

## Sommaire

Une catastrophe helvétique	1
L'arrosoir arrosé	2
Un indice, des indices	3
Taux hypothécaires : effets de la crise "subprime" 3	
Le prix des immeubles "10 cas pratiques + 1" 4	

## BAIL : NOUVEAU DROIT

Indexer les loyers à l'inflation ? Pourquoi pas ? Si un système simple doit être encouragé – le modèle d'indexation est une méthode objectivement séduisante – il nous semble que le débat actuel, essentiellement politique, doit être rapidement converti en débat économique. Mais pour cela, il faut à la fois simuler dans le passé ce qu'un modèle aurait engendré et mesurer finement ses conséquences. Cela suppose que des moyens considérables soient alloués aux études statistiques.

A défaut, les Suisses risquent de découvrir trop tard que ce qui est simple peut se révéler très compliqué.

Pour ce qui est de la politique, l'idéal d'un marché où les prix s'auto contrôleraient est fondamentalement contraire à l'économie de marché. Il y a un fort risque de planification par le contrôle des prix. En clair, on joue avec le feu.

Si le système dérape (économiquement), le capital fuira pour se réfugier ailleurs. Nous habiterons tous à Dubaï !

Finalement, pourquoi pas ?

Nous nous sommes intéressés à observer sur des durées plus ou moins longues l'évolution des indices et à imaginer les vices et les vertus du nouveau système.

Le consensus apparent nous étonne quelque peu. Le risque repose sur les bailleurs, donc sur l'investissement. L'indexation à l'inflation des loyers se révèle un système très favorable aux locataires. Il risque même de pénaliser la production et de raréfier l'offre.

Les loyers bons marchés pourraient-ils devenir rares ? Donc chers ?

Ce dossier est extrait d'une série d'articles que nous avons publiée dans l'AGEFI en novembre et décembre 2007.

A défaut de donner la solution, aurons-nous contribué au débat et lancé une piste : l'indexation des loyers à un indice ... immobilier, qui ne soit pas celui des prix mais celui des coûts.

Bonne lecture et bonne année

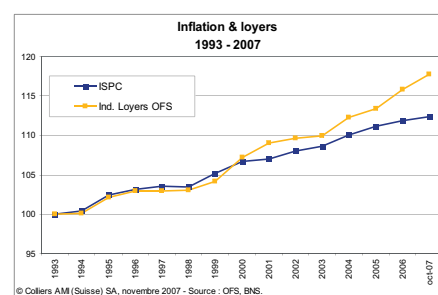
# Loyers : une catastrophe helvétique

La variable « loyer » n'est pas un concept, « en soi », décorré de l'ensemble des paramètres du marché. Le loyer est à la base de la formation de tous les prix immobiliers, comme le revenu est le « carburant » de toute industrie. L'évolution du loyer a une influence directe sur la production, la construction, l'industrie des crédits, l'investissement, la prévoyance, l'impôt... Le jeu n'est donc pas anodin. Dans une économie de marché, les loyers sont faits par l'équilibre de l'offre et de la demande. Un point c'est tout. La rareté d'un bien de consommation (les logements) aligne les prix vers le haut, son abondance les oriente vers le bas. La règle est valable pour les carottes, le pétrole, l'eau : tout ce qui s'échange, se consomme et s'utilise. Museler l'une des variables de l'équilibre économique, ce n'est rien d'autre que de redistribuer les risques. A qui ?

## Inflation et loyers: une convergence statistique parfaite?

Nous observerons ici l'évolution de l'inflation et des loyers sur deux périodes voisines pour démontrer que le choix de la durée d'observation peut inspirer des conclusions, si ce n'est contraires, du moins contrastées. Deux périodes sont donc ici considérées : une première séquence de quinze ans : la période 1993-2007 (fig.1) et une seconde, de vingt ans : la période 1988-2007 (fig.2).

