

## L'IMMOBILIER PROFITERA ENCORE EN 2017 DE CONDITIONS FAVORISANT DE NOUVELLES HAUSSES DE PRIX



ALAIN FREYMOND,  
Associé & CIO, BBGI Group

L'OPINION MAJORITAIRE EST AUJOURD'HUI MODÉRÉMENT OPTIMISTE

Le marché suisse de l'immobilier semble toujours avoir les faveurs des investisseurs suisses et internationaux lorsqu'on leur demande si la place helvétique reste attrayante en 2017 en comparaison internationale. Ce sont essentiellement la stabilité politique de la Suisse, la force du franc, les taux d'intérêt et de financement historiquement bas qui sont évoqués comme les principales raisons de l'attractivité de l'immobilier suisse. Il est pour le moins étonnant de constater que si, sur le fond, de nombreux investisseurs considèrent que le marché suisse reste attrayant, dans les faits, le segment commercial (accessible aux investisseurs internationaux) a été conjoncturellement faible en 2016 et ses perspectives restent modestes en 2017. En général, le consensus semble en effet aujourd'hui toujours estimer qu'en 2017, le marché résidentiel se comportera mieux que le secteur commercial, en phase de stabilisation dans une conjoncture difficile, et au segment des surfaces de vente, clairement perçu comme devant souffrir des effets de la compétition des ventes de détail sur internet et du changement des habitudes de consommation. Le marché résidentiel est, à l'opposé, toujours considéré comme le plus sûr et privilégié, justifiant des attentes de nouvelles hausses de prix en 2017. En ce qui concerne la perception de la situation de l'offre et de la demande globales, il nous semble que très peu d'investisseurs considèrent que 2017 pourrait voir un changement de la nature de l'offre. Les assureurs et les institutions de prévoyance sont toujours en quête de nouvelles formes de placements alternatifs aux obligations sans rendement et, en l'absence d'une perspective

prochaine de correction durable des cours, la motivation d'éventuels vendeurs reste limitée. Du côté du financement des acquisitions, il ne nous semble pas non plus que la majorité des intervenants considère que les conditions d'octroi de crédit se durciront en 2017. Bien évidemment, la normalisation des taux directeurs et la hausse des taux longs, déjà observées aux États-Unis notamment, finiront aussi par intervenir en Suisse, mais la première phase de correction n'est de loin pas perçue comme un facteur de risque majeur même si l'évolution des taux est clairement considérée comme un élément prépondérant de moins en moins favorable. En termes de stratégie de placement pour les investisseurs privés et institutionnels, il apparaît nettement que le secteur résidentiel devrait encore et peut-être toujours être privilégié. Le facteur démographique et les flux migratoires sont des éléments déterminants pour l'appréciation des perspectives de notre marché. Le consensus semble ici aussi considérer que ce facteur devrait devenir plus négatif en raison notamment de la votation du 9 février sur le frein à l'immigration et ses effets sur l'évolution du solde migratoire. Dans l'ensemble, l'année 2017 est donc considérée comme une nouvelle année probablement positive pour les placements immobiliers suisses.

NOUS ESTIMONS TOUTEFOIS QUE LES PERSPECTIVES SONT PEUT-ÊTRE UN PEU PLUS FAVORABLES

En effet, après plusieurs années de hausses des prix, si la perspective d'une remontée des taux d'intérêt ne peut pas être considérée comme une bonne nouvelle pour le marché immobilier, ce risque ne devrait pourtant pas être surestimé dans l'évaluation globale des opportunités et des risques associés aux

placements immobiliers. C'est effectivement la prise en compte presque exclusive de ce facteur qui pèse sur l'appréciation des perspectives. S'il est juste que ce facteur ne peut être écarté, son influence ne sera selon nous pas déterminante en 2017 et 2018 pour modifier significativement la situation du marché. Nous envisageons d'autres facteurs qui auront également une influence plutôt favorable et qui devraient compenser une éventuelle remontée graduelle de taux de financement.

LA VOTATION DU 9 FÉVRIER NE BOULEVERSERA PAS LES PERSPECTIVES DÉMOGRAPHIQUES

Depuis 1990, le solde migratoire en Suisse s'est établi à environ 55 000 personnes ; depuis l'introduction de la libre circulation des personnes, il est passé à un peu moins de 80 000 personnes. Après avoir atteint un pic à environ 100 000 personnes en 2008, il est en régression et atteint à peine 65 000 personnes en 2016. Les nouveaux logements construits en Suisse en 2016 devraient à peine atteindre 40 000 unités. À l'échelon du pays, le nombre d'appartements en PPE mis en vente correspond à un taux de l'offre stable de 5,5 %, taux qui a permis une hausse des prix de +1,2 % en 2016. À Genève, l'année 2016 a vu la construction de 2095 logements selon l'OFS, soit le total le plus élevé depuis 20 ans. La moyenne s'élevait entre 2000 et 2015 à 1435 logements. Mais si le taux de vacance des logements à louer a légèrement augmenté et se situe à 2 % en moyenne en Suisse, à Genève (0,6 %) et Lausanne (0,3 %) les conditions restent difficiles. Pourtant, le loyer moyen de l'offre a une nouvelle fois glissé de -1,3 % en 2016.

