

Sommaire

L'argent gratuit	1
Tous inégaux devant l'impôt	1
La grande bulle des banques centrales	2
La valeur finale en période de taux bas	2
La fin des échoppes	3
Bureaux : la leçon des durées	4

L'argent gratuit

On vit un moment formidable : taux d'intérêt négatifs, des imprimeries centrales qui distribuent de l'argent pour rien, un coût du crédit qui s'envole pourtant. Le zéro à l'infini, c'est la référence freudienne d'un discours économique qui ne ressemble à rien.

Aucun modèle (le « modèle » étant une sorte de martingale pour analphabètes) ne fonctionne. Y compris pour l'immobilier, classe d'actifs d'ordinaire réservée à des esprits simples, au mieux capables de comprendre la règle de trois. Ce qui valait « un » en 2000, vaut quatre en 2016 (en Suisse du moins). A Londres, c'est six, à Dubaï, c'est neuf ! A quoi servent les experts ?

Le « quantitative easing » (ce qui correspond à huiler des rouages usés pour qu'ils tournent plus vite), inventé par le MIT il y a quinze ans, a payé, c'est sûr. L'effet subi par le franc suisse n'a pas été anticipé de sorte que les actifs qui dépendent pour 100% des taux d'intérêt (dont l'immobilier) ont dépassé les étages et la capacité de l'ascenseur sensé les guider. Qui l'avait prédit ?

Les effets secondaires du bonheur des uns et du malheur des autres sont nombreux. Il ne sont pas forcément déprimants. Ce seizième Stone page tente d'aborder quelques facettes en apparence étranges : les modifications de comportement du commerce, des administrations ou des services, le problème biblique des banques centrales, l'échec des théories d'évaluation classiques, le drame de la fiscalité des entreprises, le bonheur de l'endettement des Etats.

Bref, c'est comme au temps des cavernes, celui (la plupart du temps, c'est « celle ») qui comprend la demande créée de la valeur. Ce propos n'est pas simplement le postulat d'un militant marxiste, c'est ce qu'écrivait Donald Trump, trente ans avant son idée de « mur ». On n'invente rien, tout est dans la pierre ou la brique !

Jadis et naguère, l'investissement espérait une performance. A présent, ce qui compte, c'est de préserver le capital, l'acquis. Il s'agit donc bien d'une approche de rentier et ce comportement est aussi essentiel pour les particuliers, les institutions, que pour l'Etat dont la dette nominale ne cesse d'augmenter. En fait, elle ne coûte rien (et même, elle rapporte !), bien qu'on l'affiche par bravade sur notre siège de la rue Voltaire - non pour alarmer le péquin - mais parce que des chiffres aux nombres infinis... et qui clignotent en rouge, c'est presque beau.

Voilà quelques drames de petits riches que l'on aborde dans ce « stone page ». Bonne lecture.

Tous inégaux devant l'impôt

Trois situations (et une bis) sont étudiées, toutes choses étant égales par ailleurs : 1) la détention en nom, 2) la détention par une société et, variante bis, sous le régime éventuel de RIE III, sauce genevoise 3) la détention par une caisse de pensions.

Méthodologiquement, les hypothèses du calcul sont très simples. Si la valeur fiscale (celle qui détermine l'impôt sur la fortune) est la même pour tous, on constate ici qu'une caisse de pensions peut acheter plus de trois fois le prix d'un particulier, à rendement net égal. Plus de trois fois ! Le plus mal traité est l'actionnaire qui ne perçoit « que » 29% du loyer encaissé. RIE III le soulagerait quand même de 23%.

La déduction des intérêts d'une dette n'est pas une optimisation quand les taux sont proches de zéro ! Donc l'argumentaire du "levier" est artificiel.

