

Swiss Finance Institute Roundups

Les fondations du secteur immobilier sont-elles solides ?

Editorial



L'immobilier constitue une classe d'actifs à part entière. Son ancrage local, sa faible liquidité et son hétérogénéité ne représentent que quelques-unes de ses principales caractéristiques. Ce SFI Roundup propose un examen approfondi du marché immobilier suisse et international d'aujourd'hui. Des experts universitaires et des spécialistes du secteur abordent les tendances à venir : comment la pandémie va-t-elle redéfinir l'immobilier commercial et résidentiel ? Quel sera l'impact des taux d'intérêt sur les prix ? Quelle influence les politiques de lutte contre le changement climatique auront-elles sur le marché immobilier ? Et comment les intermédiaires financiers seront-ils impactés par les tendances futures dans le secteur immobilier ?

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'F. Degeorge', with a long horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge

Managing Director

Contributeurs

**Amit Goyal**

Amit Goyal est titulaire d'une SFI Senior Chair et professeur de finance à l'Université de Lausanne. Les travaux de recherche du professeur Goyal ont été publiés dans les meilleures revues financières du monde et ont également fait l'objet d'articles dans la presse internationale. Ses principaux intérêts de recherche portent sur la gestion de portefeuille et l'évaluation des actifs, du point de vue des gestionnaires de portefeuille et des fonds de pension. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Californie, Los Angeles.

**Lorenz Küng**

Lorenz Küng est membre de la faculté du SFI et professeur assistant d'économie à l'Università della Svizzera italiana. Auparavant, le professeur Küng a occupé des postes à la Kellogg School of Management de la Northwestern University et a été Research Economist à la Federal Reserve Bank de Chicago. Ses travaux de recherche ont été publiés dans les meilleures revues d'économie. Ses principaux intérêts de recherche portent sur les choix en matière de finance des individus et des ménages, ainsi que sur le financement immobilier. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Californie, Berkeley.

**Stephan Lüthi**

Stephan Lüthi est directeur des placements immobiliers pour Swisscanto Invest de la Banque Cantonale de Zurich. Auparavant, il était responsable de l'acquisition et du développement de projets à la BVK, la plus grande caisse de pension de Suisse, et membre de la direction de Wincasa. Il s'intéresse tout particulièrement à rechercher activement des solutions pour atteindre les objectifs climatiques en matière d'émissions de CO₂ d'ici 2050, tout en protégeant les intérêts des investisseurs. Il est titulaire d'un Master en immobilier de l'Université de Zurich.

**Alberto Plazzi**

Alberto Plazzi est membre de la faculté du SFI et professeur de finance à l'Università della Svizzera italiana. Le professeur Plazzi participe régulièrement à des conférences sur la finance dans le monde entier et ses recherches ont été publiées dans des revues universitaires de premier plan. Ses principaux intérêts de recherche portent sur la gestion de portefeuille et les classes d'actifs. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Californie, Los Angeles.

**Claudio Saputelli**

Claudio Saputelli est Chief Investment Officer for Global Real Estate chez UBS Global Wealth Management. Il est à l'origine du lancement de la publication "UBS Real Estate Focus" et a codéveloppé l'"UBS Swiss Real Estate Bubble Index" et l'"UBS Global Real Estate Bubble Index". Il participe régulièrement à des débats et des échanges avec les médias. Il est titulaire d'un Master en économie de l'Université de Zurich.

**Donato Scognamiglio**

Donato Scognamiglio est directeur général et associé de CIFI, une entreprise qui développe depuis plus de 25 ans des modèles d'évaluation immobilière en Suisse. Il siège au conseil d'administration de la Banque des lettres de gage d'établissements suisses de crédit hypothécaire. Il est également professeur adjoint du SFI et professeur d'immobilier à l'Université de Berne. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Berne.

Faits et chiffres

En quoi l'immobilier diffère-t-il des autres catégories d'actifs, comme les actions ou les obligations ?

► **S. Lüthi:** Le terme "immobilier" suggère déjà l'une des caractéristiques les plus importantes, à savoir son ancrage local, qui fait qu'il n'est pas aussi aisément échangeable ou négociable que les autres classes d'actifs, même sous forme titrisée. Chaque bien immobilier est intrinsèquement unique, ce qui signifie que la classe des actifs immobiliers se caractérise par une grande hétérogénéité. L'emplacement d'un bien est loin d'en être la seule caractéristique distinctive, même si c'est l'une des plus importantes. Le style architectural, les matériaux de construction et l'usage qui a été fait du bien en question sont autant de facteurs qui influent sur sa valeur.

► **A. Goyal:** À mon avis, l'immobilier se situe quelque part entre les actions et les obligations. L'immobilier commercial, par exemple, fournit un flux régulier de revenus locatifs, qui peut s'apparenter au paiement du coupon d'une obligation. Il offre par ailleurs la possibilité que le bien lui-même s'apprécie, ce qui le rapproche des actions. Du point de vue de la gestion de portefeuille, l'immobilier est un actif précieux à détenir, car il accroît la diversification globale de l'investisseur.

► **L. Küng:** Du point de vue d'un propriétaire, l'immobilier ne représente pas seulement un investissement, mais également un produit de consommation. L'immobilier partage de nombreuses caractéristiques des actions et des obligations, notamment en ce qui concerne les fluctuations de prix et les primes de risque des actions. Néanmoins, une dimension sur laquelle l'immobilier diffère considérablement des actions et des obligations est l'absence générale de possibilités de vendre à découvert ou d'atténuer les risques de prix.

Quelles sont les tendances récentes du marché immobilier international ?

► **L. Küng:** Depuis plus de dix ans, les prix de l'immobilier dans le monde ont considérablement augmenté, mais nous pouvons observer la même tendance sur le marché des actions. Je pense que le principal moteur de cette hausse est la baisse des taux d'intérêt, qui a mécaniquement exercé une pression à la hausse sur les prix de l'immobilier et des actions, et a poussé les investisseurs à s'aventurer un peu plus loin, en termes de risque, dans leur quête de rendement.

► **C. Saputelli:** Il convient également de distinguer les périodes avant et après la crise du Covid-19. Juste avant la crise du coronavirus, le marché au sens large offrait peu d'options d'investissement direct dans l'immobilier. Les taux d'intérêt faibles ou négatifs sur les investissements sûrs avaient canalisé des flux de capitaux disproportionnés vers le marché de l'immobilier, de sorte que les rendements réalisables avaient chuté de manière spectaculaire au cours des dernières années. Pour cette raison, les investissements immobiliers de niche ont fait l'objet d'une attention croissante, car ils généraient des rendements plus élevés. Les marchés de niche qui résultaient des mégatendances mondiales (micro-appartements, logements pour étudiants et pour aînés, locations touristiques à court terme ou encore espaces de coworking, d'entreposage en libre-service et de logistique) étaient particulièrement populaires auprès des investisseurs. La pandémie du Covid-19 a exercé une forte pression, à la hausse comme à la baisse, sur ces investissements de niche. Par exemple, les logements étudiants ont du jour au lendemain perdu quasiment tous leurs locataires, tandis que les espaces logistiques ont largement profité de la crise, en raison de la forte augmentation du commerce en ligne. En ce qui concerne l'immobilier classique, les confinements et les incitations au télétravail ont entraîné une baisse des revenus locatifs des espaces commerciaux. Dans l'environnement complexe actuel, les investisseurs se concentrent à nouveau sur le segment résidentiel classique du marché immobilier.