La croissance économique attendue dans notre pays au cours des prochaines années devrait renforcer l'attrait relatif du pays en raison d'un taux de chômage particulièrement bas et de conditions salariales toujours très compétitives. Il est encore difficile d'estimer comment la votation du 9 février affectera le marché du travail, mais le scénario d'une croissance de la population de 1 % par an semble raisonnable. L'OFS considère toujours que son scénario de référence d'une croissance de la population équivalente à 60 000 personnes par an est probable d'ici à 2030. La population suisse devrait ainsi passer de 8,4 à 9,5 millions d'individus. Certains cantons romands comme Fribourg (+23 %) et Vaud (+17 %) devraient croître plus vite que la moyenne (13 %). Même dans un scénario de croissance zéro de l'immigration, la population suisse croîtrait d'abord pour atteindre 8,6 millions d'habitants ; les cantons de Genève et Vaud seraient privilégiés et offriraient une certaine marge de manœuvre. Pour le marché immobilier, la tendance à la diminution de la taille des ménages est aussi un facteur à prendre en considération. Le vieillissement de la population exacerbe une tendance qui provoquera une hausse supérieure du nombre de ménages

en comparaison avec la progression de la population. Le facteur démographique ne dépend donc pas selon nous exclusivement de l'évolution du solde migratoire suite à la votation du 9 février.

UN ASSOULISSEMENT DES CONDITIONS DE FINANCEMENT POURRAIT ÊTRE PLUS IMPORTANT QUE LA NORMALISATION DES TAUX D'INTÉRÊT POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL.

Au cours des derniers mois, quelques voix discordantes ont enfin osé remettre en question le processus de financement des grands établissements bancaires en suggérant un allègement des critères appliqués par les banques pour l'octroi de financements hypothécaires, en particulier pour l'immobilier résidentiel. C'est le taux « théorique » et « virtuel » de 5 %, souvent appliqué par les banques pour estimer la capacité de financement des demandeurs de crédit, qui a été remis en question par le troisième établissement de financement hypothécaire suisse détenant près de 20 % du marché. Le débat s'est engagé et les réactions ont d'abord été vives. Certains établissements attachés à ce taux « magique » justifient son existence par des raisons discutables, mais il est clairement apparu que ce taux « étalon » sera certainement davantage remis en question à l'avenir. L'Association suisse des banquiers rappelait d'ailleurs que ce taux n'était pas fixé dans la réglementation, qui laisse une marge d'appréciation

L'ANNÉE 2017 DEVRAIT ÉGALEMENT ÊTRE FAVORABLE AUX FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIERS

aux banques pour le déterminer. La porte est ouverte et l'on peut imaginer que Raiffeisen s'engouffre dans la brèche pour proposer une variante à cette « règle d'or » qui aura pénalisé la demande et l'accès à la propriété pour un grand nombre de ménages. Si le taux de 5 % est souvent évoqué comme le taux hypothécaire moyen entre 1983 et 2010, il est peu probable que l'on retrouve ce niveau de taux longs dans les dix prochaines années. Avant la crise de 2007, il y a dix ans, les taux longs de la Confédération se situaient à 3 %. Si l'on devait envisager une normalisation des taux au cours des dix prochaines années, ceux-ci pourraient bien revenir à ces niveaux. Mais aujourd'hui, il est effectivement possible de financer une acquisition en fixant son coût de financement entre 1 % et 1,5 %. Alors si la prudence est la mère des vertus, la peur excessive d'une bulle spéculative a sans doute été mauvaise conseillère. Les prochains trimestres verront peut-être le retour d'une concurrence saine en matière d'octroi de crédit. Un abaissement du taux théorique en direction de 3 % serait certainement un facteur très positif pouvant élargir à nouveau

l'univers des acheteurs potentiels, conformément d'ailleurs à l'objectif fondamental de la Confédération de favoriser l'accès à la propriété. Nous estimons que la demande finale privée pour des PPE et des maisons individuelles devrait bénéficier de meilleures conditions globales au cours des prochaines années notamment en raison de l'amélioration du climat des affaires et de la confiance des agents économiques.

#### LES PERSPECTIVES DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL RESTENT TRÈS AFFECTÉES PAR LE SEGMENT DES SURFACES DE VENTE.