A moins d'acheter par la dette uniquement. Ce n'est pas impossible mais c'est rare. Enfin, lauréat sans comparaison, l'instrument de prévoyance dont la performance de rendement est de plus du triple des lambdas précédemment cités. En effet, si le disponible après cette cascade d'impôts devait déterminer une valeur en capital (ici, la capitalisation retenue est de 5%), la valeur d'un actionnaire (pour le même actif) serait de 4'600, celle d'une caisse 15'445. Quelques esprits chagrins pourraient rétorquer que plusieurs impôts ne sont pas retenus dans l'exemple, notamment ceux qui relèvent de l'arsenal fiscal qui frappe les transactions. Détail suicidaire que nous omettons pour ne pas aggraver ici une légitime dépression.

On ne joue donc pas dans la même ligue.

IMPOSITION DES IMMEUBLES SELON LE TYPE DE DETENTION (GE)

Détention	100% fonds propres (immeuble logements)	taux 2016	taux RIE III	en SI actuel	en SI RIE III	en nom	2e pilier
Revenu locatif/ Etat locatif				1'000	1'000	1'000	1'000
Résultat				800	800	800	800
Impôt Société (GE + IFD)		24.2%	13.0%	-193	-104		
Revenu avant distribution				607	696	800	800
Impôt revenu actionnaire (réd 40%)		25%	27.0%	-152	-188		0
Impôt propriétaire en nom (hypothèse)		35%				-280	
Impôt foncier 2 0/00 - 1 0/00 - 1.5 0/00				-37	-37	-18	-28
Impôt sur la fortune (1 %)						-185	0
Impôt sur la fortune (valeur des actions) (valeur fiscale immeuble x 1%)				-185	-185		
Net disponible (Free cash flow)				233	286	317	772
Performance (post fiscale) sur scénario SI						36%	231%
Equivalents rendements (ROE)		5.0%		4'662	7'157	6'333	15'445
Total des impôts liés à l'actif		en CHF		-567	-514	-483	-28
Total des impôts liés à l'actif		en % /résultat		71%	64%	60%	3%

Dernière publication

6'000 exemplaires vendus...

... et toujours pas le Nobel!

Nouvelle édition revue et augmentée (avril 2016)
Commande: www.ppur.org

La grande bulle des banques centrales

DOMINICÉ+CO

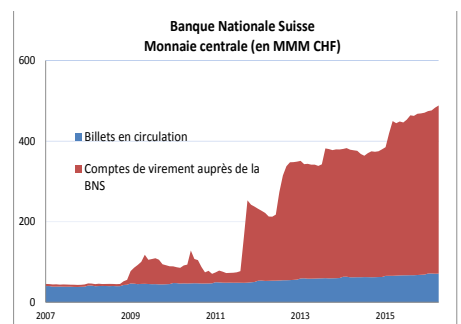
La politique des taux négatifs mise en place par la Banque Nationale Suisse depuis fin 2014 accompagne le mouvement d'expansion des bilans des grandes banques centrales. La BNS cherche à freiner l'expansion de son propre bilan qui atteint des proportions alarmantes car outre le risque de change qu'elle prend, elle court des risques de crédit sur ses actifs qui sont considérables par rapport aux capacités financières du pays.

Ni l'abandon du taux plancher contre l'euro, ni l'introduction des taux négatifs n'ont permis d'enrayer la dérive : le passif de la BNS s'est encore accru de 10% sur les 12 mois écoulés pour atteindre près de CHF 500 milliards, un niveau record (voir image). Le scénario le plus probable est que la Banque Centrale Européenne continue sa politique fortement expansive en dépit des critiques de plus en plus fréquentes que la stimulation monétaire n'a plus aucune efficacité et que les économies européennes devraient s'orienter vers des réformes structurelles. De son côté, la Réserve Fédérale devrait se montrer très timide dans son mouvement de hausse des taux. Qu'est-ce qui a changé dans le monde pour que des taux proches de zéro n'aient plus le même effet stimulant que dans les cycles précédents ? La réponse est à chercher dans une économie de moins en moins dépendante d'investissements

