

# Le temps est à l'inquiétude

La notion d'«indice de la peur depuis la crise financière» dans l'émission SRF-Börse du 11 novembre 2013 a marqué durablement les esprits des simples estimateurs. Ce concept désigne le «CBOE Volatility Index». Créé en 1993, il s'agit d'une prévision faite par les acteurs financiers de la fluctuation de l'indice boursier de Standard & Poor's pour 500 valeurs américaines (S&P-500) au cours des 30 prochains jours. La volatilité, donc. Et donc la quantité présumée de sueurs froides à laquelle l'investisseur doit s'attendre quant à l'évolution du cours. Pour les 30 jours à venir bien sûr.

Toutefois, pour maîtriser, du moins olfactivement, ce que les acteurs financiers intègrent à leur indice pour leurs perspectives d'avenir – et peut-être aussi en fonction de leurs auréoles sous les aisselles –, il suffit de porter des vêtements propres chaque jour et d'avoir un déodorant puissant.

## Au-delà de l'indice de la peur

Chez nous, les estimateurs, la situation est tout autre. Nous le savons: les futurs flux nets de trésorerie et taux d'intérêt d'actualisation et de capitalisation déterminent la valeur du marché; non pas le flux de trésorerie des 30 prochains jours, mais des 5 à 100 prochaines années. Nous nous devons d'avoir une vision à long terme qui aille au-delà de l'indice de la peur. Celui qui souffre d'angoisses devrait se demander si le métier d'estimateur immobilier lui convient réellement.

Se pencher sur les années cruciales en termes de flux de trésorerie n'est toutefois pas un acte de courage pour petits drôles. L'estimateur n'a qu'à révéler ses hypothèses et considérations relatives à l'avenir de l'immobilier. Au moins, ces hypothèses ne peuvent être ni vraies ni fausses. Elles peuvent tout au plus s'avérer pertinentes ou non, a postero-

ri. C'est pourquoi la valeur marchande a aussi une date d'expiration.

L'indice de peur CBOE montre en fait également que les investissements sans volatilité sont une exception. Et les biens immobiliers n'échappent pas à la règle. De nombreux investisseurs immobiliers, et non des moindres, ont une peur bleue de cette volatilité, ce qui a un impact sur les estimateurs, mais peut-être pas autant que sur les acteurs financiers. Lorsque nous disons à la veille de la publication des rapports annuels que nous entendons siffler les fers à repasser, ce n'est pas dû au repassage des chemises lavées de leurs sueurs d'angoisse. Non, cela semble provenir du lissage des chiffres en matière d'évaluation. Car s'il n'est pas question de lissage, on s'explique alors difficilement le fait que les taux d'actualisation inscrits dans les rapports annuels pour les portefeuilles de sociétés immobilières cotées en bourse soient peu touchés par les fluctuations du taux de base sans risque.

---

«Celui qui souffre d'angoisses devrait se demander si le métier d'évaluateur immobilier lui convient réellement.»

---

## En règle générale, c'est le marché qui donne le ton

Le taux d'intérêt au comptant des obligations de la Confédération suisse à dix ans s'élevait à 1,674 % le 31 décembre 2010 et à 0,58 % le 31 décembre 2012. Et cette diminution de près de 1,1 % permet au simple estimateur d'espérer que le taux d'actualisation suive la même tendance à la baisse et – nous le savons – que les valeurs augmentent. Grave erreur. Deux des grandes entreprises cotées en bourse,

pour lesquelles les taux d'intérêt utiles de 2010, 2011 et 2012 ont été publiés de manière facilement comparable et qui n'ont pas été estimés par le même estimateur, enregistrent des diminutions de seulement 0.2 et 0.4 % du taux moyen d'actualisation pondéré du capital sur l'ensemble du portefeuille entre 2010 et 2012. Nous parlons ici uniquement des taux nominaux. Et de ce fait, on ne parle plus seulement, semble-t-il, d'évaluations conservatrices, mais d'évaluations de Tea-Party.

Fassbinder a autrefois intitulé son film «Angst essen Seele auf» (littéralement «La peur dévore l'âme»; titre officiel: «Tous les autres s'appellent Ali»). La peur ronge-t-elle également les variations de la valeur comptable? En règle générale, le marché se rétablit au moment de la vente. Et réjouissons-nous de l'arrivée des nouveaux rapports annuels.

---

### Martin Frei

MSc ETH en architecture/SIA; MAS ETH en Management, Technology and Economics/BWI, Zurich; mf@immoconsult-frei.ch

---