brut a été une donnée mesurable constante dans le temps, tant de la part des créanciers que des fonds immobiliers. Nous nous y sommes conformés, confrontant nos résultats à trois autres variables macro-économiques (taux d'intérêt, PIB, inflation). En théorie, le taux de capitalisation dépend directement du prix de l'argent.

› Le taux d'inflation

L'inflation et ses mouvements sont théoriquement intégrés dans les taux d'intérêt – sauf période de déflation (1981-1982) – et, partant, compris dans le taux de capitalisation appliqué année après année. C'est une variable explicative des prix, si l'on veut bien reconnaître comme exacte la composition des indices des prix, ce qui n'est pas notre cas (Stone Page No1).

› Le taux de croissance (PIB)

La dernière variable observée, le Produit Intérieur Brut, mesure la croissance de l'économie. Ses variations quantifient le comportement de consommation des ménages et des industries, y compris l'immobilier. Il est évident que PIB, inflation et taux d'intérêts sont corrélés. Ici, même reproche que pour l'inflation : peut-on comprendre les variations du PIB comme des indicateurs fiables de création de richesse ? Y incorporer les frais de la santé comme flux de richesses, par exemple, n'est pas très révélateur d'une croissance. Autre(s) débat(s).

2.3.2 Précisions

Notre analyse s'est évidemment limitée aux immeubles, actifs de référence, et non aux fluctuations des valeurs nettes des parts des fonds de placement.

Pour ce qui est des transactions opérées dans le cadre de ventes forcées, il nous a été loisible de consulter en détail toutes les expertises et d'en apprécier la méthode et la précision.

Les évaluations y sont de rédaction récente (par rapport à la date des ventes) et l'on peut espérer que l'expert (confronté à une double responsabilité : vis-à-vis du débiteur, d'abord, du créancier, ensuite) ait tenu systématiquement compte de l'environnement particulier du moment, toujours inopportun, des ventes.

L'indépendance de l'expert est prépondérante. Il est délicat d'apprécier sereinement un actif dans une procédure judiciaire. Toute erreur équivaut à une perte certaine : au détriment du débiteur ou du créancier, plus souvent des deux à la fois. L'expertise destinée aux Offices des Poursuites et Faillites est l'une des plus complexes qui soient, la liquidité du marché ne pouvant qu'être estimée et non mesurée.

2.3.3 Durée et moments de l'observation

Une trop grande attention à la crise des années 1989-1997 n'aurait pas été satisfaisante.

Cela doit être admis comme une faiblesse de l'observation. Plus on s'éloigne dans le temps, plus l'information se rétrécit et les paramètres d'influence sont délicats à interpréter.

Confronter une durée longue (le segment des fonds) à des périodes plus limitées (ventes des OPF) n'est cependant pas contradictoire. L'observation ponctuelle peut étayer ou limiter, expliquer ou diffuser des tendances observées dans le long terme, puis permettre de simuler la valeur de liquidation à un moment donné.

En d'autres termes, les variations réelles des prix peuvent étayer des simulations de ventes d'immeubles (qui ne sont pas à vendre), en précisant le niveau de l'évaluation, par la probabilité que le marché y adhère ou non.

3. REFERENCES

Parallèlement à notre observation, nous avons recouru aux principales statistiques macro-économiques et sectorielles classiques ainsi qu'à plusieurs travaux académiques. Relevons qu'il existe une trentaine d'études économiques de référence ayant trait à l'immobilier, en Suisse. Toutes ou presque aboutissent à la même conclusion : les corrélations évidentes sont confirmées, a priori. La difficulté réside toujours dans l'importance de l'échantillon observé, dans la fiabilité des sources.

3.1 INDICATEURS MACRO- ECONOMIQUES

Les premières références de comparaison sont les indicateurs de marché, agrégés au niveau national. On pense ici, plus particulièrement :

- 1) au taux d'intérêt (dans notre analyse, le taux swap CHF à 7 ans), représentant le prix du temps ;
- 2) au Produit Intérieur Brut (PIB) exprimé en termes réels (soit corrigés de l'inflation) représentant la production annuelle théorique de richesse ;
- 3) au niveau général des prix (ISPC¹⁰) qui incorpore et modélise l'inflation.

3.1.1 Constatations générales

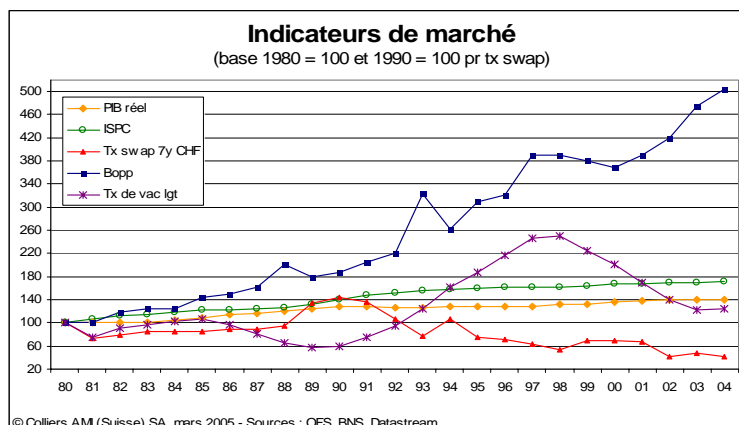
On considèrera dans ce chapitre l'évolution des trois paramètres ci-dessus en les mettant en rapport avec :

- 1) le taux de vacance des logements en Suisse, représentant un indicateur de pénurie ;
- 2) l'évolution de l'immobilier à l'aide de l'indice Bopp-Rüd Blass des fonds immobiliers suisses¹¹.

¹⁰ ISPC : Indice Suisse des Prix à la Consommation.

¹¹ Nous avons porté notre choix sur l'indice Rüd Blass (ex-Bopp) plutôt qu'un autre en raison de sa disponibilité sur le long (voire très long) terme (la série Bopp-Rüd Blass commence en février 1960). L'indice Bopp-Rüd Blass mesure la performance des fonds immobiliers suisses. Il est pondéré sur la fortune nette de 10 fonds (parmi les plus importants de Suisse) le composant. Pour plus d'informations : www.ruedblass.ch.

Graph.2 :
Evolution des
indicateurs
(1980-2004)



En vingt-cinq ans, le coût de la vie a augmenté de 72% et le PIB de 140%. La création réelle de richesse serait donc de 68%. Tout cela correspond à une moyenne d'inflation de 2.1% par an, contre une moyenne de croissance nominale du PIB de 3.6%. Dans le même temps, la valeur des fonds immobiliers a quintuplé. On pourrait en conclure que la Suisse « fabrique » bon an mal an environ 1.5% de richesse et que le pouvoir d'achat des ménages augmente d'autant, pendant que l'immobilier titrisé¹² quadruple sa valeur réelle.

L'indice des fonds immobiliers a connu une progression impressionnante et plutôt régulière. Il n'a reculé que durant 4 exercices sur 25 (1989, 1994, 1999 et 2000).

Il est également intéressant de remarquer qu'à chaque fois que cet indice a connu une progression annuelle supérieure à 20%, une correction de moitié intervenait si ce n'est l'année suivante, en tous cas dans les trois ans¹³.

La forte progression de ces dernières années laisserait donc entrevoir, en théorie, une sévère correction des cours, hors variables exogènes dont la principale, probablement, est plus psychologique que raisonnée : l'immobilier est une valeur refuge, à défaut ou faute de mieux. Ce faisant, le soutien continu de la demande, confronté à la stabilité quantitative de l'offre, peut représenter un gage de stabilité des cours.

¹² Par titrisé, nous entendons l'immobilier détenu sous forme indirecte, représenté par des titres négociables, et non issu de titrisations au sens international (double détention via un Special Purpose Vehicle, obtention de rating et placement du passif et de l'actif...).

¹³ Exemples : 1988, progression de 24% -> 1989, correction de -11% ; 1993, progression de 46% -> 1994, correction de -19% ; enfin, 1997, progression de 22%, correction de 6% de 1998 à 2000.

Comme le taux de vacance des logements reste faible (<2%) tout au long de la période d'observation, l'amplitude de son influence sur l'immobilier – dont les variations de l'indice Rüd-Blass sont généralement consécutives – est évidemment impossible à déterminer.

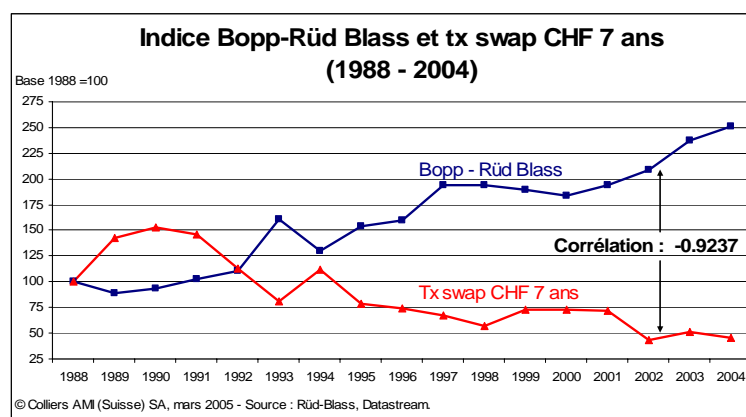
De même, au niveau de leur influence sur l'immobilier, les variations du PIB réel semblent peu pertinentes car généralement faibles d'une année à l'autre. Sur les 25 années observées, seules deux progressions annuelles dépassaient 4% en valeur absolue. En outre, 60% des variations annuelles du PIB réel entre 1980 et 2004 restent comprises entre -2% et +2%.

3.1.2 Evolution comparée des taux d'intérêt et cours

La relation entre les taux d'intérêt et l'immobilier saute aux yeux lorsque l'on considère que l'indice Bopp-Rüd Blass a réagi négativement – et de manière immédiate – à chaque hausse importante du taux swap. Ce fut le cas lors de la crise immobilière de 1989, puis à nouveau en 1994 et en 1999.

La corrélation taux d'intérêts – fonds immobiliers est révélatrice : 92.3 (corrélation de 100 = corrélation parfaite, 1:1).

Graph.3 : Taux d'intérêt et immobilier



Entre 1988 et 2004 (graphique 3), la corrélation entre ces deux indicateurs est donc impressionnante. Dix-sept exercices comptables constituent une base historique significative. On devrait pouvoir s'y fier.