lourds en capitaux et de plus en plus orientée sur du savoir-faire. Seul l'investissement immobilier réagit de façon significative aux taux d'intérêt, ce qui ne suffit pas pour entraîner le reste de l'économie. En outre, une population vieillissante et une demande accrue de sécurité assurent un flux d'épargne abondant sur les marchés de capitaux et pèsent sur le niveau des taux d'intérêt réels. Enfin, la technologie de l'information et la mondialisation créent des pressions déflationnistes inédites. Les taux d'intérêt bas s'inscrivent donc avant tout dans une dynamique à long terme et il ne faut donc pas s'attendre à des hausses significatives. En Suisse, pour éviter que les taux négatifs n'entraînent une bulle immobilière, les autorités cherchent à segmenter le marché des capitaux en deux groupes, via un système où les taux négatifs ne s'appliquent aux banques qu'à partir de vingt fois les réserves obligatoires auprès de la BNS. Le premier groupe concerne les banques commerciales aux bilans importants, leur permettant d'échapper totalement aux taux négatifs, qu'ils n'appliquent donc pas à leurs déposants et qui n'accordent pas des prêts hypothécaires à des taux au-dessous d'un seuil leur permettant un certain niveau de marges. Le deuxième groupe est formé

par les banques de gestion de fortune aux bilans restreints et sans activités hypothécaires. Ce deuxième groupe subit de plein fouet les taux négatifs qui sont facturés aux clients. On peut donc considérer que le marché hypothécaire suisse bénéficie d'un coussin de sécurité en cas de hausse des taux, car la fin des taux négatifs ne devrait avoir aucun impact significatif sur les taux hypothécaires qui sont déjà construits sur une base de coût des dépôts à 0%.

Dans ce contexte, nous recommandons une stratégie d'emprunt qui consiste à privilégier les échéances courtes à taux très bas et à ne faire appel à des échéances plus longues que dans une perspective de contrôle de risque en fonction de la solidité de son bilan.



Légende : évolution des deux composantes de la base monétaire en Suisse ; Source : BNS

Michel Dominicé - Associé senior

La valeur finale en période de taux bas

Le calcul DCF divise la durée de vie de l'immeuble en une période de calcul, typiquement dix ans pour lesquels on détaille les entrées et sorties d'argent, suivie d'une période de durée indéterminée résumée par une valeur terminale inscrite à la fin de la période de calcul. Si la période de calcul compte 10 ans actualisés à 5%, la valeur terminale contribue pour 70% du résultat DCF.

Il faut donc l'estimer soigneusement. Ce découpage peut signifier soit (1) que l'investisseur compte bénéficier des cash-flows pendant dix ans puis revendre son immeuble, soit (2) qu'on simplifie le calcul en renonçant à détailler les cash-flows après dix ans. Dans le premier cas, la valeur terminale est un prix de sortie; dans le second, le résultat d'un calcul DCF simplifié qui serait réalisé à l'année 10. Ces deux interprétations convergent si

on peut admettre que la meilleure façon de déterminer le prix de sortie est par le calcul DCF simplifié correspondant à la deuxième interprétation, typiquement une valeur par capitalisation.

A y regarder de plus près, cette façon de faire n'est pas satisfaisante. Ni le prix de sortie, ni la valeur actuelle de 90% des cash-flows ne devrait être estimée par simple capitalisation. S'il s'agit juste de simplifier le calcul, alors cessons d'exagérer. On peut tracer une évolution plausible des différentes composantes des cash-flows sur la durée de vie économique de l'immeuble, donc étendre la période de calcul assez longtemps pour qu'il n'y ait plus besoin de valeur terminale. Cela permet de placer les investissements

périodiques de rénovation, de faire varier les taux de croissance des revenus et des charges et le taux d'intérêt, et d'imaginer qu'un jour le bâtiment ne vaut plus rien.

