

Marchés immobiliers et taux d'intérêt faibles

La baisse des taux d'intérêt, conséquence de l'économie des dernières années, a également des effets perceptibles sur l'immobilier. L'estimateur est ainsi confronté à de nouveaux défis, car c'est un véritable gouffre qui peut séparer les prix de transaction et les valeurs marchandes. Roland Füss, professeur en gestion immobilière à l'Université de St-Gall, met les projecteurs sur cette thématique.

La politique des taux d'intérêt faibles que poursuivent d'importantes banques centrales trouve son origine dans la crise financière des années 2007/2008 et dans la récession mondiale qui s'en est suivie. La croissance économique a depuis évolué de différentes manières selon les pays. Tandis qu'en Suisse et, en particulier, en Allemagne la conjoncture s'avère solide avec un taux de chômage faible, le sud de l'Europe est toujours confronté à des problèmes économiques structurels et, comme en Italie ou en Grèce, à une crise bancaire et à une dette publique élevée. En ces temps de marchés financiers internationaux volatils, conséquence des crises géopolitiques et économiques, la Suisse fait face à une pression constante de réévaluation de sa monnaie depuis l'abandon du taux plancher euro-franc suisse il y a deux ans. Jusqu'à présent, l'introduction de taux négatifs n'a pas vraiment réussi à conjurer la fuite vers le marché financier suisse considéré comme un « havre de sécurité ». L'assouplissement quantitatif et la politique monétaire non conventionnelle de certaines banques centrales importantes ont créé une vague de liquidités qui, des marchés obligataires, a atteint d'autres marchés financiers.

Ce sont surtout les marchés d'actions et de l'immobilier qui ont profité de cette politique de taux faibles en vigueur depuis la fin 2008. En raison de coûts de financement dérisoires, d'une évaluation supérieure des valeurs nettes d'inventaire et de l'augmentation qui en résulte pour les bénéficiaires comptables, les sociétés d'immeubles d'habitation sont les principaux gagnants. Parallèlement, les placements dans les valeurs mobilières à taux fixe ont perdu de leur charme. Les pertes de rendement touchant cette classe de risque ont engendré une pénurie de placements en parti-

culier pour les caisses de pension et les assurances alors que la part de l'immobilier dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels a connu une augmentation perceptible. La politique monétaire expansionniste et le flux de liquidités qu'elle engendre sur les marchés financiers renferment le risque d'une bulle des prix. De tels excès apparaissent lorsque le prix des transactions ne trouve plus d'explications majoritairement fondamentales telles que l'évolution des revenus, des loyers ou de la démographie.

Un risque sous-estimé

La baisse des taux d'intérêt joue un rôle central dans l'augmentation des prix sur les marchés immobiliers suisses. Ainsi, dans le cas de l'immobilier de placement, le rendement attendu se calcule à partir du taux de capitalisation composé lui-même du taux d'intérêt sans risque et de la prime de risque dont est déduit le taux de croissance des revenus locatifs futurs. Il est ainsi évident que ces derniers augmentent aujourd'hui en valeur lorsque les taux sont faibles. Dans le contexte d'un taux d'intérêt directeur nul, voire négatif et d'un revenu net d'exploitation considéré comme constant, la prime de risque définit à elle seule la valeur du bien de placement. Dans le cas de taux d'intérêts négatifs, la prime de risque va même jusqu'à diminuer et le potentiel de risque du placement immobilier est sous-estimé. On observe, pour de nombreux immeubles de bureaux, de faibles rendements bruts de départ et des prix élevés : ils sont l'expression d'un risque sous-estimé et non d'une volatilité réduite du marché, d'une meilleure qualité de l'immobilier ou d'une croissance économique positive.

Dans ce contexte de taux extrêmement faibles, la demande sur le marché des utilisateurs est désolidarisée du marché

des investissements, ce qui impose des défis de taille au métier de l'estimation. En effet, indépendamment de la méthode appliquée (valeurs comparatives, valeur de rendement ou valeur réelle), cette situation hors du commun peut aboutir à des écarts considérables entre le prix de transaction et la valeur marchande. Afin d'évaluer des valeurs foncières ou celles d'immeubles de propriétés par étage, la méthode des valeurs comparatives définit des séries d'index de prix foncières et des coefficients de conversion à partir de recueils de prix d'achat. On peut ainsi s'interroger sur la prise en compte du comportement actuel du marché, c'est-à-dire d'une demande excédentaire due à la pénurie d'options de placements. La distorsion des prix de transaction doit être de taille dès lors que les paramètres fondamentaux et les caractéristiques foncières déterminantes pour la valeur ne permettent plus que d'expliquer en partie l'adéquation des valeurs marchandes. En outre, la méthode des valeurs comparatives, déduite d'analyses de régression, s'associe à un risque de modélisation élevé dans ce passage au scénario économique actuel.