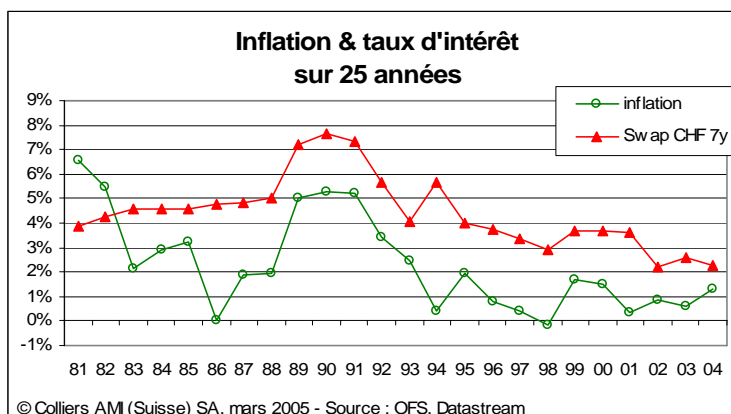
Cela suppose que lorsque le taux d'intérêt augmente (durablement) de 1%, il y a 92.3 % de probabilité que l'immobilier chute de 15 à 20%¹⁴ dans les investissements directs et de 6 à 8% dans les investissements indirects.

Et réciproquement, lorsque le taux baisse. Sa marge (2005) est basse, quoique nul ne puisse encore préjuger d'une tendance forte. On pourrait connaître durablement chez nous une "japanisation" des taux, compte tenu de la faible dynamique de l'économie, des déficits publics, du niveau d'endettement des ménages et de l'effet dangereux de richesse qui en découle...

3.1.3 Evolution comparée de l'inflation et du taux d'intérêt

L'observation du rapport « inflation – taux d'intérêt » (graphique 4) est très prévisible, en ce sens que les taux d'intérêt (en dehors des exercices 1981 et 1982) incorporent toujours la composante inflationniste en servant le capital d'un taux de rendement réel positif¹⁵.

Graph.4 :
Inflation et
taux d'intérêt



La courbe des taux d'intérêts suit de très près l'évolution de l'inflation (particulièrement entre 1987 et 2000). L'écart moyen entre inflation et taux d'intérêt – soit le taux d'intérêt réel moyen – est de 2.12% entre 1981 et 2004. On notera toutefois que cet écart était inférieur à 1% (0.70% très exactement) en 2004.

Ce déséquilibre actuel devrait conduire – en théorie toujours – à une hausse (de ce seul fait) des taux d'intérêts (+ 142 bp) sur une base statistique, donc à une diminution mécanique des valeurs immobilières.

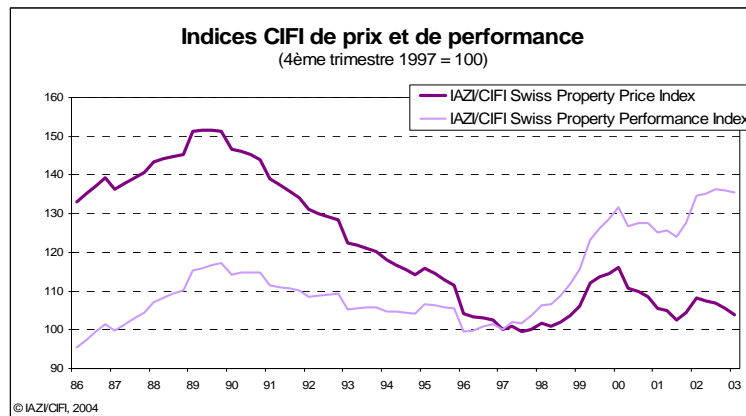
¹⁴ Le calcul est sommaire et peut être entrepris aisément, en fonction de la structure du capital (fonds propres-dettes). Il procède d'une double "règle de trois". Admettons 20% de fonds propres, quelle est l'influence sur le rendement d'un renchérissement de 1% sur le coût de la dette? Les fonds sont peu exposés (en moyenne 33% d'endettement sur les valeurs d'inventaire), contrairement aux sociétés cotées à la bourse suisse (75%), voire aux fonds immobiliers internationaux (>90%), ces deux derniers produits étant plus des véhicules financiers qu'immobiliers.

¹⁵ Le taux de rendement réel est égal à la différence entre le taux d'intérêt et l'inflation.

3.2 INDICES CIFI

Le CIFI¹⁶ compose et publie des indices (de prix et de performance) pour l'immobilier d'habitation, principalement. Ces indices sont basés sur des transactions immobilières effectuées en Suisse, aux conditions du marché et sur de très larges échantillons.

Graph.5 :
Indice CIFI de
prix et de
performance



Selon le graphique 5, la courbe de l'indice de prix (en gras) indique que le marché suisse du logement des 20 dernières années a connu un extrême en 1990 et qu'il n'a cessé de chuter jusqu'en 1998 (correction) pour se ressaisir un peu par la suite.

A notre avis, le marché romand de l'investissement immobilier ne s'est pas tout à fait comporté de la même façon que l'immobilier d'habitation suisse, durant cet intervalle. Le plus fort de la crise devait se situer en 1994 (soit quatre ans plus tôt qu'on ne peut le lire sur le graphique). D'autre part, le niveau de prix du marché actuel nous semble plus élevé qu'en 1996.

3.3 TAUX DE CAPITALISATION DU SVIT

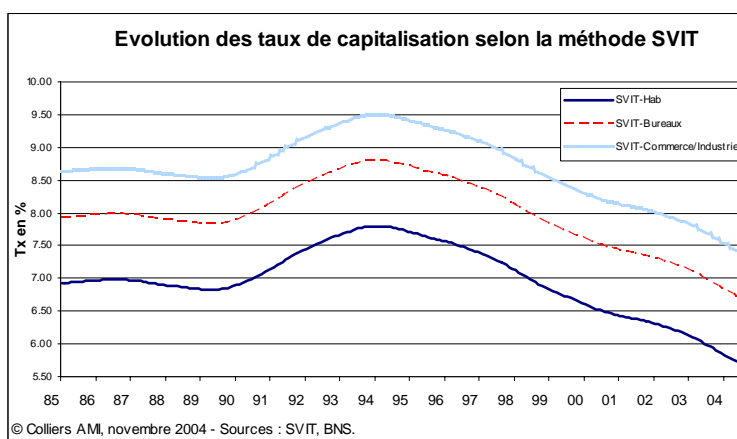
Les taux de capitalisation illustrés sur le graphique 6 correspondent à des taux de rendement brut moyens par catégorie d'immobilier calculés à partir de la méthode préconisée par le SVIT¹⁷. Cette méthode se base sur la moyenne des taux hypothécaires suisses sur 5 ans augmentée de plusieurs facteurs tenant compte des spécificités des biens immobiliers.

¹⁶ CIFI (Centre d'Information et de Formation Immobilières SA) ; IAZI (Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien AG) en Suisse alémanique.

¹⁷ SVIT (Schweizer Verband der Immobilien-Treuhänder) ou USPI (Union Suisse des Professionnels de l'Immobilier) en Rromandie. Voir méthode in : « Schätzerhandbuch – Bewertung von Immobilien », SVKG + SEK/SVIT, 2000, pp. 55-60.

Dans la pratique, ces taux de base sont ensuite ajustés aux qualités et risques spécifiques des biens. Cet indicateur n'est pas anodin, parce qu'il sert de référence à la valeur de gage, donc à la décision de crédit. Or, c'est souvent le crédit qui fait le marché, selon que le banquier tourne le robinet à droite ou à gauche.

Graph.6 :
Taux de capitalisation du SVIT



Les écarts de taux de capitalisation résultant de la méthode SVIT entre les catégories sont invariables dans le temps. Ainsi le taux pour l'immobilier destiné aux commerces et à l'industrie se situe-t-il à 0.70% en dessus de celui des bureaux qui, lui-même, est de 1% supérieur à celui d'habitation. Ces distinctions résultent d'une appréciation différente du risque par catégorie.

Selon ces taux, la crise immobilière a débuté en 1989 pour atteindre son sommet en 1994. Le niveau de marché antérieur à cette crise n'a pu être à nouveau atteint qu'en 1999. On peut donc considérer 1999 comme l'année de fin de cette crise dont la durée aura été exceptionnellement longue (10 ans).

Dès 1999, les taux diminuent de façon régulière. On notera le niveau historiquement bas des taux de capitalisation, à fin juin 2004 (5.69%, rendement brut pour l'immobilier d'habitation, notamment), conséquence de taux hypothécaires tout aussi bas, pouvant illustrer un phénomène de surchauffe.

Il est illusoire de croire que la valeur réagisse parallèlement et de manière infinie, tantôt à la chute tantôt à l'envolée des taux. Un taux d'intérêt de 0.5%, par exemple, permettrait-il de voir exploser les prix immobiliers ? Qu'en serait-il d'une situation de récession (taux négatifs) ou d'un taux à 20% ?

Il y a forcément des limites de résistance (haute et basse) qu'il est délicat, à ce stade, de simuler autrement que par des calculs plus ou moins satisfaisants.

3.4 REFERENCES ACADEMIQUES

A notre connaissance, peu d'études académiques se sont intéressées à la formation des prix sur le marché immobilier suisse dans le très long terme. La plupart d'entre elles se concentrent sur l'immobilier titrisé et sur son rapport rendement-risque, en comparaison avec les autres vecteurs d'investissement (actions, obligations).

Leurs auteurs considèrent généralement l'immobilier comme assimilable à l'obligataire tant que les immeubles génèrent un dividende élevé (PER de 15 à 16).

Dès que les cours en bourse s'envolent (et que les coupons baissent), les auteurs les analysent comme des actions (PER de 25 à 30)¹⁸.

L'existence y précède donc l'essence! C'est surprenant.

3.4.1 Formation des prix, Genève

L'étude du Professeur Philippe Thalman¹⁹ traite de la formation des prix sur le marché genevois, en modélisant l'évolution des taux de capitalisation entre 1977 et 2000. Ce modèle se base sur près de 400 transactions.

Il s'avère que le modèle proposé donne de bons résultats jusqu'en 1994, mais qu'ensuite les distorsions augmentent.

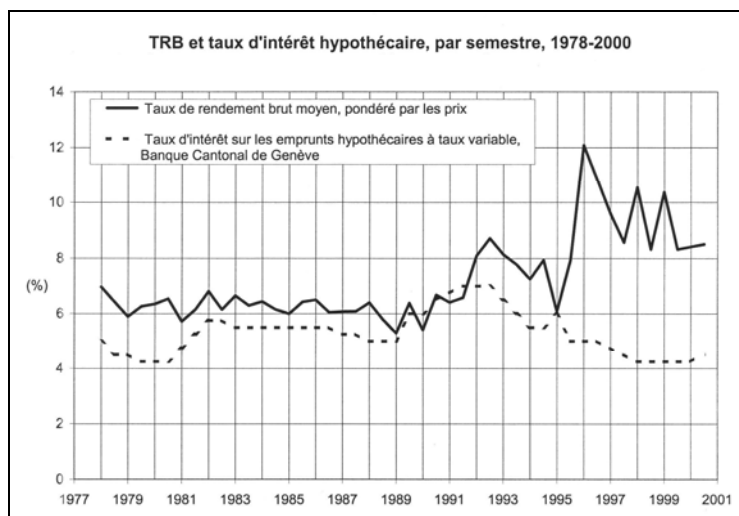
L'auteur explique cette dégradation du pouvoir explicatif du modèle en émettant l'hypothèse que, depuis cette année-là, le marché a dû se distancer de la méthode de capitalisation des états locatifs.