Si l'hypothèse est que l'investisseur revend après 10 ans, on doit prévoir le prix de marché à cet horizon. Exercice difficile, mais pas tellement plus que d'estimer la valeur vénale actuelle. On pourrait conclure que le prix de revente, évalué prudemment au vu des risques, est inférieur au prix actuel. Cela ne serait pas le résultat d'un calcul de valeur terminale utilisant un taux de capitalisation dépassant le taux d'actualisation mais d'une appréciation prudente de l'évolution du prix.

Prof. Philippe Thalmann, EPFL

La fin des échoppes

Après avoir mesuré dans les numéros précédents le risque de baisse de loyers d'habitation au regard du CO₂, décrit le marché des bureaux comme un excellent indicateur avancé de la santé d'une économie, évoqué les opportunités délaissées de l'investissement immobilier industriel, nous nous intéressons ici au segment des magasins, échoppes ou dans le jargon : du "retail".

Le petit commerce se meurt. Cette situation relève tant du modelage urbain que de nouveaux comportements façonnés par des arbitrages purement économiques. Pour dire simple, les arcades se vident, se paupérisent. Ce postulat se vérifie dans tous les axes de seconde importance. La désertification commerciale de rues entières, même bien centrées dans les villes, a une influence significative sur les valeurs immobilières.

Pour schématiser : un immeuble en ville, c'est un rez de chaussée destiné aux commerces, un ou deux étages affectés au bureaux, le reste étant laissé au logement. Cette typologie est une règle pour 95% des bâtiments. Elle est d'ailleurs imposée par la loi. Cette mixité d'affectations (d'usages ou de destinations) est en principe une opportunité pour le bailleur, parce que commerces et bureaux sont en principe loués plus cher (au mètre carré) que les logements. Jusque dans les années 90, le loyer d'un mètre carré commercial pouvait représenter un multiple de celui des appartements, donc un « accélérateur de rendement ». Le bail commercial étant moins soviétisé que le bail d'habitation, on y appliquait une solidarité supplémentaire plutôt motivante. Le bailleur pouvait percevoir une part du chiffre d'affaires en sus du loyer de base. Nous écrivons à l'imparfait ce qui est toujours possible et légal, mais plus difficile à négocier. Louer des commerces est et fut, par conséquent, une grosse cerise sur le gâteau, à tel point que le propriétaire avisé tentait d'étendre ses commerces en densifiant les rares droits à bâtir qu'il pouvait détenir. Le résultat est sinistre et se voit dans la multiplication de « galettes commerciales » au pied des immeubles de la génération 60.

Ce phénomène peut évidemment s'expliquer par une transformation radicale du commerce et du mode d'échange. Quatre règles régissent la valeur d'un lieu commercial : le niveau du loyer, la

spécialité, l'accès (donc le taux de passage), et la visibilité.

L'activité ou le profil de tel ou tel type de commerce peut devenir rapidement obsolète. Ainsi ont disparu fleuristes, antiquaires, libraires, bouchers, épiciers, poissonniers, électroménager et cordonniers... Y ont résisté les kiosques, pharmacies, bars et coiffeurs, complétés par des néo arrivants plus folkloriques : kebabs, épicerie 24/24 et autres tatoueurs. On est loin du village idéal !

On peut expliquer cette mutation par trois facteurs : la difficulté d'accès, les centres commerciaux de ville, la concurrence d'autres canaux de distribution. L'accès est déterminant. Une concentration de mouvements (transports publics ou privés) nuit à la fluidité. On y répond – comme en Scandinavie – par des décisions drastiques : limitation de vitesse, profusion de parkings, accès pendulaires limités. La présence de grands centres commerciaux de centre-ville a, depuis trois décennies, assommé le commerce en influençant la consommation