Qu'en est-il du marché immobilier suisse ?

► **S. Lüthi:** Le marché immobilier suisse a clairement été affecté par le Covid-19 et les périodes de confinement. Le secteur commercial a été caractérisé par des demandes de réduction de loyer, ainsi que par une chute de la demande de locaux, tandis que le secteur résidentiel est resté plus stable. Les secteurs non alimentaires, des loisirs et du tourisme ont été, en moyenne, ceux qui ont le plus souffert de la pandémie, tandis que les secteurs industriels, surtout dans le domaine de la logistique, sont restés robustes. On observe également, tous secteurs confondus, un déplacement de la demande des centres urbains vers les zones périphériques. À ce stade, il est encore difficile d'évaluer les changements structurels à long terme qui en résulteront.

► **L. Küng:** Les données montrent que le rapport entre le prix du logement et le loyer (qui est similaire au ratio cours-dividende sur le marché des actions) et le rapport entre le prix des logements et le revenu médian ont tous deux augmenté au cours des 15 dernières années, ce qui laisse penser qu'une bulle est en train de se créer. Nous devons néanmoins examiner ces ratios avec un œil critique, car le marché immobilier est caractérisé par une pénurie de données. Le marché est très hétérogène et nous n'observons généralement pas simultanément les prix de location et de vente d'une même maison.

Quelle influence les taux d'intérêt ont-ils sur les prix de l'immobilier ?

► **A. Goyal:** Les données confirment que des taux d'intérêt bas entraînent effectivement une augmentation de la demande de biens immobiliers et, par conséquent, une hausse du prix des biens. Il faut néanmoins se garder d'en tirer des conclusions hâtives, car l'observation de prix immobiliers élevés ne signifie pas qu'il existe une bulle des prix. Comme toujours, la question des prix est relative, indépendamment du fait que les taux d'intérêt soient élevés ou faibles.

► **D. Scognamiglio:** Les taux d'intérêt peuvent avoir un impact important sur les prix de l'immobilier, en particulier lorsque nous utilisons la méthode d'évaluation des flux de trésorerie pour estimer le prix d'un bien. À l'origine, on s'attendait à ce que l'impact des taux d'intérêt bas soit minime. La stratégie de taux d'intérêt bas menée par les banques centrales s'est traduite par un effet de levier plus important et une plus grande prise de risque. Pour moi, il n'y a pas de doute que les faibles taux d'intérêt actuels ont entraîné une inflation significative des prix des actifs, mais

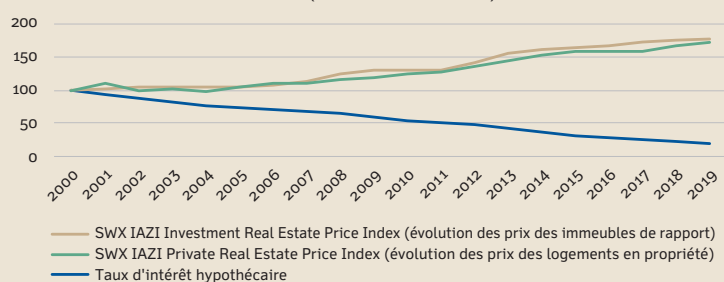
comme mentionné précédemment, cette observation ne reflète pas nécessairement l'existence d'une bulle.

► **S. Lüthi:** L'environnement actuel de taux d'intérêt bas entraîne évidemment une hausse des prix de l'immobilier. Pourtant, malgré la baisse des taux d'intérêt, l'écart de rendement entre les immeubles de rapport et les obligations atteint toujours un niveau record. Le segment des logements occupés par leur propriétaire bénéficie également de l'évolution actuelle des taux d'intérêt : Les coûts d'emprunt attrayants ont stimulé la demande et ont entraîné une tendance constante à la hausse des prix des logements. Toutefois, la volonté des investisseurs de payer pour des immeubles de placement n'a pas évolué de manière uniforme ces derniers temps. La demande s'est généralement concentrée sur les biens dont les flux de trésorerie locatifs sont censés être " sûrs ", tels que les logements collectifs et les immeubles commerciaux situés dans des emplacements de premier ordre. En revanche, la volonté de payer des prix élevés pour des propriétés commerciales situées en périphérie n'est plus ce qu'elle était il y a quelques années.

Le marché de l'immobilier se caractérise par une faible liquidité et peu de possibilités de couverture des prix. Qu'est-ce que cela implique ?

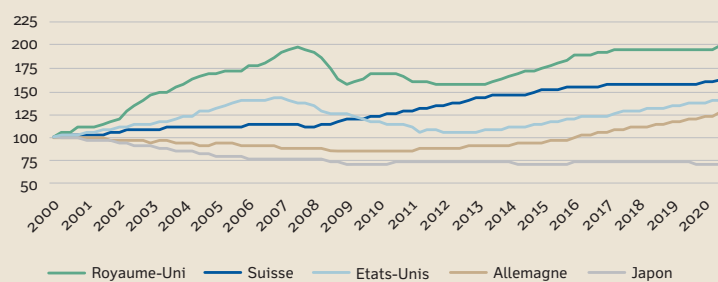
► **C. Saputelli:** Ces deux caractéristiques signifient que les investisseurs qui décident d'acheter un bien immobilier de manière directe doivent s'attendre à le conserver pendant une période d'au moins cinq ans. Concrètement, plus le rendement initial est faible ou plus le prix d'un immeuble de rapport est élevé, plus la période de détention doit être longue, car la majeure partie des revenus accumulés ne sera versée que dans le futur.

Taux hypothécaires et prix de l'immobilier
Suisse (base 100 en 2000)



Sources: Banque nationale suisse; CIFI

Prix des logements à l'international
Prix réels en devise locale (base 100 au 1er trimestre 2000)



Source: Mack et Martínez-García (2011)



► **A. Plazzi:** En raison de la faible liquidité qui prévaut généralement sur le marché immobilier, ainsi que de la quantité et de la qualité des données disponibles, nous n'avons qu'une vision limitée du prix actuel du marché et de la direction vers laquelle il s'oriente. Par conséquent, il faut beaucoup plus de temps pour savoir si une transaction était bonne ou mauvaise, en comparaison aux transactions effectuées sur un marché boursier. En raison de la quasi-inexistence de contrats de couverture et du fait qu'il est difficile d'analyser les biens immobiliers individuellement, nous disposons de moyens très limités pour diluer les risques liés aux prix pour un investisseur. La combinaison de ces facteurs signifie que les investissements immobiliers sont généralement risqués.