Ce que nous soutenons en écrivant plus haut que les méthodes financières ont été appliquées dès 1995 environ.

¹⁸ « Price Earning Ratio », ratio cours/bénéfice, obtenu en divisant le prix (cours) par le rendement. Un rendement de 5% pour un prix de cent équivaut à un PER de 20. au 1.6.2005, les PER immobiliers d'habitation sont de l'ordre de 23-24. La méthode est largement appliquée à l'immobilier en Europe, rarement en Suisse.

¹⁹ Publié sous : P. Thalman, « La formation des prix sur un marché peu sophistiqué : le marché immobilier genevois », 2002, cahier du G.R.A.T.I.C.E, 91-109.

Graph.7 :
Taux de rendement brut (TRB) et taux hypothécaire.



© P. Thalmann, EPFL (2001)

On peut lire sur le graphique 7 que le taux de rendement brut est resté dans une fourchette comprise entre 5% et 7% durant 15 ans (entre 1978 et 1992). En revanche, il varie plus fortement dès 1992.

Selon les résultats de cette étude, un premier pic de crise (immobilière) était atteint en 1992, puis un second en 1996. L'évolution de ces taux de rendement brut est comparable à celle des taux de capitalisation obtenus selon la méthode SVIT (graphique 7 supra) jusqu'en 1995 ; bien que globalement inférieurs d'environ 1 à 2%.

En 1996, la courbe de l'étude Thalmann s'envole pour ensuite varier considérablement d'une année à l'autre jusqu'en 2000, sans rapport avec l'évolution des taux d'intérêt²⁰. C'est peut-être l'indication d'un marché qui ne sait pas où il va.

Toutefois, les enseignements tirés de la comparaison des taux SVIT avec ceux de cette étude doivent être relativisés dans la mesure où l'on compare des taux de capitalisation nationaux aux taux de rendement brut genevois. Particularisme avéré !

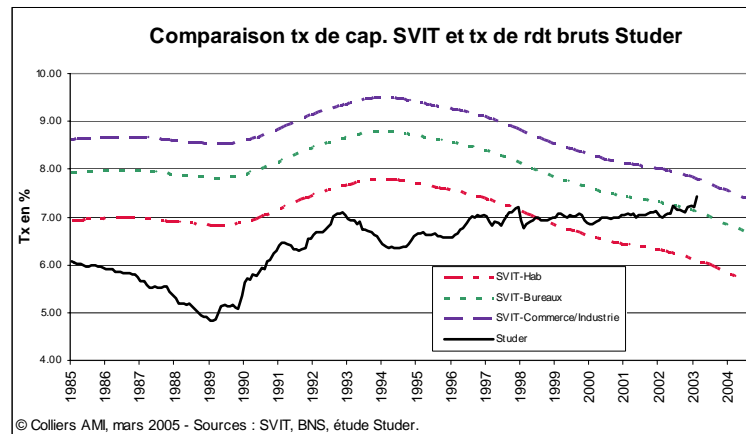
²⁰ Cf, courbe traitillée des taux hypothécaires de la Banque Cantonale de Genève (graphique 7).

3.4.2 Etude du Prof. Studer (1996)

L'étude du Professeur Tobias Studer²¹ calcule de manière empirique des moyennes de taux de rendement bruts mensuels du marché immobilier suisse entre 1975 et 2003. C'est la plus ancienne observation continue du marché suisse, à notre connaissance.

En ce sens, la démarche est remarquable.

Graph.8 : Rendements bruts Studer (1996)



L'évolution des courbes du SVIT et celle de l'étude Studer divergent graphiquement (voir graphique 8). Nous remarquons toutefois que les tendances observées sur les taux de capitalisation SVIT et sur les rendements bruts de l'étude du Prof. Studer sont parallèles entre 1985 et 1993.

Elles sont toutefois plus marquées en termes d'amplitude (à la hausse comme à la baisse) dans l'étude Studer, dont les taux de capitalisation sont moindres.

Les taux SVIT sont probablement plus « prudents » que ceux de l'étude Studer car ils se basent sur une méthode invariable dans le temps, qui ne tient pas compte de l'évolution du marché, de ses acteurs, des méthodes ou d'autres variables (fiscales entre autres...).

A partir de 1994, les courbes évoluent de façon opposée : l'étude Studer décrit une stagnation, voire une hausse des taux de rendement bruts empiriques (signifiant une baisse des prix de l'immobilier), tandis que les taux de capitalisation selon la méthode SVIT baissent régulièrement (signifiant une hausse des prix)... Ces évolutions contraires ont pour seul mérite de rapprocher les courbes et donc d'aboutir in fine à des taux plus proches les uns des autres.

²¹ T. Studer « Stand und Entwicklungsmöglichkeiten der Immobilienbewertung », 1996, WWZ, Universität Basel. Etude tenue à jour jusqu'en février 2003.

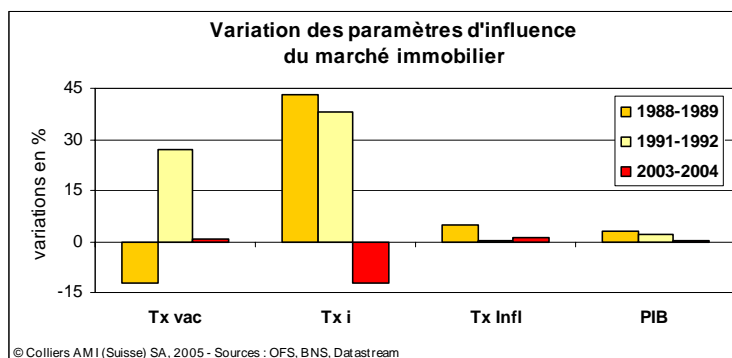
Au niveau de la fiabilité des résultats, l'étude Studer comprend quelques biais « délicats »; par exemple, elle se fonde sur des prix d'annonces (biais par rapport aux prix réels) ou ne représente qu'une partie du marché suisse, en retenant les publicités immobilières de la seule NZZ²² : l'immobilier du canton de Zürich et des cantons environnants.

3.5 COMMENTAIRE

De ces indices et études, il apparaît que les mouvements convergent dans des espaces-temps de l'ordre de trois à quatre ans, tout au plus. La difficulté première est l'estimation du moment de la variation des prix.

Cela n'est pas surprenant dans la mesure où les prémices d'une crise sont toujours discrètes, et que l'estimation du niveau des prix (par le taux de capitalisation appliqué, par exemple) n'est qu'une conséquence de paramètres totalement étrangers, a priori, de l'analyse immobilière (taux, indices, économie, modes, réactions d'investissement...).

Graph.9 :
Variation des paramètres d'influence du marché immobilier



Les variations des paramètres macro-économiques, illustrés ici sur trois périodes, démontrent la faible corrélation d'indicateurs sensés expliquer les bulles ou les crises (taux d'intérêt, PIB, inflation, taux de vacance...).

La contradiction est frappante pour ce qui est du taux de vacance, par exemple.

Une remontée des taux indiquerait une surchauffe économique, donc l'intervention de l'Etat par une politique monétariste, avec, comme corollaire, une poussée inflationniste.

²² Neue Zürcher Zeitung.

Le phénomène du début des années 90 a eu pour conséquence une modification de la demande de logements, à Genève, avec quelque temps plus tard, un taux de vacance en hausse pour les catégories de logements "de convenance" et un appauvrissement du pouvoir d'achat (ou de location) des ménages. Voilà pour l'expérience.

Or, l'observation (chiffres nationaux) montre, entre autres, dans la période charnière de 1988-1990 une baisse du taux des vacants. Les consommateurs ne se rendaient pas encore compte du risque de baisse conjoncturel en consommant plus de locations.

Il aura fallu plus de quatre années de hausse des taux pour que le taux de vacance s'envole.

On ne peut donc pas établir de « règle » de prévision, ni de cycle ou de délais-type de réactions ou de modèles de prévisions, sur ces bases, notamment sur les quinze dernières années.

4. PORTEFEUILLES OBSERVES

4.1 FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIERS

Les six fonds de placement immobiliers analysés sont tous cotés.

Ils ont été choisis en fonction de la composition de leur portefeuille.

Ils comportent tous majoritairement des immeubles d'habitation, situés principalement en Suisse romande.

Swisscanto IFCA²³ fait exception. Nous avons retenu ce fonds, cependant, du fait de l'information très complète qu'il publie depuis 5 ans.

Fig. I :
Synthèse
(valeurs 2004)

Fonds cotés	Nb. objets	Val. échant.	%
1 La Foncière	124	762'050'000	24%
2 Foncipars	130	682'190'000	22%
3 Swisscanto IFCA	112	560'500'000	18%
4 FIR	112	507'702'000	16%
5 Solvalor 61	94	481'694'200	15%
6 Réalité*	26	157'739'000	5%
Totaux	598	3'151'875'200	100%

* L'année de référence pour le fonds Réalité est 2000. Ce fonds a été liquidé dès 2001.

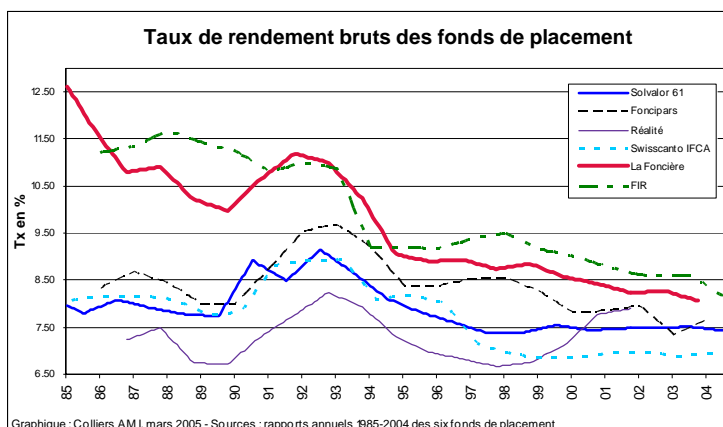
Le portefeuille considéré couvre près de 600 immeubles, pour une valeur d'inventaire globale dépassant CHF 3 milliards (figure I).

Nous avons déduit, année après année – entre 1985 et 2004 – les taux de capitalisation (ou taux de rendements bruts) de chaque immeuble les composant, en divisant l'état locatif par la valeur vénale (ou valeur d'inventaire) calculée par leurs experts et publiée dans les rapports annuels.

Les taux de capitalisation (graphique 10) illustrent (en moyenne pondérée) les taux de rendement brut, année après année, de chacun de ces fonds.