La croissance des loyers de l'offre avait été importante entre 2007 et 2012 en Suisse pour les surfaces de vente avant de subir une contraction importante ensuite. Les loyers des bureaux avaient moins progressé pendant la même période et se sont stabilisés en 2015 et 2016. Les surfaces de vente souffrent toujours d'une modification des habitudes de consommation des agents économiques, liée à la mutation des réseaux de vente. La tendance nous semble encore lourde et nous privilégions les investissements en surfaces de bureau offrant des capacités d'ajustement. La croissance des nouvelles surfaces de bureau entre 2010 et 2015 s'est stabilisée à un très bas niveau et les risques de vacance dans les emplacements de première qualité sont désormais faibles. L'offre reste cependant supérieure à la demande et la tendance à la réduction des surfaces moyennes par collaborateur pèsera encore sur le marché. L'équilibre n'est pas encore atteint et la sélectivité reste de mise.

#### RELATIVISER LES AGIOS ÉLEVÉS DES FONDS DE PLACEMENT.

La hausse des cours des fonds de placement immobiliers en 2016 et durant les premiers mois de l'année 2017 a une nouvelle fois poussé les agios à des niveaux record. Est-ce pour autant un critère pertinent pour estimer le risque de moins-value à moyen terme ? Nous revenons sur notre prévision du début d'année 2016, qui prédisait que les placements immobiliers seraient encore favorisés par les investisseurs en quête de rendement et d'alternative aux placements à revenus fixes en francs suisses, pour affirmer à nouveau que malgré des agios en hausse, l'année 2017 devrait également être favorable aux fonds de placement immobiliers. La hausse des agios est certes toujours préoccupante et mérite une analyse détaillée à chaque fois qu'elle s'éloigne de sa valeur historique moyenne à long terme (environ 20 %). Rappelons que trois facteurs principaux affectent les agios des fonds de placement. Une prime est classiquement intégrée pour valoriser une gestion professionnelle d'un parc immobilier et la diversification des risques obtenue par un investissement coté par rapport à la détention d'un immeuble en direct. Le deuxième facteur, plus difficile à appréhender mais bien plus important, est représenté par la distinction entre valeur de liquidation et

valeur de marché des immeubles détenus. En effet, la fortune nette d'un fonds de placement est calculée en prenant en considération les impôts sur les gains immobiliers qui « seraient » dus en cas de liquidation et vente des immeubles. En pratique, la plupart des fonds conservent leurs immeubles à long terme et la prise en compte de ces impôts théoriques a un effet dépréciatif injustifié sur la valeur nette d'inventaire (VNI). On comprend donc que les fonds immobiliers récemment constitués ont des agios plus faibles et semblent par comparaison moins chers, ce qui est infondé mais tient au fait que les impôts latents sont évidemment faibles puisque la plus-value immobilière n'a pas encore pu se constituer. Enfin, plus important encore, le taux d'actualisation utilisé dans la valorisation des immeubles ne correspond pas en général au taux de capitalisation qui serait probablement utilisé sur le marché pour estimer une valeur objective de transaction. Ce

### LA HAUSSE DES COURS DES FONDS DE PLACEMENT IMMOBILIERS EN 2016 ET DURANT LES PREMIERS MOIS DE L'ANNÉE 2017 A UNE NOUVELLE FOIS POUSSÉ LES AGIOS À DES NIVEAUX RECORD

taux est aujourd'hui certainement très sensiblement inférieur. La prise en compte de ces différents facteurs permet de relativiser le niveau des agios actuels pour les fonds de placement.

#### LA DEMANDE D'INVESTISSEMENT RESTERA FORTE EN 2017 ET 2018 ET SOUTIENDRA LES PRIX.

Le contexte déjà évoqué à plusieurs reprises de taux d'intérêt bas restera une réalité dans notre pays pendant plusieurs années. L'absence de rendement du segment obligataire est une problématique durable qui poussera encore quelque temps les investisseurs institutionnels, caisses de pensions et assurances, à chercher le rendement dont elles ont besoin dans le marché immobilier, même en phase initiale de normalisation des taux. Pour le marché immobilier dans son ensemble, ce facteur est positif car il injecte des fonds importants dans un marché où l'offre ne peut d'ailleurs pas s'accroître rapidement. Par ailleurs, ces nouveaux fonds qui seront investis n'auront pas besoin de conditions de financement favorables, puisque dans la majorité des cas, ces placements immobiliers seront largement financés par les fonds propres des investisseurs ou n'auront qu'un faible effet de levier (limité à 30 % par exemple pour les fonds de placement ou les caisses de pension). Ainsi, nous estimons que la demande d'investissement restera très élevée et soutiendra les prix de l'immobilier, même si le rendement espéré pour les futurs projets en construction pourrait finalement s'avérer inférieur aux attentes. ■