Où se situent les plus grands risques de bulle sur le marché de l'immobilier ?

► **C. Saputelli:** Dans le contexte actuel, l'immobilier résidentiel présente un risque résiduel marqué en raison de sa très forte dépendance aux taux d'intérêt bas. Mon équipe publie depuis plusieurs années l'"UBS Global Real Estate Bubble Index", qui analyse les prix de l'immobilier résidentiel dans 25 grandes villes du monde. Les bulles apparaissent généralement lorsqu'un découplage entre les revenus et les loyers se produit, lorsqu'un volume disproportionné de prêts est accordé ou lorsqu'il y a une construction excessive de biens immobiliers. Selon notre dernier indice, Munich et Francfort sont, à l'échelle mondiale, les villes présentant le risque de bulle le plus marqué. Le risque est également élevé à Toronto, Hong Kong, Paris et Amsterdam. Zurich a, par ailleurs, rejoint cette année la zone de risque de bulle.

► **A. Plazzi:** Les biens immobiliers commerciaux et résidentiels présentent des caractéristiques de risque différentes, selon qu'ils représentent uniquement un investissement financier ou également un produit de consommation. Les possibilités d'effet de levier élevé et l'assouplissement des normes d'octroi de prêts, comme on l'a observé récemment aux États-Unis, accroissent mécaniquement le risque d'amplification des chocs potentiels qui peuvent se produire.

Comment les chocs se répercutent-ils sur le marché de l'immobilier ? Et quelle est la différence avec les autres marchés financiers ?

► **D. Scognamiglio:** En raison de la faible liquidité du marché immobilier, les chocs ont des répercussions beaucoup plus lentes que sur le marché boursier. Les corrections du marché immobilier commencent à apparaître lorsque les ménages sont incapables d'honorer leurs engagements financiers, généralement en raison de la hausse des taux d'intérêt, et sont contraints de vendre leur logement. Les grands propriétaires immobiliers et les investisseurs institutionnels sont davantage à l'abri des variations des taux d'intérêt, car ils sont en mesure de lisser l'évaluation de leurs différents biens grâce à l'assainissement de leur bilan. Ils sont par ailleurs beaucoup moins dépendants des crédits que les ménages individuels. Bref, les règles sur le marché de l'immobilier ne sont pas les mêmes pour tous les acteurs.

► **C. Saputelli:** Le cycle du crédit est le choc potentiel le plus important pour le marché de l'immobilier. Tout d'abord, investir dans l'immobilier nécessite toujours une grande quantité de capital et les investisseurs ont généralement besoin d'un financement externe. Ensuite, le financement de la dette s'effectue généralement sur une longue période, ce qui implique un risque de refinancement potentiellement élevé à l'avenir, car les taux d'intérêt peuvent augmenter et les prêteurs peuvent ne pas vouloir, ou pouvoir, refinancer un prêt à son échéance. Dans d'autres classes d'actifs, comme les actions et les obligations, les investisseurs peuvent utiliser l'effet de levier, mais la grande majorité de ces investissements sont financés par des liquidités, c'est pourquoi ils sont moins dépendants au cycle du crédit que l'immobilier.

Structure actuelle du marché : défis et opportunités

Les estimations actuelles prévoient que la population mondiale augmentera de près de 30 % au cours des 30 prochaines années. Des estimations similaires misent sur une augmentation de plus de 15 % pour la Suisse. Quel sera l'impact de ces hausses vertigineuses sur le marché de l'immobilier ?

► **D. Scognamiglio:** Les facteurs démographiques auront un impact majeur sur le marché immobilier dans le monde entier. Et la Suisse ne fait pas exception à la règle. La population constitue la clientèle du marché immobilier, tant directement sur le marché résidentiel qu'indirectement sur les marchés industriels et commerciaux. Le marché suisse a de manière générale été en équilibre au cours des dernières décennies, le nombre de nouveaux acheteurs de logements restant à peu près égal au nombre de nouveaux logements construits. Compte tenu des limitations strictes imposées par le pays en matière d'aménagement du territoire, les prix de l'immobilier en Suisse devraient rester élevés à l'avenir.

Les secteurs de l'immobilier commercial et résidentiel sont responsables à eux deux de 17,5 % de l'ensemble des émissions mondiales de gaz à effet de serre. Quel impact les initiatives visant à réduire ces émissions auront-elles sur le marché de l'immobilier, et comment ces initiatives doivent-elles être conçues ?

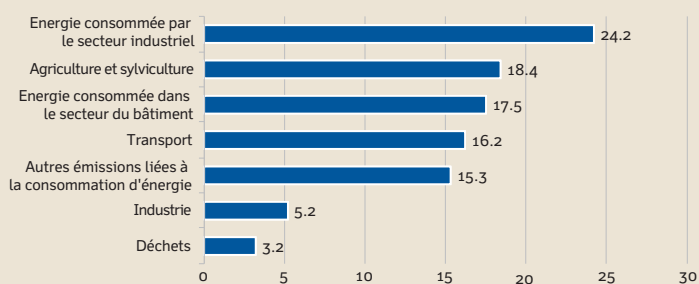
► **L. Küng:** Le marché immobilier a un énorme rôle potentiel à jouer en termes de réduction des émissions de gaz à effet de serre, par rapport, par exemple, à l'agriculture et à la sylviculture. Les technologies permettant de réduire les émissions de gaz à effet de serre dans le secteur immobilier existent déjà (isolation, panneaux solaires, solutions de stockage de l'énergie, etc.). Je suis assez optimiste quant à la capacité du secteur immobilier à adopter les technologies appropriées et à s'adapter rapidement.

L'intervention du gouvernement, via la divulgation obligatoire des émissions, pourrait contribuer à accélérer cette transition. Un autre point positif est que la transition ne tient pas à la décision d'une poignée d'acteurs, mais qu'elle est largement entre les mains de milliards de propriétaires.

► **S. Lüthi:** En Suisse, on estime que le secteur immobilier est responsable d'environ un tiers de toutes les émissions de CO₂. A mon avis, seuls les biens immobiliers qui peuvent démontrer une stratégie claire en matière de durabilité seront, à moyen terme, conservés dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. La réduction des émissions de CO₂ deviendra probablement la norme en matière de bonne gestion immobilière. Les législateurs ont déjà fixé de nombreuses exigences à cet égard. Toutefois, la densité des exigences légales et des réglementations dans ce domaine devra considérablement augmenter à l'avenir si le gouvernement suisse veut atteindre l'objectif qu'il s'est fixé conformément à l'Accord de Paris sur le climat. Les initiatives et les lois futures devraient être conçues de manière à encourager les constructions et les rénovations efficaces en termes d'émissions de CO₂, car les incitations sont bien plus efficaces que les réglementations ou les interdictions. L'investissement dans des mesures d'amélioration énergétique doit être encouragé et des allègements fiscaux accordés. En outre, l'accès aux subventions doit être considérablement simplifié, car la procédure de demande est souvent lourde et implique de longs délais d'attente.