La perte de pertinence des procédures d'estimation objective

Cette politique monétaire non conventionnelle est également un défi pour la procédure par valeur de rendement. Des taux d'intérêt négatifs (voire nuls) et sans risque, la faiblesse des coûts d'opportunité des autres formes de placements et de la prime de liquidité aboutissent à un taux d'actualisation qui gonfle la valeur des revenus locatifs futurs. Étant donné le renversement des intérêts qui s'annonce aujourd'hui aux États-Unis et l'inflation qui remonte légèrement, cette évolution devrait être intégrée au taux d'actualisation. Si les attentes sont négligées et que le taux

d'actualisation déterminant est fixé au niveau du taux d'intérêt immobilier, la problématique est ici la même que pour la procédure par valeurs comparatives: la valeur marchande d'un bien n'est pas fixée selon des principes d'estimation

«[...] si une montée antérieure des prix suffit aux acteurs du marché pour croire que la valeur d'un bien continuera à augmenter à l'avenir, alors les procédures d'estimation objective n'ont plus aucune pertinence.»

rationnels, mais selon une valeur que lui accorde un marché qui peut, dans certaines conditions, agir de manière irrationnelle. En grossissant un peu le trait: si une montée antérieure des prix suffit aux acteurs du marché pour croire que la valeur d'un bien continuera à augmenter à l'avenir, alors les procédures d'estimation objective n'ont plus aucune pertinence.

Le marché du logement suisse enregistre depuis peu une certaine stagnation, voire un léger recul pour les appartements en copropriété et les maisons individuelles. Plusieurs raisons en sont à l'origine: d'une part, les taux d'intérêt négatifs n'ont pas fait baisser les taux hypothécaires contrairement aux attentes puisque les banques ont augmenté leur protection contre les risques de taux d'intérêt. Par ailleurs, les mesures d'autorégulation dans le cadre des financements hypothécaires, l'intégration d'intérêts comptables de cinq pourcent dans le calcul de la capacité de remboursement et la réserve de capitaux anticyclique ont eu pour

conséquence de freiner le volume des emprunts et l'augmentation des prix. La Directive européenne sur le crédit hypothécaire mise en place en Allemagne en mars a un effet similaire, car elle s'appuie plus fortement sur l'analyse de la capacité de remboursement que sur la valeur de nantissement. Le passage à des exigences plus strictes en matière de capitaux propres et de capacité de remboursement est un bon instrument pour favoriser la stabilité financière. Même si les prix immobiliers ont connu une croissance nettement plus forte que les loyers, la demande des foyers souhaitant accéder à la propriété reste élevée. Cela s'explique,

pour sa part, par des taux d'intérêt hypothécaire faibles et l'augmentation future des valeurs qui, dans le contexte actuel du marché, diminuent le coût de la propriété par rapport à la location. On notera toutefois qu'une augmentation des taux de seulement deux points impliquerait un énorme supplément de charges pour les foyers. Une baisse du taux d'intérêt comptable, exigée récemment, doit ainsi être catégoriquement refusée.

La probabilité d'une hausse modérée des taux d'intérêt

L'augmentation des taux d'intérêt introduite par la Fed en décembre 2016 et l'annonce de nouvelles hausses devraient aboutir à un revirement des taux. Le plan de relance dont a fait part le président américain devrait au moins faire monter les taux à moyen terme. À long terme cependant, c'est à une hausse modérée qu'il convient de s'attendre puisque la politique budgétaire expansionniste et l'accroissement de l'endettement public qu'elle engendrerait doivent être financés. La probabilité

d'une hausse durable des taux d'intérêt est ainsi faible. Si l'on fait l'hypothèse d'un scénario de hausse modérée, il ne sera pas nécessaire d'effectuer de corrections importantes sur les marchés des actions. Les cours des sociétés anonymes immobilières seront toutefois influencés par ce revirement des taux en raison d'une hausse des frais financiers et d'une baisse des valeurs nettes d'inventaire. On peut également supposer que les risques de rentabilité et/ou l'effet de levier vont poursuivre leur hausse en raison de la baisse des rendements bruts de départ sur le marché de l'immobilier commercial. Pour finir, il reste à savoir comment les banques d'affaires vont réagir à ce revirement des taux vers la normalité dans le contexte de l'octroi de crédits à long terme.

Vous trouverez un point de vue romand sur cette thématique dans l'article d'Yves Cachemaille, président de la CEI, à la page 20.



Prof. Dr. Roland Füss
Professeur en Real Estate Finance, Université de St-Gall; membre de la direction de l'Institut suisse pour les banques et finances s/bf-HSG et de la School of Finance, St-Gall