Fig.1 Observation sur quinze ans



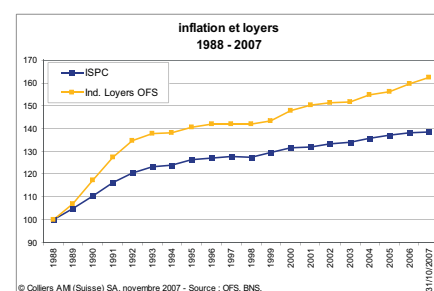
La première observation dessine une étonnante convergence de l'inflation à l'indice suisse des loyers. On y observe une corrélation de 0,9844. Cela signifie que lorsque l'une des deux variables progresse, la seconde suit systématiquement, dans une relation de même sens (ici, deux fois positive) dans un rapport de presque 1 à 1 (0,9844). Autant dire que la corrélation est parfaite et que dans les faits, les loyers suisses, depuis quinze ans suivent presque parfaitement l'ISPC dans son mouvement avec, au final, une « surperformance » de l'indice des loyers de 5%, ce qui est négligeable eu

égard à la durée de l'observation.

Cela admis la querelle politique n'aurait pas lieu d'être. L'indexation à l'inflation serait une réalité suisse depuis une demi-génération. Le droit ne ferait que s'adapter à la réalité économique. Cependant, le choix d'une durée d'observation de quinze ans est-il pertinent ?

La seconde observation, sur un socle-temps un peu plus long, n'est pas contradictoire à première vue. Les mouvements sont, entre 1988 et 1992, plus violents. La courbe se lisse ensuite. Ce choc de six ans s'explique par l'explosion du coût de l'argent entre 1988 et 1990 (donc, de l'inflation qui en est une composante) et d'une adaptation des loyers, jusqu'en 1992, conséquence directe des mécanismes du droit actuel. La corrélation sur vingt ans (entre inflation et loyers) d'établit à 0,9963. Rien à redire, sinon qu'une fois encore, la convergence inflation/loyers est confirmée, dans une mesure légèrement plus forte que l'observation de quinze ans. On pourrait ou devrait multiplier les durées d'observations avec, probablement, des résultats de corrélations semblables.

Fig.2 Observation sur vingt ans



# L'arrosoir arrosé

## Une destruction de performance ?

Economiquement, une performance réelle d'un maigre pour cent par an est un désastre financier pour n'importe quel entrepreneur parce qu'une trop maigre compensation aux risques du capital. Cela, comparé à d'autres types d'investissements. Personne n'investit pour des motifs philanthropiques. Même l'Etat ne peut se le permettre. Notre première thèse est donc de soutenir qu'un système d'indexation de loyers est principalement un risque des propriétaires et que si le niveau des prix de l'immobilier a crû de 40% en cinq ans, ce n'est pas du fait des rendements, mais de la chute des taux d'intérêts. L'immobilier a un comportement typiquement obligataire.

Les durées d'observations engendrent les mêmes conclusions. Pourtant ! Une observation économique plus fine se concentrerait sur la période de choc 1988-1992, époque durant laquelle les loyers décollent en termes absolus de près de 40% et en termes relatifs de 30%. Le mouvement est ensuite atténué, ce qui permet de retrouver globalement la corrélation parfaite illustrée plus haut. Sans ce sursaut de six ans, il y a fort à parier que les loyers auraient évolué de manière inférieure à l'inflation car l'immobilier résidentiel aurait perdu de son attrait. Cette observation devrait inspirer les milieux réfractaires à l'indexation, au moins totale, à l'ISPC. Pourquoi ? Le droit actuel permet l'adaptation des loyers selon quatre critères : taux d'intérêts, inflation, charges d'exploitation et travaux à plus-value. Or, ces quatre critères sont des variables cousines, car elles ne peuvent se mouvoir que parallèlement, s'entraînant ou « s'auto alimentant » les unes et les autres. Comment ? La variable forte, c'est l'inflation. L'inflation (ou son anticipation) pousse les taux d'intérêts à la hausse (donc les taux hypothécaires), emballe les coûts d'exploitation et de construction et finalement les prix immobiliers. Le loyer est la conséquence dernière des premières variables et inversement, dans une spirale quasi autiste. Si une variable forte (l'inflation) influence directement trois variables faibles, ces dernières « se retournent » à leur tour vers la variable forte, et ainsi de suite. Les unes sont plus ou moins les conséquences des autres. Cela a pour effet, non de multiplier par quatre l'effet inflationniste

du droit actuel, mais certainement de l'augmenter. Nous nous sommes amusés à calculer les corrélations sur vingt ans de l'inflation aux taux hypothécaires suisses (0,76), aux coûts de construction (0,80). Toutes ces proportions démontrent l'effet de contagion et d'entraînement d'un paramètre sur l'autre. La même remarque peut être opposée à la composition de l'ISPC actuel, dans lequel on retrouve...pour 25% les loyers (et l'énergie). C'est un nouveau concept économique : celui de l'arrosoir arrosé.

