

Datum: 16.03.2018

Valeur et évaluation de l'immobilier

# Est-ce que les CP paient trop?

L'immobilier suisse se paie au prix fort. Est-ce que les caisses de pensions font monter les enchères sur le marché? D'ailleurs, qui décide en fonction de quels critères ce que vaut un bien immobilier? Deux spécialistes avérés de l'immobilier répondent à quelques questions d'actualité.

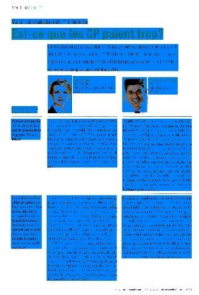


**Marie Seiler**  
MRICS, CFA  
Director, Head Advisory Real Estate  
PwC

**Interview (par écrit):  
Kaspar Hohler**

**Pensez-vous que les caisses de pensions paient actuellement trop pour l'immobilier?**

Non. Les caisses de pensions ne figurent définitivement pas parmi les acheteurs les plus agressifs sur le marché. Sur l'ensemble des transactions que nous avons encadrées en 2017 en tant que conseillers, un seul immeuble de bureaux a été vendu à une grande caisse de pensions suisse. Mais les investisseurs institutionnels avec la deuxième et la troisième offre par ordre d'importance étaient tellement proches de ce qui a finalement été payé qu'ils ont définitivement confirmé la valeur du prix payé.



Datum: 16.03.2018

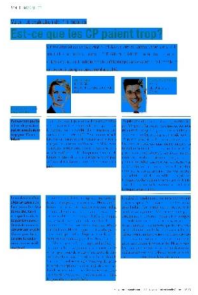
**Le rendement d'un objet est calculé en fonction de la valeur de marché. Est-il vrai que les caisses de pensions procèdent à des amortissements sur les prix d'achat pour faire paraître le rendement sous un meilleur jour?**

Je trouve cette affirmation trop réductrice et trompeuse et je ne peux pas la confirmer. Nous conseillons de nombreuses caisses de pensions pour l'achat d'immeubles et dans d'autres domaines aussi. Je vois donc défiler de nombreux chiffres. La plupart des transactions se font en bilatérale, loin du marché ouvert. D'après nos études, moins de 20% de tous les immeubles de rapport sont vendus par le biais d'un appel d'offres. La pression sur le rendement est sans conteste plus élevée lors d'une telle procédure et je n'exclus pas la possibilité d'un occasionnel achat stratégique et d'une correction de valeur après-coup de la part d'une caisse de pensions ou d'un autre investisseur institutionnel. Mais c'est loin d'être la règle. Beaucoup de caisses de pensions appliquent une stratégie de croissance dans le secteur immobilier. Mais cette croissance est réfléchie et se déroule généralement en dehors des procédures d'appel d'offres.

**Marie Seiler**

**De l'acheteur ou de l'évaluateur, qui définit la valeur d'un immeuble?**

Ni l'un, ni l'autre. La valeur d'un immeuble résulte de l'interaction entre l'acheteur et le vendeur. Voici ce que l'on peut lire à ce sujet au chapitre 4 «Notions de valeur» de la norme Swiss Valuation Standard: «Le prix d'un immobilier correspond au produit escompté d'une transaction. Il est déterminé au regard des conditions et des valeurs spécifiques estimées par les parties à la transaction. La valeur, au sens du prix de transaction objectif, peut être déduite avec certitude de l'existence avérée de plusieurs offres quasiment aussi élevées que celle du plus offrant.» Cette formulation cerne assez bien la question et exclut aussi qu'une valeur aberrante soit considérée comme prix du marché.



Datum: 16.03.2018

#### Marie Seiler

**Est-ce qu'il faudrait uniformiser les méthodes d'évaluation ou est-ce que la diversité des approches est une bonne chose?**

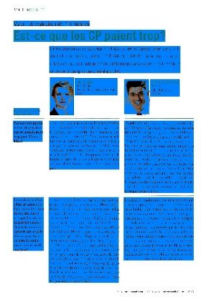
Les méthodes d'évaluation sont déjà plus ou moins uniformisées en Suisse. La méthode DCF s'est établie comme pratique courante dans notre pays et la plupart des grands investisseurs immobiliers institutionnels procèdent à leurs propres estimations ou font évaluer l'immobilier par des évaluateurs externes selon cette méthode. Comme nous ne disposons pas de suffisamment de données de transaction publiques en Suisse, nous ne pouvons malheureusement pas nous fonder sur des comparaisons. Les circonstances ont favorisé une uniformisation précoce dans notre pays.

**Quelle part du marché suisse de l'immobilier de rapport se trouve aux mains des caisses de pensions suisses?**

La statistique la plus actuelle à ce sujet est celle de 2016 qui a été publiée par l'OFS en décembre 2017. Elle nous apprend qu'en 2016, les caisses de pensions ont investi près de 19% de leur patrimoine dans l'immobilier et que leur portefeuille immobilier représente environ 156 milliards de francs. Si l'on met entre parenthèses les logements en propriété, les investissements sur le marché immobilier suisse sont majoritairement effectués par des entreprises pour leurs propres besoins ou par des bailleurs de fonds privés. La part du marché détenue par les investisseurs institutionnels est nettement plus petite.