²³ Fonds dont la majorité des biens immobiliers possédés (~70%) est située en Suisse alémanique.

Graph.10 :
Taux
empiriques de
capitalisation
des fonds



4.1.1 Constats

Les tendances observées (graphique 10) sont au cœur de notre analyse.

On remarque que les taux de capitalisation diminuent dès 1986 (de -0.42%/an en moyenne) pour atteindre leur niveau plancher en 1989, à l'aube de la crise. Cela signifie que les valeurs d'inventaire avaient augmenté jusque là.

Dès l'éclatement de la bulle immobilière, les taux de capitalisation s'envolent, jusqu'en 1992 (+1.03%/an en moyenne et en pourcentage absolu, mais + 12% en chiffre relatifs, ce qui est conséquent !), pour ensuite redescendre, tout aussi abruptement, après avoir effacé provisoirement quatre cent millions de francs de capitalisation boursière en 18 mois.²⁴

Les experts ont vraisemblablement redouté au moment de la crise une surévaluation qu'ils n'avaient pas anticipée, sans craindre de démontrer brusquement que l'immobilier n'est pas « un placement tranquille ».

Dès 1995 et pour les dix ans qui suivent, les taux de capitalisation diminuent lentement et de manière régulière, pour atteindre, fin 2004, des niveaux historiquement bas (environ 7.70% en moyenne) et de surcroît, convergents.

En comparant les fonds entre eux, il est impressionnant (et significatif de la divergence des méthodes) d'obtenir des taux de capitalisation aussi différents (jusqu'en 1994), alors même que ces fonds sont de composition voisine.

²⁴ Les fonds considérés représentent ~ 25 % de la somme des fonds immobiliers cotés en Suisse.

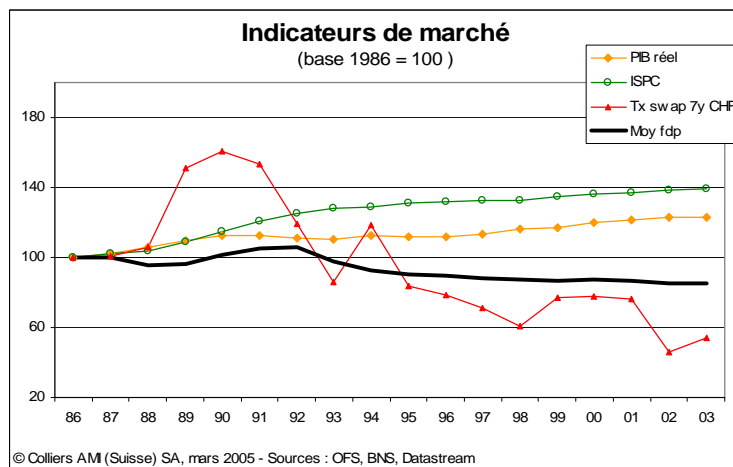
On y lit une divergence extrême de -4.70%, soit -70% en valeur relative, entre les fonds Réalité et FIR à fin 1988, par exemple. On pourrait en déduire qu'il y a quinze ans, des experts divergeaient, dans leur base d'analyse, dans de mêmes proportions.

A qualité égale, selon que l'actif se trouve dans l'un ou l'autre fonds, il « vaudrait » en 1988, 30 ou 100. Autrement dit, plus de deux tiers de sa valeur d'inventaire dépendrait uniquement du taux de capitalisation, à moins que la qualité des portefeuilles puisse justifier ces différences, ce dont nous doutons. Est-il pour autant rassurant de voir converger les taux de capitalisation des fonds depuis environ 10 ans, au risque d'un consensus fragile ?

4.1.2 Indicateurs macro-économiques

En termes de proportion, les taux de capitalisation des fonds de placement sont moins volatils que d'autres agrégats (taux d'intérêt). C'est ce qu'illustre le graphique II :

Graph. II :
Données de marché et taux de capitalisation moyen des fonds de placement



Cette relative stabilité des fonds provient sans doute d'un principe de prudence des experts, qui évaluent les objets dans une optique de long terme ou de continuité, et non sous une influence conjoncturelle immédiate.

Remarquons que les fonds de placement immobiliers semblent réagir avec un retard ou décalage d'un à deux ans, notamment aux fluctuations des taux longs. En effet, les taux de capitalisation empiriques évoluent à la hausse entre 1989 et 1992, faisant suite à une hausse (violente) du taux d'intérêt entre 1988 et 1990. La corrélation n'est pas immédiate.

Autre confirmation : la baisse du taux d'intérêt, entre 1990 et 1993, n'a eu de répercussion sur les taux de capitalisation qu'entre 1992 et 1995.

Les autres indicateurs économiques semblent être étonnamment décorrélés face à l'évolution des taux de capitalisation des fonds immobiliers.

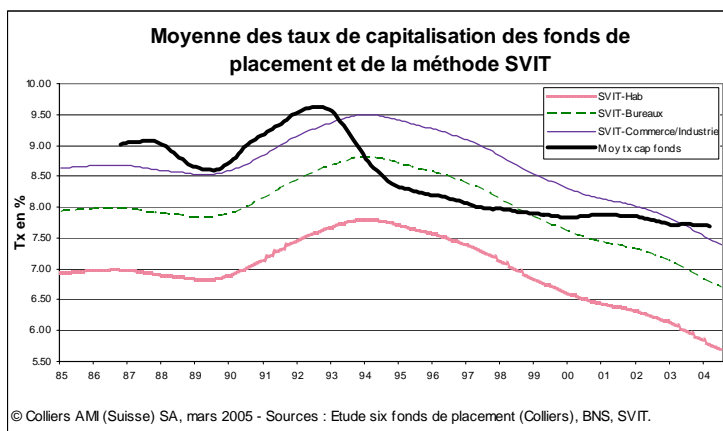
Si l'on ne peut décernement pas en conclure que ces facteurs n'ont aucune incidence sur l'évolution des taux de capitalisation, l'illustration (graphique 11) suggère une influence si discrète qu'elle ne peut être lue.

4.1.3 Comparaison avec les taux SVIT

En comparaison des taux calculés selon la méthode du SVIT, les taux de capitalisation calculés des fonds de placements sont systématiquement forts.

Ce constat est illustré ci-dessous (graphique 12) en comparant les taux de capitalisation moyens des six fonds observés aux taux de base selon la méthode du SVIT.

Graph.12 :
Taux moyens
fonds et taux
de
capitalisation
SVIT



Cette différence est spectaculaire (notamment de 1986 à 1993 et à partir de 1999) si l'on tient compte du fait que les six fonds observés détiennent de l'immobilier d'habitation.

Elle s'explique cependant par leur contrainte de liquidité. En effet, en tout temps et dans un délai légal restreint, un fonds doit être à même de rembourser des parts aux porteurs qui le désirent. Le cas échéant au « mauvais moment », ce qui ne pardonne pas en matière de valeurs.

Cette contrainte de liquidité ne justifie pourtant pas une évaluation trop sévère (dans ces proportions du moins).

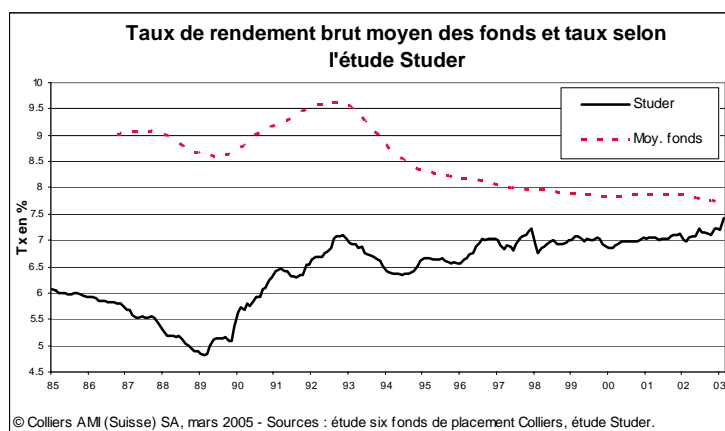
4.1.4 Comparaison avec l'étude Studer

Les rendements bruts de l'étude Studer suivent en règle générale les tendances observées sur les fonds de placement jusqu'en 1995.

Au niveau des taux, on identifie des différences allant jusqu'à 3.80% (soit une différence relative de 78%) par rapport à la moyenne des fonds de placement²⁵.

Ces différences s'amenuisent au fil du temps en raison notamment des évolutions contraires entre 1995 et 2003 (graphique 13, ci-dessous).

Graph.13 :
Taux moyens
fonds et taux
étude Studer



Pour expliquer ces différences et défendre le postulat que les taux du marché sont ceux qui ressortent de son étude, le Prof. Studer argumente que :

- 1) les fonds ont eu une propension naturelle à évaluer leurs portefeuilles de manière « conservatrice » ;
- 2) les rendements des fonds – tout comme ceux des indices immobiliers – ne représentent pas forcément le rendement de la pierre mais plutôt celui de l'argent. Ici, le rendement réalisé reste étroitement corrélé aux fluctuations des taux internationaux et ne représente pas nécessairement la réalité locale des économies.

Ce qui est sans doute pertinent, à notre sens.

²⁵ Différence maximale atteinte en février 1989. Les différences entre le taux de capitalisation selon la méthode du SVIT pour l'immobilier d'habitation et l'étude Studer, sont à la même époque inférieures de moitié, soit jusqu'à ~2%.

4.1.5 Liquidation du fonds Réalité

Le fonds de placement « Réalité » fut mis en liquidation dès l'exercice 2000-2001. Nous ne pouvions clore ce chapitre sans examiner ce cas d'école.

Le résultat des 19 ventes (hors objets en PPE) ayant eu lieu entre le 19.09.2001²⁶ et le 30.11.2004²⁷ est illustré dans la figure 2.

Fig.2 :
Ventes fonds Réalité par année

Année	Nb obj.	Val. d'inventaire	Ventes	Diff moy pond.
2001	2	9'660'000	10'250'000	6.11%
2002	10	57'648'000	56'906'000	-1.29%
2003	4	29'490'000	27'776'000	-5.81%
2004	3	20'036'000	21'025'000	4.94%
Total	19	116'834'000	115'957'000	-0.75%

Précisons qu'il ne s'agit pas ici de valeurs « de liquidation » car la société de gestion du fonds a pu ou su gérer ses délais de vente sur près de quatre ans.

Cette gestion du temps est une priorité constante et absolue en matière immobilière.

Pour le fonds Réalité, cette maîtrise du temps paraît acquise, les prix obtenus lors des ventes étant proches des dernières évaluations d'experts²⁸.

La moyenne pondérée des écarts sur l'ensemble des 19 ventes²⁹ est d'ailleurs extrêmement basse (moins de 1% de différence entre prix de vente et évaluation).

On peut donc en conclure que les évaluations des experts mandatés par le fonds Réalité sont fiables à plus de 99% sur l'ensemble du portefeuille, les erreurs de 2001 étant compensées par celles de 2003 !