## Propriétaires perdants ?

Si, à la lumière du droit du bail actuel, les bailleurs n'avaient pu adapter le niveau des loyers de manière spectaculaire lors des six premières années de notre observation, l'indice des loyers aurait probablement sous-performé l'inflation et toute l'industrie immobilière aurait été freinée. Mesurer, après vingt ans, que l'indice des loyers surperforme celui de l'inflation de 20% n'est pas choquant : c'est la modeste mesure du risque d'investissement. Sur cette base, une indexation des loyers à l'inflation, même en totalité, est clairement en faveur des locataires. On peut même se poser la question de savoir si cet automatisme n'est pas terriblement défavorable aux bailleurs. Cela vérifié, il en résulterait que le coût d'opportunité d'investir dans des immeubles résidentiels serait amoindri. Cela signifierait moins d'investissements, moins de logements. Le système vertueux d'indexation serait alors rattrapé par l'effet de rareté et, par conséquent, par une hausse des prix (loyers, valeurs).

## Baux à durée déterminée et industrie de la sous-location.

Ainsi, d'une règle quasi éternelle qui voudrait que le rendement (en valeur corrigée) ne varie plus, il semble utile à la réflexion d'anticiper le comportement probable des acteurs de ce marché : propriétaires et locataires. D'une part, les propriétaires, pour éviter de créer à leurs dépens de véritables rentes de situation, ne pouvant plus adapter leurs loyers au marché, auront une propension systématique à proposer des baux de durée déterminée. On indexe le loyer à une variable que l'on ne contrôle pas (l'inflation), peut être, puis, au bout d'un certain temps (l'échéance du bail), on

renégocie. Cela se pratique communément Outre-Sarine, semble-t-il sans grand heurt. Autres cieux, autres comportements. On voit, dans cette échéance, un risque de réadaptation du loyer de référence, qui, finalement, est totalement contraire à l'objectif du projet de droit du bail.

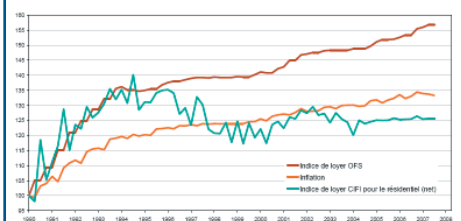
Du côté du locataire, la tentation de sous-location – dès lors que les loyers sont stables en termes réels – sera exacerbée. La valeur d'une sous-location (schématiquement), c'est le différentiel entre le loyer contractuel est le loyer du marché, actualisé jusqu'au terme du bail.

C'est décidément un marché dont les anges sont exclus.

## Les loyers de marché.

A défaut de base statistique convaincante (fig.3), les méthodes d'observation de l'évolution des loyers, les comparaisons factuelles ou hédonistes, ne nous ont jamais convaincus. Une récente (et juste) querelle opposait les indices du CIFI à celui de l'Office fédéral de la statistique. Intuitivement, l'indice CIFI, nous semble plus conforme à la réalité. Qui croire ? Au même titre, la notion de loyers comparatifs est terriblement perverse, pour deux raisons : l'effet de rareté (ou de besoin) et les valeurs subjectives. L'élasticité-prix d'un loyer dépend bien plus de la rareté des logements que de critères objectifs. D'abord, on prend ce qu'on trouve, ensuite, (si on peut) on choisit. Les critères de qualité, donc du prix qu'un locataire voudrait payer, dépendent de sensibilités que les barrières culturelles de notre pays ne permettent pas d'uniformiser. Un Tessinois n'appréciera pas forcément d'habiter au-dessus d'une Migros et devant un arrêt de tram. Un Argovien, peut-être. En conséquence, à défaut d'un indice systématique comme l'on en connaît dans certains pays européens, le concept de loyer comparatif relève du romantisme.