► **A. Plazzi:** Les données montrent en effet que les labels d'efficacité énergétique ont un impact évident sur les prix de l'immobilier. Les mécanismes publics, en particulier les taxes et les subventions, doivent exercer une pression plus élevée afin d'accélérer la transition énergétique du secteur immobilier. Je peux imaginer un système fiscal dynamique, similaire à celui qui existe pour les émissions des voitures, par exemple, où les propriétaires de biens immobiliers dont l'efficacité énergétique est inférieure à un certain seuil seraient soumis à une taxe supplémentaire. Un tel système pousserait les propriétaires de biens immobiliers à investir dans des solutions efficaces sur le plan énergétique, l'efficacité moyenne du marché s'améliorerait mécaniquement au fil du temps.

Émissions mondiales de gaz à effet de serre par secteur
Milliards de tonnes d'équivalents CO₂, 2016



Sources: Climate Watch; the World Resources Institute

Les recherches en cours montrent que la pandémie de Covid-19 a rebattu les cartes dans les secteurs de l'immobilier commercial et résidentiel. Quels ont été les changements les plus frappants, et ces effets se maintiendront-ils à long terme ?

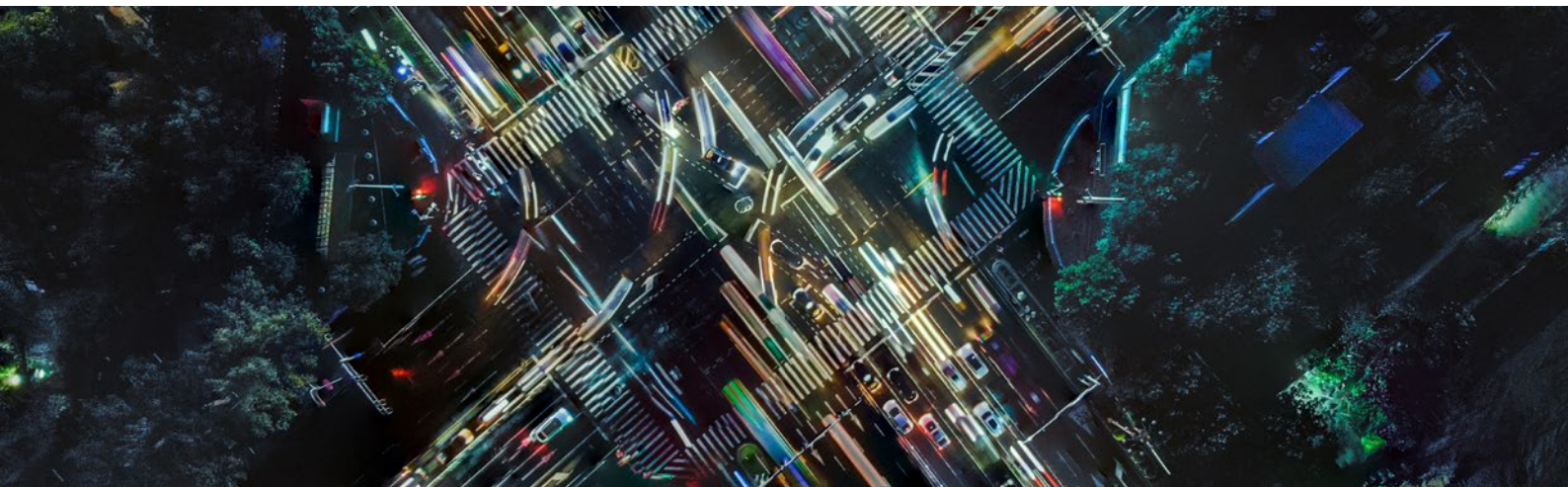
► **C. Saputelli:** Le télétravail fait désormais partie du quotidien d'un nombre croissant de personnes. Le nombre de travailleurs salariés qui travailleront régulièrement à domicile pourrait bien plus que doubler au cours des cinq prochaines années. Cela signifie premièrement que le besoin de pièces supplémentaires au sein d'un logement augmentera par rapport à la situation actuelle. Toutefois, pour des raisons de coût, les logements offrant une plus grande surface habitable seront principalement disponibles en dehors des centres-villes. Deuxièmement, le travail à domicile tend à répartir la demande de logements de manière plus uniforme dans les régions géographiques et redistribuer cette demande en dehors des centres-villes, ce qui pourrait accroître la concurrence pour les logements dans les communautés résidentielles préexistantes. Au moment même où le marché du logement voit la demande évoluer, la demande pour les locaux commerciaux pourraient s'essouffler. Étant donné qu'une part plus importante des employés d'une entreprise vivra en périphérie et, parfois, travaillera à domicile, il sera d'autant plus important de disposer de bureaux bien reliés et situés à un emplacement central. À l'inverse, la demande de bureaux dans des endroits moins attrayants sera moins forte. Le travail à domicile augmentera également le besoin d'espaces de bureaux pouvant être loués par une entreprise pour de courtes périodes afin d'atténuer les pics de demande. Enfin, la qualité de l'espace de bureau devra concurrencer les lieux de travail situés dans des logements confortables. Pour que les bureaux restent à l'avenir attrayants en tant que lieux d'échanges sociaux, leur aménagement intérieur devra être amélioré. Les concepts d'"*open space*" et de "*hot desking*" devront être réexaminés.

► **D. Scognamiglio:** La pandémie soulève la question de savoir ce qu'est une ville dans le monde connecté d'aujourd'hui. Comme il n'a pas de réponse toute faite à cette question, il faudra probablement quatre à cinq ans pour que les marchés de l'immobilier résidentiel et commercial retrouvent leur équilibre. Du point de vue de l'évaluation des actifs, les modèles d'évaluation nécessitent généralement trois paramètres: le revenu, les charges et le taux d'actualisation. Ce qui est nouveau dans la crise actuelle, c'est que c'est les revenus qui ont été affectés alors qu'historiquement c'est le taux d'actualisation.

Les innovations technologiques dans le domaine de la finance peuvent-elles avoir un effet disruptif sur le marché de l'immobilier ?

► **A. Plazzi:** Je ne pense pas que la Fintech en elle-même puisse avoir un effet disruptif sur le marché de l'immobilier. La dimension tangible et matérielle de l'immobilier va perdurer. Et l'expérience montre que les possibilités de développer des instruments financiers, tels que les options et les contrats à terme, pour l'immobilier sont largement limitées. Je pense que la Fintech aura néanmoins un impact sur certaines parties du marché de l'immobilier.

