

L'invité

Dans l'immobilier, on paie aussi la rareté de l'objet

Lorenzo Pedrazzini*

A défaut d'alternatives de placement, l'investisseur s'acharne sur la pierre depuis presque dix ans. Evidemment, quand tout le monde veut la même chose au même moment et pour les mêmes motifs, et que cette chose est rare, son prix s'envole. En théorie, la classe d'actifs un peu hybride qu'est l'immobilier est supposée suivre plus ou moins parfaitement le niveau des taux d'intérêt. Quand l'argent ne coûte rien, les plus malins (et les plus bêtes) ont quelque tendance à dépenser. C'est normal. J'avais assisté, jadis, dans un amphithéâtre de l'Insead, au magnifique raccourci d'un ancien premier ministre qui, d'un trait, avait réglé le problème dans son introduction: «L'immobilier, je n'en parlerai pas, c'est de l'obligataire pour rentiers.»

En théorie, la classe d'actifs un peu hybride qu'est l'immobilier est supposée suivre plus ou moins parfaitement le niveau des taux d'intérêt

Cher Raymond! Le trait n'est pas faux. Nous verrons ici que lorsque l'immobilier se traite par du papier, les rentiers donnent raison au professeur. Il en est tout autrement lorsqu'il s'agit d'investissements directs. Il nous a paru intéressant d'illustrer quelle part du prix des immeubles est payée pour des raisons de rareté et de tenter d'illustrer une sorte «d'indicateur de pénurie».

Depuis dix ans, nous actualisons la corrél-

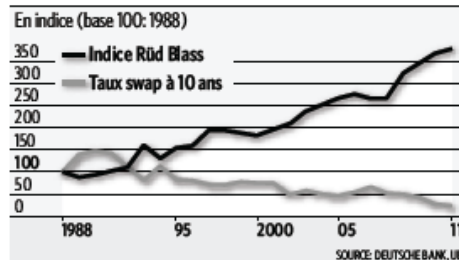


*Administrateur délégué, Colliers International Suisse romande; en collaboration avec B. Cavaleri (www.colliers-ami.ch)

tion taux d'intérêt/cours des fonds immobiliers (suisses) (graphique 1) dont la tendance se révèle presque ennuyeuse à la longue: les parts de fonds immobiliers souscrits se comportent comme des obligations (fig. 1), dans une mesure de corrélation avec les taux d'intérêt presque parfaite (0,9/1, sur 24 ans). Les primes (ou agios) ont beau s'envoler, il semble que le marché les ignore. On peut même entendre des conférenciers avisés nous expliquer que les fonds remplacent magnifiquement les obligations d'Etat. A risque égal? L'engouement pour ce type de placement, si ce n'est le paiement d'un coupon de l'ordre de 3%, relève surtout d'un manque d'offre de papier. Les 26 milliards de capitalisation des fonds suisses ne satisfont pas une demande qui absorberait aisément le double. Le casse-tête des directions de fonds est de dénicher de nouveaux investissements dans un territoire exigu où plus grand-chose ne se vend. On atteint là un niveau de saturation insolite car la demande de consommation immobilière (notamment les logements), elle, ne tarit pas. L'investisseur en fonds de placement paie donc, sans le savoir, une prime de rareté en plus d'un agio.

Si l'on compare trois courbes ou trois évolutions dans le long terme (graphique 2): la croissance des créances hypothécaires (environ 770 milliards à date de ces lignes), la croissance des prix (pour simplifier, nous avons retenu l'immobilier de jouissance suisse) et enfin l'évolution des taux d'intérêt (taux variable) sur 12 ans, on constate les corrélations suivantes: le montant des hypothèques suit parfaitement le niveau des prix (corrélation de 0,97/1). Par contre, la corrélation taux d'intérêt rapportée aux prix est insignifiante (0,7), et rapportée au volume des hypothèques, faible (0,79). Comment interpréter tout cela?

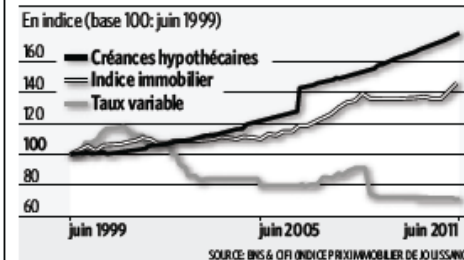
Effet obligataire des fonds immobiliers



D'abord, examinons le couple prix/montant des hypothèques. Le parallélisme des proportions indique que le recours à l'hypothèque lors d'acquisition d'un bien d'habitation est systématique, y compris lors d'achat de résidences secondaires. L'effet de courroie ou d'entraînement d'une variable sur l'autre semble quasi exact, également. Rien de nouveau de ce côté. Bien plus intéressant est de calculer la corrélation taux d'intérêt et prix. Intuitivement on s'attendrait à un parallélisme parfait, une corrélation très proche de 1. Or elle est faible (0,7). C'est là qu'entre en jeu une notion connue dans la distribution de biens de consommation: la prime de rareté. Supposons que l'immobilier de jouissance puisse se comporter comme les fonds immobiliers vus plus haut, dans un paradigme de corrélation quasi permanent avec les taux d'intérêt, la corrélation se situerait aux alentours de 0,9. Or elle est inférieure de 22% (0,7).

Cela étant, admettant que la démonstration qui précède est plus littéraire que scientifique, une conclusion (plus ou moins hâtive) tendrait à supposer que lorsque l'on achète une maison un million de francs, on paie en moyenne deux cent mille francs de prime de n'avoir pu sereine-

Les intérêts influencent peu les prix



ment ou librement choisir, comparer, négocier. En d'autres termes, on paie cher «l'erreur raisonnée» de vouloir au même moment ce que le plus grand nombre cherche dans un marché où l'offre ne suit pas la demande.

Les calculs esquissés ici l'ont été sur trois variables choisies plus ou moins arbitrairement. L'indice des prix retenu révèle une moyenne suisse. Autour du Léman, il n'est pas impossible qu'en mai 2012 (le 6, vers 19h30, selon nos sources), quelques candidats au «forfait Hollande» acceptent même de payer 100% de cette prime de rareté.

Construisons vite d'ici là, par conséquent, et passons-nous de permis de construire avant que tous les exilés du monde ne soient plus... par d'autres.

>> Sur Internet

Retrouvez sur notre site de nouvelles contributions d'invités extérieurs, ainsi que l'ensemble des articles écrits dans cette page par des invités

www.letemps.ch/forum_eco