Gageons qu'il y ait eu là un souci de précision que d'autres n'ont pas eu besoin d'avoir, et peut-être un peu d'opportunisme.

²⁶ Date de la décision de liquidation par la société de direction du fonds (Sogefonds SA) lors de l'assemblée générale extraordinaire. Cette décision était fondée sur les motifs suivants : 1) désintérêt des investisseurs (trop petite taille et trop genevois) ; 2) demandes de remboursement croissantes ; 3) fusion avec un autre fonds désavantageuse pour les porteurs.

²⁷ Date de la dernière vente inscrite au Registre Foncier genevois à l'heure de rédaction des présentes.

²⁸ Selon les rapports de gestion du fonds au 30 septembre de l'année précédant la vente.

²⁹ 18 immeubles d'habitation et 1 immeuble commercial.

Une « mini-étude de robustesse »³⁰ a été menée sur ce sous-portefeuille, afin de déterminer si les écarts entre prix de vente et évaluations diffèrent si l'on se base sur les valeurs résultant des rapports des trois derniers exercices, avant la décision de liquidation du fonds (cf. fig. 3)

Fig.3 :
Différences moyennes entre prix de vente et évaluations

Année	base éval.	Evaluation	Ventes	Diff moy pond
1997-1998		125'664'000	115'957'000	-7.72%
1998-1999		118'712'000	115'957'000	-2.32%
1999-2000		119'024'000	115'957'000	-2.58%

Les différences augmentent légèrement en prenant en compte les évaluations des exercices antérieurs.

Cela signifie que plus on s'approche de l'échéance de vente, plus l'évaluation est précise. Il y a donc eu adaptation des valeurs.

Considérant la reprise du marché genevois, déjà effective entre 1998 et 2001, ces résultats sont donc de nature à soutenir qu'antérieurement à la décision de liquidation, les immeubles étaient légèrement surévalués, même si les ventes dans le temps ont donné raison aux experts (faibles écarts entre prix de vente et valeurs d'inventaire).

Cela n'est guère surprenant si l'on se réfère aux analyses précédentes³¹, où l'on constate que les taux de capitalisation moyens pondérés de Réalité étaient les plus bas des six fonds observés entre 1986 et 1999.

D'ailleurs, cette constatation est soutenue par le fait que dès 1998, les taux de Réalité remontent pour atteindre vers 2001 un niveau moyen proche des autres fonds et que, durant cette période, les ventes sont très proches des évaluations (cf. figure 3).

Il convient cependant de relativiser cette conclusion, tant l'« erreur » d'évaluation maximale de ~8% reste admissible dans le cadre d'expertises immobilières.

³⁰ Test d'hypothèses sur un échantillon par rapport à d'autres analyses comparables.

³¹ Graphique 10, notamment.

Cet exemple contient des limites évidentes, dont notamment celle de l'étroitesse de l'échantillon (19 cas). Il représente néanmoins un argument concret de validation du bien-fondé des évaluations des experts des fonds immobiliers dans le moyen terme.

4.1.6 Jurisprudence

En 1993, le Tribunal Fédéral a rendu un arrêt³² dans le cadre d'un conflit entre un porteur de parts et la direction d'un fonds immobilier et la péripétie mérite qu'on s'y attarde.

Le porteur a demandé à la CFB³³ d'examiner la valeur vénale attribuée au fonds et il s'est avéré que les immeubles étaient nettement sous-évalués. Deux experts externes ont évalué ce fonds : l'un aboutit à une sous-évaluation de 30% et l'autre, de 36%.

Les fonds de placement sont tenus d'évaluer leurs portefeuilles au plus près possible de leur valeur de marché (et non de liquidation). Si un fonds sous-évalue ses immeubles, le porteur subit a priori un préjudice de cours. S'il surévalue, ce serait au détriment des nouveaux porteurs, vaste débat d'évaluation, de dilution, de communication.

La CFB a contraint la direction du fonds à réévaluer ses immeubles à la valeur vénale et à remplacer ses experts permanents par des experts agréés par elle, sous peine de sanction. Cette décision a été confirmée par le Tribunal Fédéral le 27 octobre 1993.

Sous-évaluer, la preuve en est faite, n'est pas une assurance de couverture de responsabilité.

³² Arrêt de la IIe Cour de droit public du Tribunal Fédéral du 27/10/1993 publié dans le bulletin No 25, pp. 34ff de la Commission Fédérale des Banques.

³³ CFB : Commission Fédérale des Banques.

4.1.7 Commentaire

Après avoir étudié plusieurs sources d'informations pour comprendre cette mesure qu'est le taux de capitalisation pratiqués, force est de constater que la lumière n'a, à ce point de l'analyse, pas été faite encore sur l'évolution et la formation des prix sur le marché immobilier au sens large.

Les taux de capitalisation constatés, déclarés, calculés et modélisés convergent peu.

La tendance est convergente entre 1985 et 1994 pour presque toutes les analyses. Il y a consensus sur 9 ans; depuis, les avis divergent. De plus, lorsque la tendance est commune, il reste encore à définir le niveau auquel le taux doit se fixer. Et cette question n'est pas anodine !

A cette étape de notre analyse, si nous ne devons arriver qu'à un constat, aussi décevant fût-il, ce serait le suivant : l'analyse diverge quant au moment, à l'ampleur et aux causes.

Cela est frappant au sein d'un même segment d'investissement dont les actifs, les critères et règles d'investissement ou de financement sont réputés homogènes.

La jurisprudence de 1993 illustre une double contrainte de l'expertise. Les experts vivent sous deux pressions contraires :

- › celle des porteurs de parts (entrants, sortants), d'une part,
- › et celle de la Commission Fédérale des Banques, institution de contrôle, d'autre part.

C'est pourquoi une mesure basée sur l'évolution des valeurs d'inventaire nous paraît probante pour déterminer, si ce n'est l'évolution des prix de l'immobilier, du moins sa compréhension.

Mais nous sommes là dans le domaine de la théorie, ces fonds recourent rarement aux ventes pour tester leurs évaluations. Ce sont, c'est bien connu, des véhicules "buy and hold", contrairement aux approches anglo-saxonnes qui veulent qu'après cinq ans de détention, il y ait vente, donc mesure et sanction.

4.2 VENTES DES OPF DE GENEVE Les ventes forcées des Offices des Poursuites et Faillites (ci-après, « OPF ») font l'objet, à Genève comme dans d'autres rares cantons, de deux publications permettant d'apporter un éclairage probant sur la formation des prix :

- › d'une part, avant la vente, les publications successives d'annonces de ventes forcées, avec indication de la valeur vénale retenue par un expert ;
- › d'autre part, après la vente, la publication du prix d'adjudication.

Notre analyse se concentrera sur la comparaison systématique de l'évaluation et du prix d'adjudication, pour mesurer la précision de l'expertise, par catégories et sous-catégories, en opposant des « moments » supposés de dépression ou d'euphorie, dans tous les cas de déséquilibre de marché.

L'analyse se limite aux immeubles vendus par les OPF d'un canton réputé volatil pour ce qui est des prix (déséquilibre du marché depuis près de trente ans).

Dans le temps, deux périodes ont été disséquées :

- › 1997, année de morosité conjoncturelle et aboutissement de l'engorgement des procédures de poursuites engagées vers 1994 ;
- › 2000-2003, période de forte reprise des prix.

L'étude systématique des autres exercices (période 1988 – 2005) serait opportune, mais ne devrait pas modifier les grandes lignes qui se dégagent des deux périodes étudiées.

Il a évidemment fallu éliminer de l'étude les ventes non pertinentes (en particulier les rachats par compensation de créances).

Demeurent les échantillons d'analyses suivants :

- › 1997 : 193 ventes, prix d'adjudication cumulé de CHF 90 millions ;
- › 2000-2003 : 136 ventes, prix cumulé de CHF 157 millions.

Par type d'objets, les échantillons se composent comme suit :

Fig.4 :
Description
des
échantillons

	1997		2000-2003	
	Nb obs	%	Nb obs	%
Imm. hab.	13	7%	28	21%
Ppe	145	75%	57	42%
Villa	31	16%	51	38%
Autres	4	2%	-	-
Ech. total	193	100%	136	100%

4.2.1 Constatations générales

En termes de volume, les ventes 1997 représentent plus du double (229%) des moyennes annuelles de la période 2000-2003.

Il y a lieu de constater, dans le même sens, la surabondance de ventes en 1997, principalement soutenue par un nombre très élevé de vente d'appartements en propriété par étage (PPE). Durant la seule année 1997, il y a eu 42% de ventes en plus que sur la période quadriennale 2000-2003.

Rapporté à la moyenne annuelle des ventes de la période 2000-2003, l'année 1997 en comporte près de six fois plus. C'est une illustration du phénomène d'engorgement du marché, dont la tendance naturelle est de faire baisser les prix par une surabondance de l'offre.

L'analyse met en lumière une décote³⁴ générale des prix par rapport aux estimations des experts :

- › de -17,6% en 1997 ;
- › de -7,7% sur la période quadriennale 2000-2003 ;
- › soit une différence de ~10% entre les deux périodes (pour autant que l'on puisse comparer et intelligemment illustrer ces moyennes, dont les écarts minima individuels, nous le verrons, dépassent parfois 170%).

Les décotes médianes³⁵ sur les périodes considérées divergent plus encore :

- › de -25% en 1997,
- › et de -2,2% en 2000-2003,
- › soit une différence de -22,8% entre les deux époques.

³⁴ Ici, décote moyenne pondérée en fonction du prix de vente.

³⁵ Décote médiane : décote « centrale » de la distribution si l'on classe les observations par ordre croissant ou décroissant. Par ex. : sur une distribution de cinq observations classées par ordre croissant (ou décroissant), la médiane est représentée par la troisième observation.

L'analyse systématique des ventes forcées de 2004 confirmerait la tendance d'engouement de l'immobilier. Les prix d'enchères ont en effet, sur la base des publications lues, très souvent dépassé les évaluations, dans des proportions surprenantes (> 10%) et toutes catégories confondues : industriel, commerces, bureaux ou logements.

Revenant à nos deux périodes-test, l'erreur d'évaluation, en écart moyen non pondéré, oscille donc entre 20 et 25%, pour des écarts-types de 28 à 30%.

- › **24,8% (écart-type : 30,4%) en 1997 ;**
- › **20,3% (écart-type : 28,7%) en 2000-2003.**

Ces erreurs individuelles (peu importe le sens de l'erreur, positive ou négative) se compensent en partie sur les portefeuilles (une surévaluation de + 30% peut être compensée par une sous-évaluation de -30%).

Ces écarts illustrent la faiblesse de l'information issue de l'analyse, son caractère finalement incertain, presque aléatoire. L'évaluation est certes toujours un avis subjectif, à un moment donné, qui ne peut qu'être contredit par le marché, sauf extraordinaire.