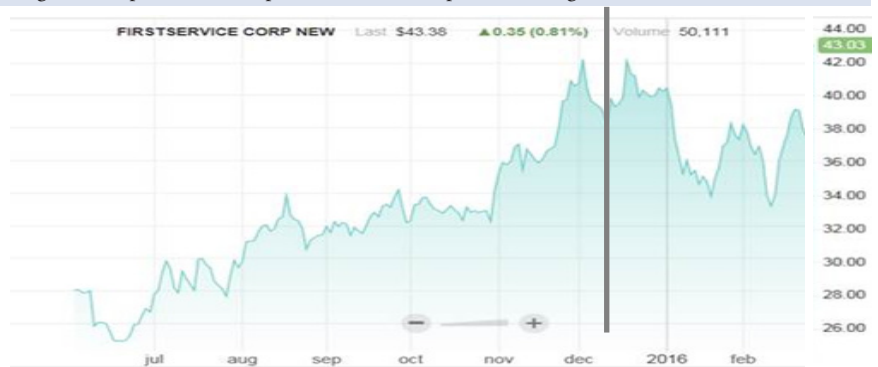
par les prix et la simplicité de se servir. Une étude de la FIABCI de 2012 estimait que 300 mètres carrés de supermarché condamnaient à la disparition de 5 à 6 commerces dans un rayon de 200 m.

Enfin, l'e-commerce représente 30% de la consommation des pays anglo-saxons, 5% chez nous, mais la tendance s'alourdira. Certes, il sera toujours délicat de se faire coiffer par internet. Mis à part quelques exceptions, 80% du commerce de détail risque de frôler l'inutilité absolue.

Qu'en penser ? D'abord, il semble que le phénomène est durable. Cela suppose d'en tenir compte dans l'évaluation, donc dans les transactions. Ensuite, à défaut de normes contraignantes (un impôt sur les centres commerciaux ou une subvention au petit commerce), il faut permettre la réaffectation des rez de chaussée en logements. Préserver une vie sociale équilibrée, le commerce n'ayant pas qu'une fonction d'échange matériel !

On a vendu Colliers

Fin 2015, nous avons vendu à Colliers International le droit d'usage exclusif de la marque « Colliers » pour la Suisse (romande). Plusieurs médias s'en sont fait l'écho, s'interrogeant légitimement sur la raison : contentieux, opportunité ou divergence stratégique ? En fait tout est bien plus simple. Convaincu de la nécessité d'intégration des grands groupes de conseil immobilier, l'actionnaire principal de Colliers, First services, a décidé de coter les activités « bureaux » à la bourse New York sous la raison sociale « Colliers ». Le "chart" annexe indique que les marchés ont peu apprécié notre défaut. Dépendre de la bourse américaine nous a paru trop (plutôt) contraire à notre souci d'indépendance. Colliers restera un interlocuteur international privilégié, mais non exclusif. 16 ans de mariage, une séparation mais pas de divorce. En plus, on a la garde des enfants et des... amis.



Bureaux : la leçon des durées

Taux de vacance, prix moyens ou (mieux) médians, disséqués par catégories (si possible), représentent une information utile pour comprendre l'offre et la demande, mais ne dessinent pas correctement l'état d'un marché et, surtout, ses perspectives. En France et Grande Bretagne, nos confrères jugent l'appétit ou la satiété d'un marché, non sur la base des prix et surfaces seuls, mais par le temps de relocation des objets. Ainsi, la durée de mise en location est une information essentielle.