► **C. Saputelli:** Les nouvelles technologies s'immiscent dans la vie quotidienne. Les développements technologiques ont touché pratiquement tous les secteurs de l'économie et les ont même parfois bouleversés. Chaque secteur est confronté au défi de réussir son entrée dans l'avenir numérique. Le secteur de l'immobilier ne fait pas exception à la règle et, à mon avis, il est aussi un grand bénéficiaire de la transformation numérique. La Fintech soutient la transformation numérique du marché immobilier en augmentant la transparence, par exemple, et en réduisant les coûts de transaction.



Banques

Comment l'environnement actuel des taux d'intérêt négatifs influence-t-il la manière dont les banques et les investisseurs évaluent le risque ?

► **A. Goyal:** Par rapport à ce que l'on peut observer au niveau international, les normes de crédit des banques suisses sont très conservatrices concernant l'octroi de prêts aux ménages, tant au niveau des fonds propres requis que les simulations de coûts mensuels. Ce qui est plus opaque, à mon avis, c'est le comportement des banques suisses sur le marché international.

► **C. Saputelli:** Dans un environnement de taux d'intérêt négatifs, le risque de défaut de paiement devient très faible, car les emprunteurs peuvent aisément honorer leurs obligations financières. Cependant, comme la valeur des actifs augmente en raison de ces taux d'intérêt négatifs, le risque de dépréciation des créances augmente. L'environnement actuel incite fortement à accroître l'octroi de prêts, ce qui rend les contrôles des risques de plus en plus importants si les banques veulent être en mesure de résister à une éventuelle crise systémique provoquée par une potentielle augmentation des taux d'intérêt à l'avenir.

► **S. Lüthi:** La faiblesse des taux d'intérêt, combinée à la baisse générale des marges, pourrait en effet inciter les acteurs individuels à accroître leur prise de risque. Sur le marché immobilier, j'ai observé à plusieurs reprises que les faibles taux d'intérêt actuels incitent certains investisseurs à prendre des risques encore plus élevés pour augmenter, ou simplement pour maintenir, le niveau de rendement de leurs portefeuilles immobiliers. Les gestionnaires d'actifs doivent faire preuve de beaucoup d'autodiscipline et disposer de modèles d'investissement correctement calibrés pour prendre en compte les spécificités de l'environnement actuel.

Les décisions réglementaires passées ont-elles rendu le financement immobilier plus sûr ou non ? Quels sont les coûts et les avantages en la matière ?

► **C. Saputelli:** La mise en œuvre de normes issues de l'autoréglementation du secteur bancaire a limité les pratiques agressives en matière de prêts hypothécaires et affaibli la concurrence sur le segment risqué de l'activité. Les modifications apportées aux exigences en matière de maintien du capital ont rendu le secteur bancaire dans son ensemble plus résilient. Ceci a toutefois entraîné une légère augmentation du coût des prêts hypothécaires.

► **S. Lüthi:** La question à se poser est en fait de savoir pour qui ces décisions ont rendu le financement immobilier plus sûr. Les régulateurs, les législateurs et les banquiers centraux ont pour objectif d'assurer la stabilité de l'ensemble du système financier et d'éviter toute forme d'effondrement. Par exemple, la crise des *subprimes* aux Etats-Unis nous a montré ce qui se passe lorsque les politiques de crédit deviennent complètement incontrôlables. Dans le cas de la Suisse, nous pouvons débattre de l'utilité d'interventions sur le marché telles que les garanties des fonds propres, les exigences en matière de fonds propres de l'emprunteur ou le taux d'intérêt implicite de 5 % utilisé dans le calcul de l'accessibilité financière. Si cette dernière mesure était abandonnée, par exemple, la demande d'immobilier résidentiel augmenterait fortement, ce qui ferait encore davantage exploser les prix sur ce segment déjà onéreux. Une surchauffe, voire la formation d'une bulle de prix, pourrait alors bien se produire. Sur la base des enseignements tirés et des mesures prises lors de la crise immobilière suisse des années 1990, au cours de laquelle les banques suisses avaient radié environ 50 milliards de francs d'hypothèques, le système s'est avéré largement résistant à différents types de chocs au cours des 20 dernières années. En résumé, les réglementations et les interventions limitent le volume du crédit, ce qui se traduit notamment par un faible taux d'accession à la propriété parmi la population suisse.

Tout au long de l'histoire, les krachs immobiliers ont mis les banques à genoux. Comment le secteur bancaire réagirait-il à une baisse des prix de 10 %, par exemple ?

► **C. Saputelli:** Une baisse de cette ampleur n'aurait pas d'impact significatif sur les bilans des banques. Compte tenu de la forte augmentation des prix au cours des dix dernières années, les ratios prêt/valeur sont bien en dessous de tout seuil critique. Toutefois, les banques seraient probablement plus réticentes à octroyer des crédits en dehors des directives standards ("*exception to policy*" *lending*), car les nouveaux prêts hypothécaires sont les plus exposés aux fluctuations de prix.

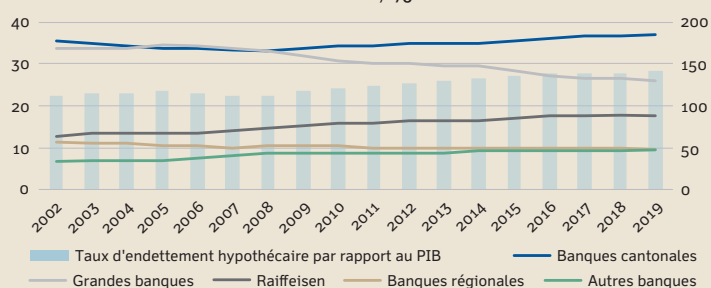
► **D. Scognamiglio:** Une baisse des prix du marché inférieure à 20 % ne constituerait pas véritablement un problème pour les banques, tant que les obligations financières des prêteurs sont respectées. Cette baisse des prix aurait uniquement un impact sur l'état de la fortune des ménages. Les problèmes ne commenceraient à se poser que si les banques étaient contraintes par les régulateurs d'imposer un "appel de marge" aux ménages pour couvrir la baisse de la valeur de leurs logements. Les véritables risques pour les banques sont les ventes d'urgence qui pourraient se produire,

comme à la fin des années 1980, si un trop grand nombre de personnes perdaient leur emploi et étaient incapables d'honorer leurs obligations financières.

Quel segment les banques doivent-elles surveiller de près ? L'immobilier commercial ? L'immobilier résidentiel ?

► **C. Saputelli:** Historiquement, l'immobilier commercial a été la principale source de problèmes pour les banques. Le financement des promoteurs, en particulier, est la principale source de dépréciations. Dans l'environnement actuel, cependant, l'immobilier résidentiel représente un risque substantiel de perte extrême, étant donné la très forte dépendance aux taux d'intérêt nuls ou négatifs. Il sera important de garder un œil sur des taux d'amortissement suffisamment élevés à long terme.