Contrairement aux fonds où l'expertise suit une tendance de prudence et de très long terme, il est intéressant de constater que les experts des faillites, poursuites et autres aléas économiques, sont systématiquement bien plus optimistes que le marché.

Cela s'explique par deux raisons cumulatives :

1. L'expert des offices ne tient pas suffisamment compte de la demande – faute d'information, par exemple – et de son développement à court terme ;
2. L'expert des offices n'applique pas une méthodologie uniforme, imposée ou contraignante.

4.2.2 Le pic de la crise (1997)

L'année 1997 peut être retenue comme « année-charnière » de la crise immobilière, sous l'angle des poursuites immobilières, pour deux raisons :

1. Les créanciers ont tardé à introduire des poursuites en réalisation de gages immobiliers, dès les premiers constats de défaut (1990-1992) ;
2. Les Offices des Poursuites et Faillites – phénomène helvétique et non seulement romand – ont été engorgés de procédures, massivement et ponctuellement, de sorte que leur « digestion administrative » a considérablement retardé les échéances (ventes). En 1992-1993, 3 à 4 ans de procédures étaient considérés comme un délai « normal » de réalisation des gages.
Les biens immobiliers ayant fait l'objet de poursuites entamées vers 1993-1994 ont été vendus très probablement vers 1997.

193 ventes ont été réalisées par les OPF entre le 1er janvier et le 31 décembre 1997 (prix cumulés : CHF 89'674'572.-), sanctionnant une forte décote conjoncturelle et, aussi, un mode de réalisation peu propice :

Fig.5 :
Synthèse
ventes OPF
1997

	Nb objets	Val. d'expertise	%	Tot. ventes	Diff moy.
Divers	4	3'668'000	3.4%	3'246'000	-11.50%
Imm. Habitation	13	46'399'000	42.7%	38'190'000	-17.69%
Ppe	145	31'784'575	29.2%	23'391'072	-26.41%
Villa	31	26'928'000	24.8%	24'847'500	-7.73%
Total	193	108'779'575	100%	89'674'572	-17.56%

La somme de CHF 89'675'000.- représente 6% de la somme (en francs) de tous les immeubles vendus dans le canton de Genève dans cette année et 11% des transactions (en nombre)³⁶.

³⁶ Source : OCSTAT - Statistique des transactions immobilières.

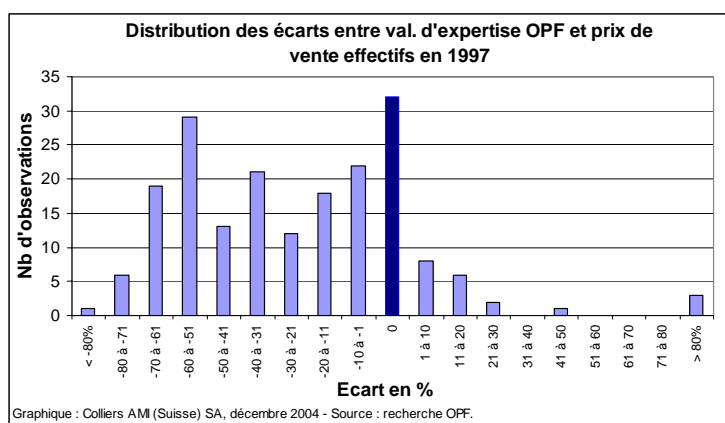
Fig.6 :
Description
(1997)³⁷

Description	Nb obs positives	Nb obs exactes	Nb obs négatives	Totaux
Divers	1	0	3	4
	0%	0%	100%	1%
Imm. Habitation	2	0	11	13
	15%	0%	85%	7%
Ppe	8	32	105	145
	6%	22%	72%	75%
Villa	9	0	22	31
	29%	0%	71%	16%
Total	20	32	141	193
	10%	17%	73%	

Le nombre d'observations négatives – soit celles dont le prix d'adjudication est inférieur à l'évaluation – représente près des trois quarts de l'échantillon (73%).

Cette forte proportion s'explique simplement par la faiblesse de la demande, que l'on peut expliquer par l'incertitude des taux d'intérêts de l'époque, la qualité des objets mis en vente, l'a priori (psychologique) négatif d'un actif acquis aux enchères, des immeubles souvent encore occupés par leurs anciens propriétaires... Ce dernier aspect est ici très important si l'on considère que 91% des objets sont des villas ou PPE.

Graph.14 :
Distribution
des écarts
entre
évaluations et
ventes (1997)



Par rapport à la période 2000-2003 (cf. 4.2.3 infra), on lit, graphiquement, que les données sont presque toutes à gauche du zéro, ce qui signifie que les objets ont été majoritairement adjugés à une valeur inférieure à leur expertise.

³⁷ On entend par observation « positive », respectivement « négative », les cas pour lesquels la vente a été effectuée à un montant supérieur, respectivement inférieur, à l'évaluation de l'OP.

Syndrome de la difficulté de cerner l'amplification (psychologique, peut-être) de la décote de l'immobilier. L'immeuble n'a pas de valeur « en soi ». Il réagit à des comportements de masse.

Dans le cas des objets individuels d'habitation, l'actif se comporterait-il comme un bien de consommation courante, réagissant aux paramètres classiques d'influence de la consommation ? On pourrait le croire.

4.2.3 Période d'euphorie (2000-2003)

La période 2000-2003 correspond aux années de forte reprise des prix, le sommet observé étant vraisemblablement dépassé à l'heure de ces lignes.

136 ventes aux enchères ont été réalisées par les Offices de Genève entre 2000 et 2003 (inclus), pour une somme cumulée de CHF 156,9 millions contre des valeurs d'expertise également cumulées de CHF 170 millions. Soit, par catégorie :

Fig.7 :
Synthèse
ventes OPF
1997

	Val. Expertise	Prix de vente	Ecart de val.
Imm. Habitation	80'488'000	69'541'000	-10'947'000
Ppe	22'819'480	23'247'000	427'520
Villa	66'717'000	64'105'600	-2'611'400
	170'024'480	156'893'600	-13'130'880

L'échantillon se distribue ainsi :

Fig.8 :
Répartition par
objet de
l'échantillon

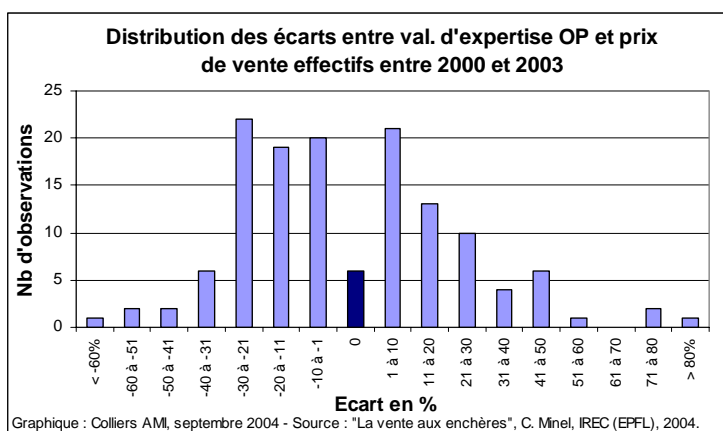
	Nb obs positives	Nb obs exactes	Nb obs négatives	Totaux
Imm. habitation	7 25%	1 4%	20 71%	28 21%
Ppe	29 51%	2 4%	26 46%	57 42%
Villa	22 43%	3 6%	26 51%	51 38%
	58	6	72	136

L'observation du nombre de valeurs positives et négatives indique qu'il y a eu, entre 2000 et 2003, pratiquement autant de ventes au-dessus de la valeur d'expertise (43%) qu'au-dessous de cette valeur (53%).

Cet équilibrage, comparé au déséquilibre baissier de la période 1997, illustre la raréfaction de l'offre (moyenne de 34 ventes/an contre 193 en 1997), et l'absorption facile d'un marché qui aurait pu, sans doute, en assimiler le double, à des niveaux de prix comparables.

Cet équilibre est illustré par le graphique suivant :

Graph. I5 :
Distribution
des écarts
entre
évaluations et
ventes (2000-
2003)



4.2.4 Analyses statistiques

La vulgarisation – souhaitée – de ces analyses ne nous dispense pas de quelques résultats statistiques.

Fig.9 :
Différences :
prix de vente
et évaluations

	1997		
	Moy. pond.	Moyenne	Ecart-type
Imm. hab.	-17.69%	-21.80%	39.81%
Ppe	-26.41%	-27.86%	25.20%
Villa	-7.73%	-12.06%	44.01%
Ech. total	-17.56%	-24.62%	30.38%

	2000-2003		
	Moy. pond.	Moyenne	Ecart-type
Imm. hab.	-13.60%	-10.47%	21.68%
Ppe	1.87%	7.68%	33.30%
Villa	-3.91%	-5.22%	24.06%
Ech. total	-7.72%	-0.89%	28.73%

La comparaison des résultats par catégorie d'actifs démontre que les différences moyennes entre évaluation OPF et prix d'adjudication diminuent significativement en période d'euphorie. Cela est d'ailleurs symptomatique d'un marché où la demande est plus abondante.

Fig.10 :
Indicateurs
statistiques par
période

	1997	2000-2003	
High	107%	170%	(1)
Low	-95%	-64%	(2)
Moy. observations	-24.62%	-0.89%	(3)
Moy. pondérée	-17.56%	-7.72%	(4)
Médiane	-25.00%	-2.22%	(5)
Ecart-type	30.38%	28.73%	(6)
Ecart moyen	24.78%	20.31%	(7)
Kurtosis	2.55	8.67	(8)

Indicateurs (1) & (2)

Ces indicateurs mesurent les divergences extrêmes entre les évaluations et les prix d'adjudication. Il s'agit d'éléments ponctuels ne permettant pas de tirer d'importantes conclusions sur notre distribution mais leur mérite est d'illustrer, au cours d'une période, les amplitudes globales des échantillons.

Indicateurs (3), (4) et (5)

Contrairement à ce que l'on observe de 2000 à 2003, les différentes moyennes de 1997 tournent autour de -20%. Ces différences illustrent l'état de crise du marché immobilier en 1997. D'autre part, les résultats des moyennes arithmétiques des écarts, des médianes, et des moyennes pondérées indiquent que les pertes ont été plus fortes en période de crise sur les objets de faible valeur, et moindre sur les objets importants (alors que le constat est inverse en période d'euphorie). La présomption selon laquelle le prix des objets de jouissance (appartements et villas) est plus volatil que celui des objets de rendement est ici démontrée.