Fig.3 (sources CIFI, octobre 2007)

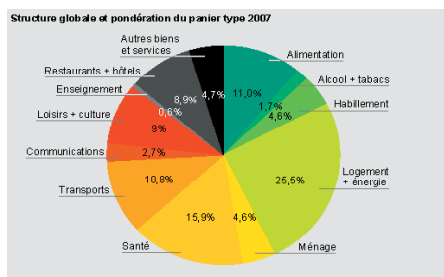


## Un indice, des indices

L'ISPC se construit selon la répartition du graphique. On relèvera que le poste « logement et énergies » constitue à lui seul 25,5% de l'indice. En d'autres termes, une augmentation de 10% du facteur logement influence pour 2,5% l'indice. Il y a là un effet d'auto-entraînement d'une variable sur l'autre qu'il conviendrait de corriger. On y intégrerait les variables directement liées à la formation des loyers (les charges d'exploitation et coûts fixes immobiliers: fiscalité immobilière, coût des services, des assurances, de la rénovation, de la construction et du capital. La perception de l'inflation n'est pas une règle uniforme pour tous. Quelle est, intuitivement, la charge première de la classe moyenne ? A égalité ou presque avec le logement et la santé : les impôts. Y a-t-il trace de la fiscalité dans l'indice ? Dans l'immobilier, l'impôt, c'est 30% des charges d'investissement, au moins. Indexer les loyers aux coûts de production et d'exploitation des bâtiments nous semble plus cohérent que de les lier au coût des loisirs, de l'alcool ou des assurances sociales.

### Composition de l'ISPC

Fig 2 (sources Office fédéral de la statistique, 2007



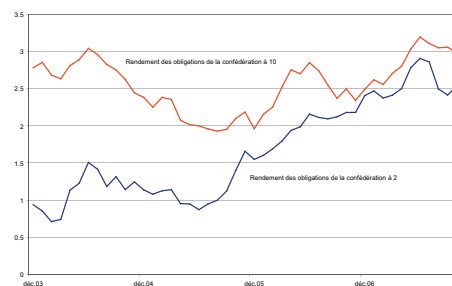
# Taux hypothécaires: effets de la crise "subprime"

La crise de confiance dans le système bancaire américain a poussé la réserve fédérale à abaisser plusieurs fois ses taux directeurs depuis le mois d'août. Quelles conséquences peut-on attendre pour le marché du crédit hypothécaire suisse ?

Tandis que la banque nationale suisse et la banque centrale européenne poursuivaient une hausse régulière de leurs taux d'intérêt directeurs, les nouveaux records de faiblesse du dollar les ont stoppés dans ce mouvement. En effet, la baisse du dollar exerce une pression négative sur la conjoncture européenne et devrait en éloigner le risque inflationniste.

Cette situation a immédiatement influencé les taux d'intérêt offerts en Suisse. Ceux-ci ont marqué le pas sur toutes les échéances à partir du mois de juillet. Une fois de plus, ceux qui tablaient sur une hausse continue et significative des taux d'intérêt ont été déçus. Pour l'avenir la faiblesse structurelle du dollar liée au faible taux d'épargne aux Etats-Unis devrait continuer à empêcher toute hausse importante des taux d'intérêt en Europe.

Ce qui frappe, c'est que le marché des bons du Trésor américains n'a pas réagi négativement aux événements de ces derniers mois, au contraire. Il en ressort que les banques centrales ont gardé toutes leur crédibilité quant à leur capacité à garder l'inflation sous contrôle. Dès lors, nous continuons de recommander les échéances courtes pour les emprunts hypothécaires en Suisse. D'une part les taux sont plus bas que sur les échéances longues et d'autre part les économies ne semblent pas prêtes à supporter des hausses de taux significatives.



les taux d'intérêt semblent déjà avoir atteint leur sommet en suisse.

Michel Dominicé



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.