Part de marché de l'activité de prêt hypothécaire par catégorie de banque et ratio dette hypothécaire/PIB (axe de droite) Suisse, %



Sources: Office fédéral de la statistique; Banque nationale suisse

A quoi ressemble le marché hypothécaire de demain, et comment les banques doivent-elles s'y adapter ?

► **A. Plazzi:** Les taux d'intérêt et les taux hypothécaires ne devraient augmenter ni à court terme, ni à moyen terme. Avec des taux aussi bas, les marges ont tendance à être très faibles, ce qui signifie que la concurrence ne devrait pas être féroce. Les banques devraient se concentrer sur le maintien de bonnes relations avec leurs clients existants et sur la surveillance de leur risque de crédit.

► **C. Saputelli:** Les banques resteront la principale source de financement hypothécaire. Mais les prêts basés sur des plateformes augmenteront leur part de marché au fil du temps. Dans un environnement de taux d'intérêt négatifs, les banques ne voudront pas concurrencer les investisseurs directs sur les taux hypothécaires à long terme. Elles se concentreront donc sur les prêts hypothécaires à court terme et sur des financements plus complexes et plus risqués, qui ne sont pas demandés par les investisseurs institutionnels.

► **D. Scognamiglio:** Les bases du marché hypothécaire resteront largement inchangées, tant que le régime réglementaire et fiscal demeurera inchangé. On va assister à une amélioration de la transparence sur les taux d'intérêt, ainsi qu'à une augmentation du nombre d'acteurs sur le marché. A long terme, cela se traduira par un marché plus concurrentiel avec des marges plus faibles pour les acteurs financiers. Les banques doivent se développer si elles veulent survivre.

Investisseurs institutionnels

Quels sont les avantages et les inconvénients des investissements immobiliers directs et indirects ?

► **S. Lüthi:** Les investisseurs qui considèrent les placements en actions comme trop risqués se tournent généralement vers l'immobilier. Les taux de refinancement historiquement bas et la grande disponibilité des prêts hypothécaires ont, pour l'instant, rendu les investissements immobiliers directs plus attrayants que les solutions indirectes. Comme tout type d'investissement, les placements immobiliers directs se composent de trois éléments: le rendement, la liquidité et le risque. Si les placements immobiliers directs promettent un rendement plus élevé que, par exemple, les placements immobiliers indirects, les investisseurs doivent également accepter des inconvénients en matière de liquidité et de risque. Les investissements directs requièrent un long processus de recherche du bien à acheter et supportent également des coûts de transaction importants. En outre, les coûts d'entretien, d'exploitation et de perte de loyer sont généralement massivement sous-estimés et peuvent rapidement réduire le rendement initialement prévu. Bref, un manque de connaissances du marché, associé aux imperfections du marché immobilier, peut devenir un piège à rendement. Les investissements directs dans l'immobilier mobilisent généralement beaucoup de fonds propres et deviennent finalement un risque cumulé dans le portefeuille des investisseurs privés. Une alternative consiste ici à investir de manière indirecte dans l'immobilier par le biais d'un fonds d'investissement, généralement appelé Real Estate Investment Trust (REIT), qui possède et exploite des biens immobiliers et met en relation investisseurs et opportunités d'investissement. Les actions de REIT largement diversifiés peuvent être acquises même avec une petite mise de fonds et sont généralement négociées sur un marché public, ce qui en fait des solutions d'investissement très liquides.

En quoi l'exposition à l'immobilier par le biais du financement par emprunt diffère-t-elle des autres formes de financement par emprunt ?

► **C. Saputelli:** Par rapport aux investissements en actions ou en obligations, les investisseurs peuvent appliquer un taux d'effet de levier plus élevé aux investissements immobiliers, car les valeurs immobilières pertinentes sont fixées par des évaluateurs externes et sont donc très stables dans le temps. Un tel effet de levier est possible car les locataires signent généralement des contrats pluriannuels et le risque de faillite d'un locataire peut être efficacement atténué par le fait que le bien est loué à plusieurs entreprises ou ménages.

► **S. Lüthi:** Le financement par emprunt dans le secteur de l'immobilier se fait généralement par le biais d'hypothèques. La garantie hypothécaire réduit fondamentalement le ratio de perte en cas de défaut pour le créancier, ainsi que pour le système financier dans son ensemble, pour autant que le ratio prêt/valeur reflète correctement la réalité. D'un point de vue général, l'effet de levier sur l'immobilier ne se manifeste pas différemment de celui des actions ou d'autres classes d'actifs. Dans le cas de la Suisse, il n'y a guère d'excès à observer en ce qui concerne les investisseurs institutionnels. Les régulateurs ont également leur mot à dire, puisqu'ils définissent le ratio maximal de financement par emprunt autorisé: dans le cas des fonds immobiliers, par exemple, ce ratio est plafonné à un tiers. Il est intéressant de noter que de nombreux investisseurs institutionnels ne veulent pas de ratios d'endettement élevés. L'année dernière, Swisscanto a mené une enquête auprès d'investisseurs et notamment de caisses de pension. Le résultat a été clair: en principe, les investisseurs ne veulent pas d'effet de levier stratégique dans leurs produits.

En ce qui concerne les stratégies d'investissement factoriel, comment pouvons-nous caractériser le facteur immobilier ?

► **A. Plazzi:** En théorie, l'exposition à l'immobilier présente un intérêt en termes de diversification du portefeuille, car l'immobilier présente une corrélation relativement faible avec les actions et les obligations. En pratique, cependant, cette exposition est difficile à réaliser, car les sociétés cotées en bourse actives dans le secteur de l'immobilier (les REIT mentionnés plus haut) sont limitées en nombre, en diversification géographique et en taille, par rapport au marché immobilier réel. Par exemple, le marché américain des REIT dans son ensemble possède plus de 2,5 trillions de dollars d'actifs immobiliers, un chiffre correspondant à pratiquement la capitalisation boursière actuelle d'Apple, la plus grande entreprise cotée en bourse aujourd'hui.

► **A. Goyal:** L'identification du facteur immobilier est en effet complexe, car elle nécessite l'existence de fonds immobiliers cotés en bourse et également l'existence de contrats à terme et d'indices construits autour de ces fonds. Actuellement, les REIT n'existent quasiment que sur le marché américain. La création de tels véhicules financiers pourrait être une bonne opportunité commerciale pour les gestionnaires de fonds en Europe et en Suisse et également une bonne opportunité de diversification pour les investisseurs institutionnels.