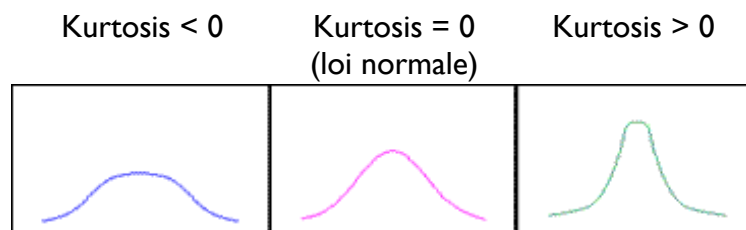
Indicateurs (6) et (7)

Les indicateurs de dispersion sont similaires sur les deux périodes observées. Ils sont, à notre avis, élevés, illustrant en cela le caractère aléatoire et subjectif d'estimations presque systématiquement contredites par le marché, à la hausse ou à la baisse. On remarque également une variabilité plus élevée dans les écarts de 1997, ce qui est symptomatique d'un marché instable.

Indicateur (8)

La kurtosis exprime la forme générale de la distribution par rapport à la loi normale, c'est-à-dire la répartition des données autour de la moyenne. Ainsi, une kurtosis négative signifie que les données ne sont pas regroupées autour de la moyenne, mais plutôt dispersées. Tandis qu'une kurtosis positive indique un regroupement des valeurs autour de la moyenne avec une faible proportion de valeurs situées dans les extrêmes.

Graph.16 :
Kurtosis et
forme de la
distribution



En 1997, 2.55 signifie que notre distribution est légèrement moins aplatie que la loi normale mais très proche de cette dernière. Les valeurs sont donc plus fortement concentrées autour de la moyenne (-24.62%) et peu dispersées dans les extrémités de la distribution (valeurs extrêmes).

Pour 2000-2003, cette concentration autour de la moyenne est plus élevée encore.

Nous pouvons en conclure qu'en période de crise, le caractère aléatoire de l'évaluation est fortement accru.

4.2.5 Commentaire

A la lumière des résultats de cette analyse, le premier sentiment devant venir à l'esprit de l'expert immobilier est l'humilité.

En 2000-2003, plus de 40% des évaluations se trompaient de plus de 20%, en tout cas au vu du résultat des adjudications. En 1997, cette proportion dépassait 55%. Il y a un léger mieux.

Vues sous l'angle des grands portefeuilles, les erreurs positives et négatives se compensent. Cela représente un phénomène statistique connu. Il n'en demeure pas moins que la situation est loin d'être rassurante.

Notre analyse relativise surtout la fiabilité des données indicielles. Les moyennes ne signifient définitivement pas grand chose.

Cette volatilité des prix est évidemment extrême sur les immeubles de jouissance (PPE ou villas). On constate cependant que les immeubles de rendement (mesurables par des standards d'évaluation plus précis) recèlent les mêmes proportions d'erreurs.

Enfin, quoique ce segment (ventes forcées ou faillites) ne corresponde pas à la définition de valeurs vénales, nous estimons que cette catégorie, qui a vu plusieurs milliers de vente depuis quinze ans, ne peut être négligée.

L'analyse des ventes des OPF nous a livré des éléments, sinon probants, du moins crédibles, de correction des indices d'évaluations des portefeuilles stables que sont les fonds, par exemple.

C'est son mérite, à défaut d'autres instruments. Nos résultats sont, ce faisant, inquiétants.

5. CONCLUSIONS

Au terme de notre étude, nous aboutissons à plusieurs constats, dont nous pouvons tirer quelques prévisions, modestes, il est vrai.

OPACITE ET INEFFICIENCE Le marché suisse de l'immobilier reste très opaque. La recherche d'informations est un parcours du combattant.

Cela étant, si nous pouvons nous servir des informations existantes, sans synthèse ordonnée, aucune modélisation n'est pour l'instant possible.

LE DEVOIR DE MODESTIE Partant de ce constat historique d'erreur, "l'art de l'expertise" immobilière ressemble à une alchimie incompréhensible, non seulement pour les novices, mais, peut-être plus encore, pour les initiés.

S'il fallait répondre à la question de la capacité prévisionnelle de l'évaluation, sur la base de notre observation – unique à notre connaissance, dans sa durée et par sa méthode et son indépendance – il faudrait avant tout souligner les limites avérées de l'expertise et s'étonner de l'ampleur de ses divergences.

Il ne s'agit pas – nous insistons sur ce point – de critiquer ou donner des leçons aux centaines d'experts concernés par les quelques milliers d'immeubles observés, mais de constater que, dans une situation de contrainte (les ventes forcées) comme dans des environnements plus calmes (les fonds), l'erreur ou la non convergence est flagrante.

Dans le cas des investissements indirects cotés, les experts sont à l'évidence influencés en amont et en aval par une double contrainte : d'un côté, la surveillance institutionnelle (la CFB), de l'autre, les porteurs de parts. Il en découle une double responsabilité.

Dans le cas des ventes forcées, la même dualité existe : d'un côté les créanciers, de l'autre, les débiteurs. Le pouvoir d'influence de l'expertise est sans doute surévalué dans ce cas, car le marché n'a que trop rarement suivi les experts.

Cela tendrait à démontrer que la faible prise en compte de l'environnement, que ce soit dans un sens de confort (continuité) ou de précipitation (vente rapide), est la cause de l'imprécision probable ou avérée d'un quart des valeurs et d'une erreur systématique dont il faudra tenir compte.

Enfin, la convergence récente des valeurs observée dans les fonds, reflétant aussi le consensus des méthodes, n'est pas un phénomène exempt de risques non plus. S'il fut écrit plus haut qu'une erreur de consensus peut « faire le marché », donc les prix, il n'est pas impossible qu'une ou plusieurs variables imprévues viennent briser l'harmonie.

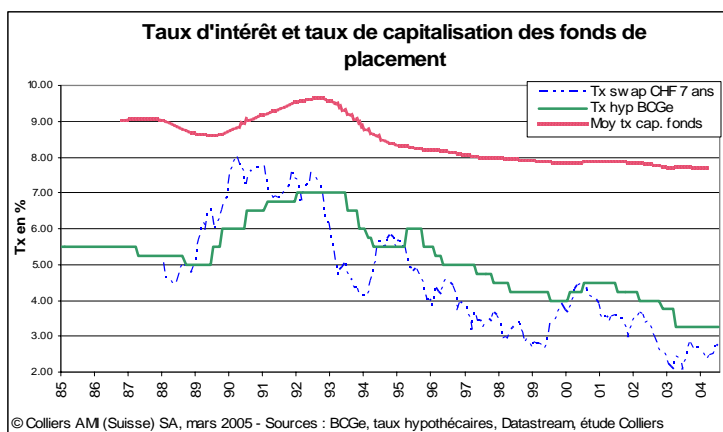
L'uniformisation des méthodes internationales d'évaluation fera certainement varier les prix en Suisse romande également, illustrant intuitivement un phénomène d'aberration relative : les fluctuations du prix du pétrole font varier les prix de « nos alpages ».

Non nova, sed nove !

**TAUX D'INTERET :
L'INDICATEUR ESSENTIEL**

La courbe des taux d'intérêts suit une évolution inverse à celle des cours des parts des fonds de placements (voir graphique 17³⁸).

Graph.17 :
Tx d'intérêt et
tx de
capitalisation
des fonds
immobiliers



Le taux incorpore, finalement, les éléments de santé du marché et d'appétit de celui-ci pour un produit refuge : la pierre.

Le meilleur indicateur indiciel de l'évolution de l'immobilier reste donc celui des taux d'intérêt.

³⁸ Ainsi que graphique 3 (point 3.1.2) et point 4.1.2.

Il est par conséquent indéniable que le niveau actuel, exceptionnellement haut, des cours des parts de fonds de placement et des prix de l'immobilier, découle, avant tout – et nous espérons ici ne pas heurter les directions de fonds – de la baisse des taux de ces dernières années.

En poursuivant le raisonnement, l'observateur de l'évolution des taux d'intérêt conviendra qu'il y a plus de probabilité (historique) que les taux repartent à la hausse, plutôt qu'ils ne poursuivent leur baisse.

L'IMMOBILIER, UN ACTIF IMPREVISIBLE?

L'analyse OPF confirme la relative prudence des experts, qui s'émancipent d'un marché conjoncturellement euphorique ou dépressif, pour apprécier l'actif sous un angle de conservation durable. Mais est-ce ce que l'on attend d'eux?

En d'autres termes, le marché est nettement plus volatil qu'un indice retenant comme référence des évaluations d'experts. C'est là, à notre avis, le cœur de notre analyse.

En se fondant sur l'erreur standard calculée, lorsque les experts des OPF estimaient un immeuble à 100 (en 1997), le marché l'aurait payé 77.

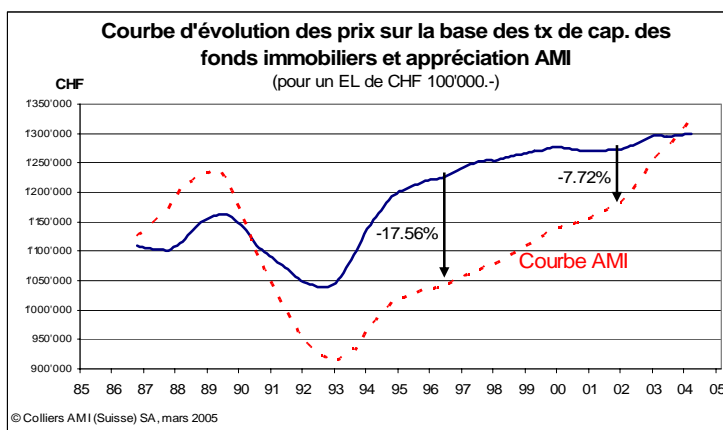
En se fondant en revanche sur les erreurs moyennes pondérées, cette valorisation par le marché atteint 82% (au lieu de 77%). En moyenne, le marché aurait ainsi payé 82 pour une valeur d'expertise de 100.

En ce qui concerne les périodes euphoriques, il nous paraît probable que le niveau de la courbe des prix de marché dépasse celui des évaluations d'experts. L'analyse des ventes des OPF des années 2000-2003 le suggère, celle des années 2004 et 2005 devrait le confirmer.³⁹

³⁹ Au-delà des portefeuilles des OPF, il existerait un portefeuille intéressant à analyser, dans la même approche : c'est celui de la Fondation de Valorisation des Actifs de la Banque Cantonale de Genève. Les résultats des évaluations et des ventes (de gré à gré et forcées) réalisées depuis la création de cette Fondation, ne sont pas publics (sous réserve des ventes immobilières publiées). Nous le regrettons ; la présente analyse aurait été nettement plus étoffée sur la période récente par des centaines de ventes de gré à gré (par opposition aux ventes forcées de notre analyse OPF).

Sur la base de ces constatations, nous pouvons tenter une esquisse de correction (graph. 17), de l'évolution réelle des prix de l'immobilier (courbe AMI)⁴⁰ :

Graph. 18 :
Courbe
d'évolution des
prix



LE MOMENT Au risque d'enfoncer quelque porte ouverte, notre analyse met en lumière l'importance vitale du "moment" de l'investissement.