Le prix des immeubles

Lorenzo Pedrazzini • François Micheli

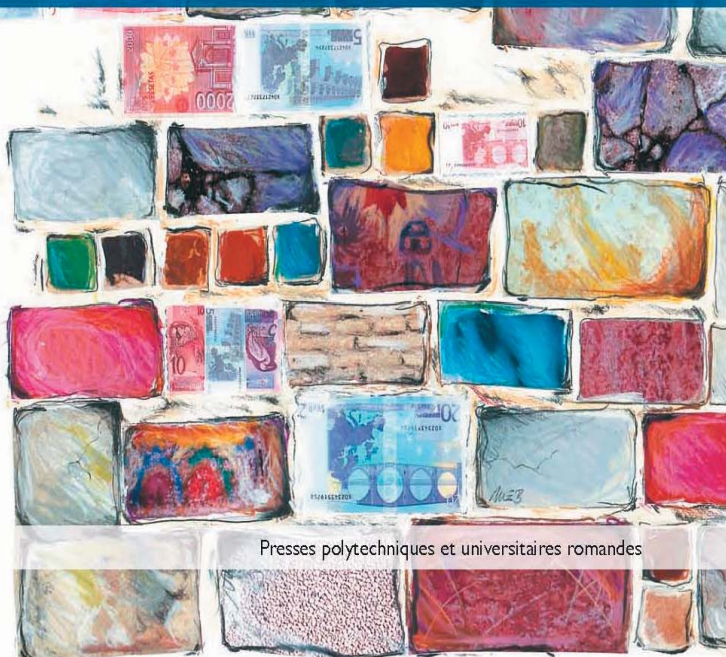


# Le prix des immeubles

10 cas pratiques + I

Deuxième édition revue et augmentée

Lorenzo Pedrazzini • François Micheli



Presses polytechniques et universitaires romandes



Commande aux Presses Polytechniques et Universitaires Romandes :  
par téléphone: +41 - 21/693 41 31, par fax: + 41 - 21/693 40 27  
par E-mail: ppur@epfl.ch, par internet: <http://www.ppur.org>

## Réédition, revue et augmentée

### 10 cas + I

Revisitée, réactualisée, complétée cette réédition d'un guide de référence arbitre les notions de coûts, de valeurs et de prix.

Introduit par un condensé efficace des règles et étapes financières de l'évaluation immobilière ainsi qu'une critique de leurs limites, tous les thèmes d'évaluation sont abordés : foncier, immeubles résidentiels, commerciaux, industriels, droits de superficie, servitudes, leasing, hôtels, hypothèques, portefeuilles... »

Pour la première fois, dans la théorie de l'évaluation immobilière, le coût d'opportunité et la valeur de l'investissement économe en énergies ou «écologique» sont analysés, mesurés, de manière simple, avec l'humour qui a prévalu au succès de cet ouvrage.

### Un droit du bail à effet de serre?

Le « bâtiment » est un des principaux consommateurs d'énergies fossiles non renouvelables de l'activité humaine. C'est un des secteurs prioritaires dont les pouvoirs publics doivent se préoccuper.

L'encouragement légal doit être adapté, de manière forte et convainquante.

Le droit du bail (fédéral) et les législations cantonales de type « LDTR » sont concernés au premier chef, deux tiers des Suisses étant locataires.

L'arsenal légal actuel limite -voire en matière de LDTR empêche !- la rentabilisation des investissements nécessaires et urgents en matière environnementale. Ni les hausses de loyers, ni les incitations fiscales ne suffisent à rémunérer et amortir les investissements à consentir. Alors même que les locataires en profiteraient par une baisse de ses charges.

Le véritable enjeu est là pour la Confédération, bien plus que dans le mode d'indexation de loyers qui suivent déjà, à 98%, le cours de l'inflation.

Responsable édition :

Susana Teixeira, [teixeira@colliers-ami.ch](mailto:teixeira@colliers-ami.ch)



rue de Malatrex 32 CH - 1201 Genève  
T +41 22 317 70 00 F +41 22 317 70 01  
[info@colliers-ami.ch](mailto:info@colliers-ami.ch) [www.colliers-ami.ch](http://www.colliers-ami.ch)

www.colliers.ch<sup>18</sup>

gribi theurillat AG (Basel, Laufen, Liestal, Aarau, Colliers R+P AG, contrus finance AG, Liestal)

Colliers CSL AG (Zürich, Winterthur, Glatbrugg)

Etude Ribaux & von Kessel (Pöschel) (Fribourg)

Geramo SA (Fribourg)

de Rahm & Cie SA (Lausanne)

Genève (Colliers AMI (Suisse) SA)

Colliers AMI (Colliers AMI logo)

Colliers R+P (Colliers R+P logo)

Colliers CSL (Colliers CSL logo)

Colliers gribi theurillat (Colliers gribi theurillat logo)