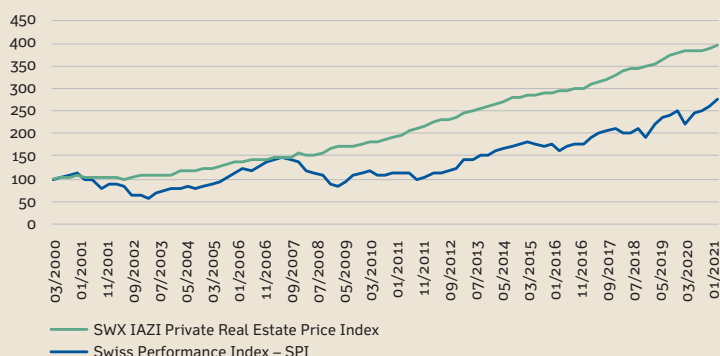
Les investisseurs institutionnels, et en particulier les fonds de pension, doivent généralement respecter des quotas d'investissement prédéterminés. L'environnement financier actuel, caractérisé par des taux d'intérêt bas et des prix de l'immobilier élevés, est radicalement différent de celui qui prévalait il y a 15 ans. Comment leurs portefeuilles ont-ils évolué au fil du temps ?

► **S. Lüthi:** Les portefeuilles des caisses de pension suisses ont beaucoup évolué ces dernières années. La part de l'immobilier et celle des actions n'ont cessé d'augmenter, au détriment des obligations et des dettes. La part de l'immobilier détenu directement et indirectement dans les portefeuilles multi-actifs se rapproche actuellement du seuil maximum réglementaire de 25 %. Les grands fonds de pension s'appuient considérablement sur les biens immobiliers détenus directement, tandis que les petits fonds s'appuient principalement sur les investissements immobiliers indirects. En termes de diversification internationale, les fonds de pension suisses se concentrent principalement sur les investissements immobiliers nationaux. Ce phénomène de "préférence nationale" est typique des investisseurs suisses.

► **A. Goyal:** L'environnement actuel est très difficile pour les gestionnaires de fonds de pension, car le rendement global du marché est faible. Lorsque les taux d'intérêt ont baissé au cours des dernières décennies, le prix des obligations a augmenté, de même que le taux de rendement global des fonds de pension. Mais à l'avenir, cette corrélation inverse entre les taux d'intérêt et le prix des obligations ne peut plus fonctionner, car la plupart de ces obligations sont arrivées à échéance ou ont été renouvelées aux conditions actuelles du marché.

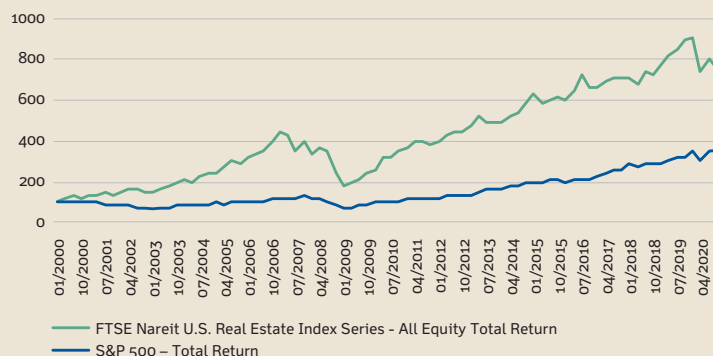
► **A. Plazzi:** En général, la diversification est essentielle lors de la construction d'un portefeuille. Cette diversification doit s'effectuer non seulement au niveau des classes d'actifs, mais aussi au niveau des secteurs et des zones géographiques. Dans le cas spécifique de l'immobilier, nous devons tenir compte de l'âge du bien, car l'augmentation des contrôles environnementaux concernant le secteur immobilier va probablement faire baisser le prix des biens inefficients, qui sont nombreux en Suisse. Cet écart en termes d'efficacité énergétique entre les bâtiments anciens et récents générera une importante décote de prix pour les bâtiments anciens et pourrait à terme constituer une menace pour les caisses de pension.

Rendement total des actions et des biens immobiliers
Suisse (base 100 au 1er trimestre 2000)



Sources: CIFI; SIX

Rendement total des actions et des biens immobiliers
Etats-Unis (base 100 au 1^{er} trimestre 2000)



Sources: FTSE Russell; CRSP

Le taux de rendement interne des fonds immobiliers mondiaux a été sain au cours de la dernière décennie. Cela va-t-il changer ? Et, si oui, comment ?

► **D. Scognamiglio:** Ce taux de rendement interne élevé concerne le rendement des fonds propres, ce qui signifie que nous devons également inclure dans notre analyse les dimensions de l'effet de levier et du risque. Une composante principale de ce rendement élevé est l'augmentation de la valeur, qui n'a pas été réalisée ou encaissée, et non le taux de capitalisation. Tant que la valeur des biens immobiliers continuera à augmenter, comme c'est le cas depuis 20 ans, ces chiffres resteront élevés.

► **C. Saputelli:** Ce taux de rendement interne positif a en effet été largement influencé par la proportion accrue de gains en capital, en tant que contribution au rendement total de l'investissement. Nous nous attendons à ce que les gains en capital soient plus limités dans un avenir proche, car l'essentiel de la compression du taux de capitalisation s'est produit au cours des cinq dernières années. Par conséquent, le rendement total dépend maintenant davantage de la partie revenu de l'investissement.

Comment les investisseurs institutionnels gèrent-ils les dimensions de rendement, de liquidité et de risque de leurs investissements immobiliers ?

► **S. Lüthi:** En observant les questions relatives au marché des capitaux de ces derniers trimestres, nous pouvons constater que les investisseurs institutionnels ont une nette préférence pour les

investissements immobiliers indirects basés sur la valeur nette d'inventaire, que ce soit par le biais de REIT ou de fonds immobiliers non cotés. Cette préférence est principalement due aux trois dimensions mentionnées ci-dessus : rendement, liquidité et risque. Les investissements indirects sont généralement plus liquides que les investissements directs, présentent une volatilité plus faible et sont faiblement corrélés aux actions cotées. Ils continuent par ailleurs à générer un rendement solide.

► **A. Goyal:** Le manque de liquidité est clairement une caractéristique du marché immobilier, en particulier de la partie directe du marché, ce qui suggère qu'il devrait y avoir une prime financière pour ce risque. Savoir si cette prime de risque est correctement évaluée reste une question largement sans réponse. Seul le temps le dira.

Que pouvons-nous dire de la combinaison globale de ces différents facteurs ?

► **A. Goyal:** Compte tenu de la situation actuelle, en termes de taux d'intérêt, de taux de rendement interne et de démographie, nous pouvons affirmer que les investisseurs institutionnels et les fonds de pension seront confrontés à de profonds défis durant plusieurs décennies. La solution consiste à ce que les gens travaillent plus longtemps, cotisent davantage à leur fonds de pension ou apprennent à vivre avec moins : trois solutions que beaucoup de personnes ne sont guère disposées à accepter.



Ménages

L'immobilier représente généralement le plus gros actif que détient un ménage. Qu'est-ce que cela signifie en termes de diversification du portefeuille ?

► **A. Goyal:** Les ménages ne sont généralement pas conscients du faible degré de diversification de leurs portefeuilles d'investissement. Néanmoins, des fluctuations modérées des prix de l'immobilier devraient avoir peu d'impact sur le bien-être général d'un propriétaire. Le fait que les ménages suisses ne soient pas tenus d'amortir entièrement leurs prêts leur permet d'investir leur patrimoine dans d'autres actifs, leur offrant ainsi les avantages potentiels de la diversification.