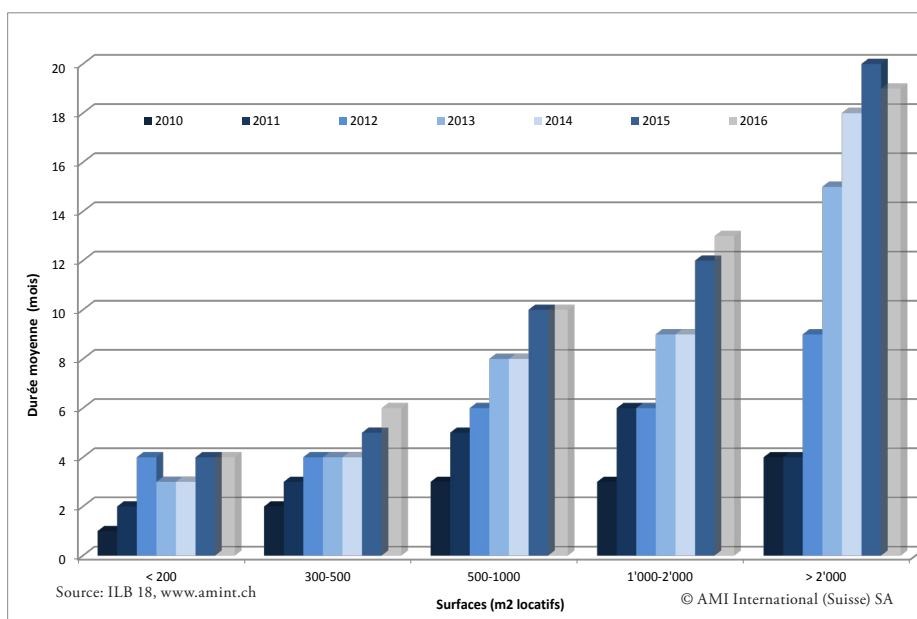
Certes, une réserve peut être opposée à cette observation et en nuancer les conclusions. Elle réside dans la capacité d'un bailleur, un propriétaire, à "maintenir les prix" et faire le "dos rond" en période de baisse. Ce phénomène de résistance est fort en Suisse, pays où 60% du parc de bureaux est détenu par des institutionnels, propriétaires qui d'ordinaire, ont les moyens de tenir.

Si le niveau du loyer reste toujours un choix stratégique - les bailleurs sont libres de baisser ou non leurs objectifs à la location - le temps

moyen nécessaire à la relocation ne ment jamais sur l'intensité de la demande. Loyers, surfaces et durée sont les trois variables essentielles du marché. En ignorer une seule fausse complètement l'observation. Par conséquent, le seul taux de vacance n'est pas significatif. Nonobstant les faiblesses statistiques, l'ILB (que nous publions depuis 11 ans) s'est penché sur les durées, non comme preuve exhaustive d'une tendance, mais comme indicateur de la santé, dans ce thermomètre implacable de la santé de l'économie que sont les bureaux.

Notre observation conclut à une croissance spectaculaire des durées, particulièrement en 2015 (2016 illustre le même phénomène).

L'explosion de l'attente y est spectaculaire : + 20%. Dans les conditions de marché actuelles (où la demande provient quasi intégralement des velléités de déménagement ou de diminution de surfaces d'entreprises locales) plus c'est grand, plus c'est long ! Au-delà de 500 m² (35 places de travail), louer est un art. A moins de six mois, on est soit chanceux, soit... brillant.



Nos activités

- Evaluation (IFRS, marché, investissement, financement,...)
- Asset management immobilier, direction de portefeuille
- Transactions : achats et ventes, conseils ou conduite de procédure
- Arbitrages : investissement, entreprises de services, industries, collectivités publiques
- Financement et refinancement de projets
- Commercialisation : administratif (bureaux) et industriel
- Recherche : marché, comportement, tendances, articles, ouvrages
- Formation (31 stagiaires universitaires depuis notre fondation, en 2000)

Zurich : AMI CSL Immobilien
Schärenmoosstrasse 77, 8052 Zürich

T. + 41 43 210 51 00
F. + 41 43 210 51 51



Tous droits réservés. Reproduction, même partielle, sous quelque forme ou sur quelque support que ce soit, interdite, sans l'accord écrit de l'éditeur.

Les articles 1 et 3 sont des reprises partielles d'articles parus dans l'AGEFI (2015 et 2016)

Responsable rédaction :
Matthieu Billaud, billaud@amint.ch

Responsable édition :
Raphael Reginato, reginato@amint.ch

ami
immobilier | indépendant | international

Rue de Malatrex 32 CH - 1201 Genève
T +41 22 317 70 00 F +41 22 317 70 01
info@amint.ch www.amint.ch