Le graphique 18 donne raison aux rares acteurs qui ont investi dans l'immobilier des années de crise : les années quatre-vingt dix. Il donne certainement tort à ceux qui ont vendu dans la même période.

Le moment n'est pas uniquement celui des taux. Ses motifs dépassent sans doute les variables économiques. Toute notre démonstration le suggère.

La convergence, voire le mimétisme des véhicules de placement, dont les taux de capitalisation se fondent et se confondent depuis 1995, contredit le profil d'inefficience du marché immobilier (hétérogénéité des actifs). L'incapacité de cerner les valeurs des immeubles en vente forcée dépasse de manière spectaculaire "l'erreur admissible" que l'on estime, dans l'évaluation, à +/- 5%.

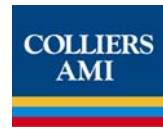
Survivre dans un marché où l'erreur standard se situe à ~20% est la démonstration que l'immobilier est un marché de professionnels, où seuls les acteurs avertis peuvent tirer profit de pareilles volatilités. Comme ailleurs.

⁴⁰ Base : la courbe AMI est un indice composite, moyenne des taux de capitalisation des fonds de placement, corrigée des observations des ventes OPF de 1997 et entre 2000 et 2003.

Le moment 2005 est-il porteur d'indices comparables à ceux de 1988? On constate certes un phénomène répétitif, dans tous les cas, susceptible d'apporter quelques indications : le marché voit l'arrivée massive, de purs financiers, des catégories de placements autrefois "sûrs" (obligataire) se révèlent hautement volatiles, la production immobilière se tarit. Pire, la situation est considérée, par les plus avertis, comme durable.

La boucle serait-elle bouclée ? On se croirait en été 1989, dont le millésime ne fut exceptionnel que pour le vin et... les nouvelles technologies.

NOTES



NOTES



PRÉ-COMMERCIALISATION ET ÉVALUATION d'un projet de plus de 220'000 m² de bureaux, commerces et logements, Genève.

Détermination de la valeur du foncier; arbitrage des différents mode de cession. Etude de marché auprès d'utilisateurs potentiels.



VENTE PAR ÉCHANGE de ~12'000 m², pour un montant global de CHF 110'000'000.-, Genève.

Mission initiale d'arbitrage stratégique et de transfert de bail.

Issue : vente par échange (swap), i.e. évaluation et négociation de soulte, libération du locataire, négociation fiscale.



EVALUATION ET ACQUISITION de ~5'000 m² de surfaces administratives et parkings couverts, Genève.

Pour le compte d'une entité sous mandat d'asset management, négociation fiscale, recherche et sélection de locataires AAA, rédaction d'un bail incluant une rénovation lourde.



MANDAT DE PROSPECTION DU MARCHÉ & VENTE de 4'500 m² de surfaces industrielles sur une parcelle de 28'500 m², Jura.

Evaluation du risque de liquidité et vente.



VENTE IMMEUBLE ADMINISTRATIF de 4'600 m², Genève.

Mandat exclusif de vente (immeubles, droits à bâtir, dépendances), évaluation, détermination d'objectifs, mise en place de la procédure de vente (sélection discrète des candidats, délais, coordination).



EVALUATION IMMOBILIÈRE ET FINANCIÈRE d'un centre d'exposition, Genève.

Examen de structuration comptable et de gestion, et évaluation IFRS/IPSAS.



EVALUATION D'UN TERRAIN BÂTI EN DROIT DE SUPERFICIE de 65'000 m², Genève.

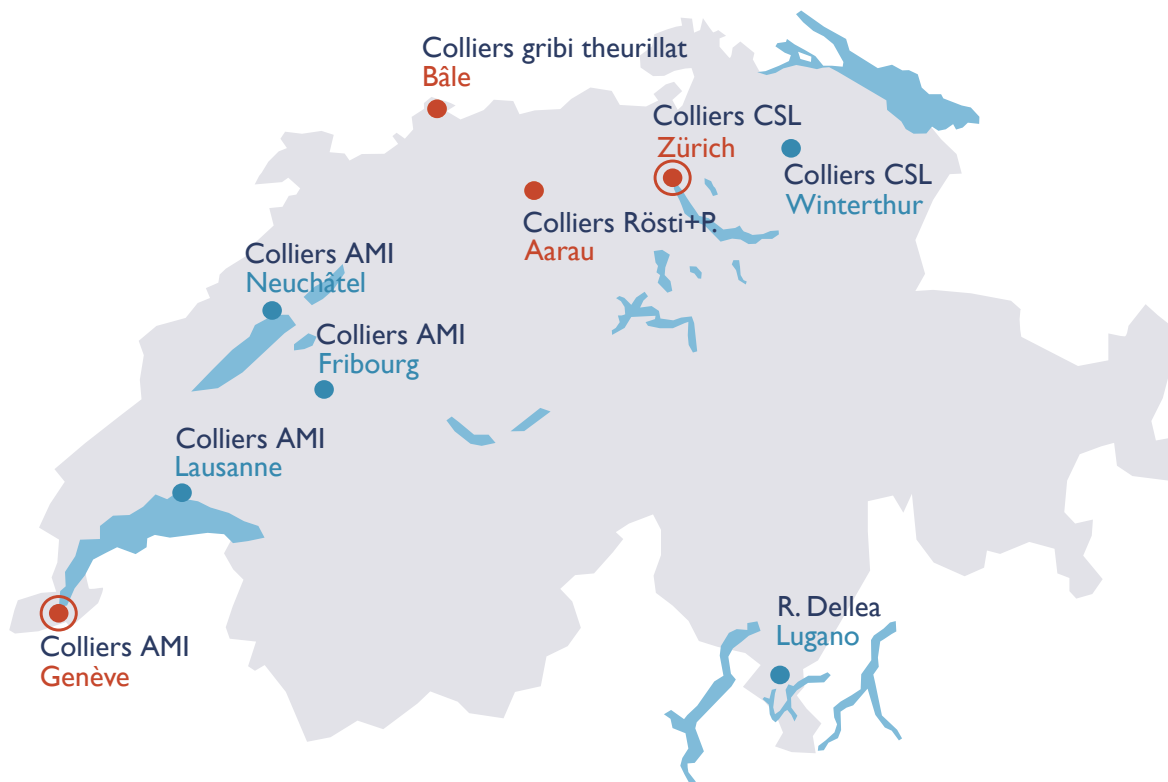
Arbitrage de scénarios de négociation.



REFINANCEMENT CHF 260 mios, Suisse romande.

Sélection de syndicats financiers, évaluation financière, évaluation de la capacité d'endettement, placement.

Colliers Suisse



COLLIERS PARTNERS

Genève	Colliers AMI (Suisse) SA	info@colliers-ami.ch
Zürich	Colliers CSL AG	immobilien@colliers.ch
Bâle	gribi theurillat AG	info@gribitheurillat.ch
Aarau	Rösti + Partner AG	info@roestipartner.ch

COLLIERS CONTACTS

Lausanne	Bertrand de Sénépart Bertrand de Sénépart & Associés	bdesenepart@cbcl.ch
Neuchâtel	Christophe Ribaux Ribaux & Von Kessel	christophe.ribaux@ribauxvonkessel.ch
Fribourg	Joseph Raemy & Olivier Ragonesi Gerama SA	direction@gerama.ch
Winterthur	Lerch & Partner Generalunternehmung AG	info@lerchpartner.ch
Lugano	R. Dellea WTC Lugano	r.dellea@wtclugano.ch



stone therapy?



visuel communication

La pierre, incontournable vecteur de production, est une force stabilisante nécessaire à un patrimoine. Colliers AMI (Suisse) SA en identifie les opportunités et les concrétise.

Etude de marché, évaluation, arbitrage, mise en oeuvre et structuration financière optimales, expertise locale et internationale.

www.colliers-ami.ch



Genève - Lausanne - Fribourg - Neuchâtel - Zurich
©Colliers Int. 9000 professionnels, 51 pays, 6 continents
32 rue de Malatrex | CH - 1201 Genève
T +41 022 317 70 00 | F +41 022 317 70 01 | info@colliers-ami.ch

Comment les prix immobiliers ont-ils évolué depuis les années 1980 ? Tel est le thème de cette brochure qui se veut une observation méthodique, mais non systématique ni exhaustive, d'un marché triplement inefficace : d'une part parce que les actifs immobiliers sont par nature opaques et illiquides, d'autre part parce que la Suisse est un « cas » au milieu du marché immobilier mondial, ne serait-ce que parce qu'elle impose des barrières d'entrée aux investisseurs étrangers, enfin parce que le cantonalisme multiplie la difficulté d'observation. Dans tous les cas, la « mémoire » immobilière est courte, fragmentée, réactive.

Vingt-cinq ans, ce n'est pas grand-chose dans un cycle humain, mais ce sont au moins quatre crises et autant d'euphories dans le marché (immobilier), dont l'ampleur des mouvements est inversement proportionnelle au souvenir qu'on en a. En 2000, la Suisse connaissait un consensus quasi militaire, qui voulait que l'immobilier devait, par tous les moyens, être exclu de l'allocation des actifs d'une fortune, individus, ménages et institutionnels confondus. Cinq ans plus tard, le consensus prône un parfait contraire, à savoir qu'une allocation de 20 à 30% dans l'immobilier est un impératif de performance. Les opinions varient, les prix aussi. C'est évident et spectaculaire lorsque l'analyse dépasse la mémoire immédiate.

Observer vingt-cinq années de l'histoire immobilière romande a représenté un travail de bénédictin, particulièrement dans le recensement harmonieux des informations. Pour ce faire, nous avons regardé et comparé la plupart des indicateurs ou indices immobiliers à notre disposition, certains indicateurs macroéconomiques, le choix des méthodes d'évaluation de divers types d'entités (banques, fonds de placement, caisses de pensions). Les plus récentes études académiques suisses sur le sujet ont été discutées avec leurs auteurs et confrontées aux résultats.

Pour illustrer les périodes d'euphorie et de dépression de l'investissement, nous avons confronté les ventes aux enchères des Offices des Poursuites et Faillites genevois à leurs estimations en cinq périodes distinctes. Enfin, six fonds immobiliers romands ont été analysés et comparés sur les vingt ans que couvre l'étude.

Force est de constater qu'entre l'analyse immobilière et la réalité – et cela conduira sans doute les experts à la plus grande humilité – il y a une constance qui ne dépend pas, elle, de la psychologie du moment : c'est l'erreur dans le long terme, c'est l'assurance de se tromper lorsqu'on intègre mal ou pas du tout les fluctuations exogènes à l'immobilier. La valeur d'un immeuble, d'une créance ou d'un fond, ce n'est jamais un rendement éternel. Même pas en Suisse !