► **C. Saputelli:** L'allocation d'actifs d'un acheteur d'un premier logement est généralement illiquide et peu diversifiée, compte tenu des prix élevés actuels des logements. Ainsi, pour se constituer un patrimoine au fil du temps, les ménages devraient effectivement se concentrer sur l'accumulation d'actifs liquides afin d'accroître la diversification et la flexibilité financière de leurs portefeuilles d'investissement. Il n'y a aucune raison que les propriétaires s'abstiennent d'investir davantage dans l'immobilier dans leur allocation d'actifs financiers, car la corrélation entre les prix locaux des logements et l'immobilier largement diversifié est généralement faible. Mais les ménages devraient limiter leurs investissements dans des biens immobiliers supplémentaires situés dans la même zone économique que leur domicile.

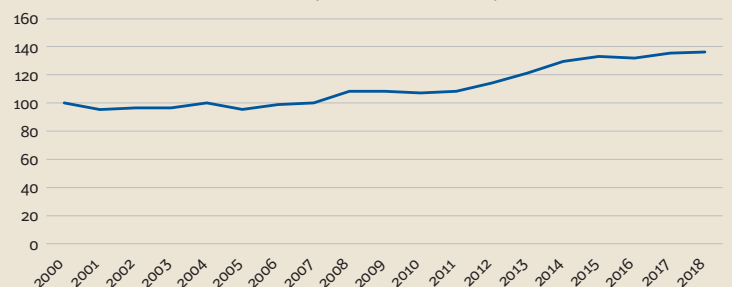
► **L. Küng:** Globalement, investir principalement dans l'immobilier signifie que le risque financier du ménage est peu diversifié et, pis encore, que ce risque s'appuie sur un fort endettement. Les données aux Etats-Unis montrent que les prix de l'immobilier sont positivement corrélés aux salaires. Ainsi, lorsque l'économie est en plein essor, les loyers augmentent et les salaires aussi. Cette corrélation implique que la location offre une couverture naturelle aux variations de la production économique, une couverture à laquelle les propriétaires renoncent. Il est intéressant de noter que les conseillers financiers ont tendance à omettre l'avantage d'être locataires lorsqu'ils analysent le risque financier auquel les particuliers sont confrontés. Reste à savoir si ces résultats américains s'appliquent également au marché suisse. Néanmoins, de nombreuses personnes continuent à penser que le risque de l'immobilier est similaire à celui des obligations d'État, ce qui est grossièrement erroné. Les prix de l'immobilier ont baissé dans le passé et baisseront encore à l'avenir.

Le prix de l'immobilier en Suisse est parmi les plus élevés au monde, tout comme le montant de l'endettement des ménages. Que faut-il en penser ?

► **A. Goyal:** Les prix de l'immobilier suisse sont effectivement élevés au niveau international, mais cela ne signifie pas qu'ils sont surévalués ni qu'il y a un boom. Si l'on compare les prix des logements aux salaires, on constate que les prix de l'immobilier à Genève et à Zurich sont comparables à ceux à Stockholm et à Toronto, par exemple.

► **D. Scognamiglio:** Bien que les ménages suisses soient très endettés, ils possèdent des actifs importants. En raison du système fiscal suisse, l'incitation est grande pour les ménages de n'amortir que partiellement leur dette hypothécaire et d'investir en parallèle leur épargne sur des marchés financiers largement diversifiés. Il faut également tenir compte du fait qu'en raison de la forte augmentation de l'endettement au cours des dernières années, la dépendance vis-à-vis des taux d'intérêts bas a également augmenté. Une augmentation forte et insuffisamment anticipée des taux d'intérêt pourrait augmenter fortement la pression financière sur de nombreux ménages. Le système fiscal suisse permettrait toutefois d'amortir cet effet, dans la mesure où nous pouvons déduire les intérêts d'une hypothèque de notre revenu imposable.

Prix de l'immobilier privé par rapport au revenu disponible médian équivalent des ménages
Suisse (base 100 en 2000)



Sources: CIFI; Office fédéral de la statistique

Les prix des logements n'ont cessé d'augmenter dans le monde entier au cours des 20 dernières années. Les ménages sont-ils prêts à faire face à une baisse des prix de 10 %, par exemple ?

► **C. Saputelli:** Si l'on considère que les prix des logements ont plus que doublé dans de nombreux endroits au cours des 20 dernières années, une correction des prix de seulement 10 % dans l'environnement actuel de taux d'intérêt bas est tout à fait gérable. Récemment, des réglementations étatiques ciblées ont été mises en œuvre pour casser la tendance à la hausse des prix, notamment sur des marchés immobiliers en surchauffe. Les réductions de prix qui en ont résulté n'ont toutefois pas eu d'effets négatifs sur les régions concernées. Au contraire, pour de nombreux ménages, les logements sont devenus un peu plus abordables.

Quelle mise en garde adresseriez-vous aux ménages ?

► **L. Küng:** Posséder un bien immobilier présente évidemment de grands avantages, mais cela comporte également une part de risques, que les gens ont tendance à minimiser. Les ménages doivent faire les calculs nécessaires, au-delà des montants liés au loyer et au paiement des intérêts. Ils doivent faire preuve de discipline en termes de dépenses d'entretien et également envisager d'amortir leur dette au-delà du minimum requis. L'achat d'un bien immobilier est une décision à la fois financière et émotionnelle, ce qui signifie que les décisions immobilières doivent être examinées sous plusieurs angles.

► **D. Scognamiglio:** Les ménages qui sont propriétaires de leur logement possèdent déjà suffisamment de biens. Les ménages doivent réfléchir à deux fois avant d'investir dans l'immobilier, car les biens sont plus chers qu'ils ne le pensent au premier abord et les coûts d'entretien sont actuellement plus élevés que les charges d'intérêt. L'entretien est essentiel lorsque des indices de prix hédoniques contrôlent la qualité: le fait que les prix augmentent pour des biens neufs et correctement entretenus ne signifie pas qu'ils augmentent nécessairement pour des biens anciens et mal entretenus.



Swiss Finance Institute

Swiss Finance Institute (SFI) est le centre national de recherche fondamentale, de formation doctorale, d'échange de connaissances et de formation continue dans le secteur bancaire et financier. La mission de SFI est de renforcer le capital de connaissances pour la place financière suisse. Créé en 2006 dans le cadre d'un partenariat public-privé, SFI est une initiative commune du secteur financier suisse, de six universités suisses de pointe, et de la Confédération helvétique.

Editeurs

Dr. Silvia Helbling
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education

Contact

Dr. Cyril Pasche
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

Cette publication a été imprimée sur du papier durable "Refutura", qui est certifié par l'écolabel "l'Ange bleu".

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