**Est-ce que les caisses de pensions font monter les prix sur le marché immobilier suisse? Ou est-ce que vous attribueriez plutôt ce rôle à d'autres groupes d'acheteurs?**

L'expérience montre que les caisses de pensions sont des acteurs plutôt conservateurs. Ce ne sont pas des groupes d'investisseurs spécifiques qui font monter les prix sur le marché, mais la très forte demande générale d'immobilier qui a des raisons fondamentales. En plus, le marché immobilier suisse s'est énormément professionnalisé au cours des 20 dernières années. En conséquence de quoi la valeur de marché de l'immobilier se reflète beaucoup plus fortement qu'autrefois dans les portefeuilles et dans le paysage des transactions.



Datum: 16.03.2018



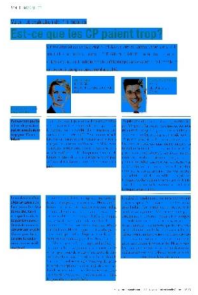
**Donato Scognamiglio**  
Prof. Dr.  
CEO et partenaire  
IAZI AG

**Pensez-vous que les caisses de pensions paient actuellement trop pour l'immobilier?**

Un prix est seulement trop élevé si personne n'est prêt à le payer. Par contre, les caisses de pensions prennent de très gros risques au niveau où les prix se situent actuellement. Car si un rendement de 3% peut paraître attractif dans un contexte de taux bas, une remontée des taux, même minime, va immédiatement entraîner des amortissements importants sur de tels objets. La sensibilité aux taux (duration) est donc nettement plus grande que pour un immeuble acheté avec un rendement brut de 5%. Comme en plus les caisses de pensions n'ont pas besoin de capitaux tiers pour acheter, elles paient parfois des immeubles à des prix que la plupart des banques jugeraient exagérés. En résumé: les prix sont salés, les rendements faibles et les risques sous-estimés.

**Le rendement d'un objet est calculé en fonction de la valeur de marché. Est-il vrai que les caisses de pensions procèdent à des amortissements sur les prix d'achat pour faire paraître le rendement sous un meilleur jour?**

Le calcul du rendement d'un immeuble présente plusieurs aspects. Si on procède à une dévaluation après l'achat d'un immeuble, le rendement sur cashflow va augmenter. Mais en même temps, la performance va diminuer puisqu'elle se compose du rendement sur cashflow et d'une variation de valeur diminuée. Peu importe que les amortissements soient déduits des bénéfices éventuellement réalisés durant la même période sur des objets vendus. Les amortissements de ce type montrent qu'un supplément de prix non durable a été payé. Les achats de nouveaux biens que l'on dévalue immédiatement ont pour effet de diluer les rendements du portefeuille sur le dos des assurés.



Datum: 16.03.2018

**De l'acheteur ou de l'évaluateur, qui définit la valeur d'un immeuble?**

**Donato Scognamiglio**

L'acheteur et le vendeur ont tous deux recours aux conseils d'experts et établissent leurs analyses et leurs évaluations du marché. Dans le cadre des négociations, l'offre et la demande, en d'autres termes le marché, vont décider de combien on s'écarte des évaluations et sur quel prix les parties à la transaction vont s'entendre.

**Est-ce qu'il faudrait uniformiser les méthodes d'évaluation ou est-ce que la diversité des approches est une bonne chose?**

Toutes les méthodes ont pour objectif de se rapprocher le plus possible du prix de transaction. L'application des prix de transaction effectivement payés – que ce soit pour calculer des modèles hédonistes pour l'immobilier de rapport ou pour déterminer les taux d'escompte dans le cadre de la méthode DCF – est une démarche recommandée qui a fait ses preuves. Une uniformisation des procédures n'apporte pas grand-chose en soi. Ce qui compte, c'est que l'on puisse accéder à des données exhaustives du marché afin de prendre des décisions d'investissement proches du marché.

**Quelle part du marché suisse de l'immobilier de rapport se trouve aux mains des caisses de pensions suisses?**

D'après la statistique des caisses de pensions 2016, le patrimoine des caisses de pensions s'élevait à environ 824 milliards de francs dont environ 19% étaient engagés dans l'immobilier. De pair avec les assurances et les banques les caisses de pensions détiennent environ 17% des immeubles d'habitation loués et environ 9% des immeubles commerciaux loués.

**Est-ce que les caisses de pensions font monter les prix sur le marché immobilier suisse? Ou est-ce que vous attribueriez plutôt ce rôle à d'autres groupes d'acheteurs?**

Les investisseurs privés paient aussi des prix élevés puisque l'immobilier, malgré tous les risques de fluctuation des taux, reste un placement attractif sur le long terme en raison de son cashflow régulier. C'est ainsi qu'avec des immeubles locatifs, il a été possible de dégager un rendement nominal d'environ 4.9% par an au cours des 30 dernières années, rendement qui se compose de 4% de retour en cash et 0.9% de plus-value. La dynamique des prix en soi résulte de la politique des taux bas que les banques centrales persistent à pratiquer dans le monde entier.