

## *La lettre mensuelle*

MAI 2013

### **Immobilier dans l'Arc lémanique : la bulle a-t-elle éclaté ?**

La situation du marché de l'immobilier dans la région lémanique a alimenté régulièrement la chronique des journaux ces deux dernières années et suscité de nombreuses interrogations face à une hausse des prix qui ne semblait pas connaître de limites. Le souvenir de la débâcle immobilière du début des années nonante hante encore les mémoires. Cette crise immobilière avait coûté des dizaines de milliards de francs aux banques suisses et conduit à de douloureuses recapitalisations financières à la charge des contribuables, dont les Genevois, par exemple. Le terme de bulle financière revient régulièrement dans le vocabulaire lié à ce marché et a même été employé à plusieurs reprises par des dirigeants de la Banque Nationale Suisse (BNS), habituellement réservés, pour décrire la situation particulièrement tendue de ce marché. Il faut garder à l'esprit que la crise que nous traversons depuis 2007 est à l'origine une crise du crédit qui provient d'une envolée des prix de l'immobilier aux Etats-Unis et qui a contaminé des pays comme l'Angleterre, l'Irlande ou l'Espagne. L'appel à la prudence de nos autorités monétaires est compréhensible et s'inscrit parfaitement dans le contexte actuel et dans le cadre du mandat conféré à notre institut d'émission. Nous rappellerons que nombre de crises financières trouvent leurs origines dans une spéculation immobilière débridée qui, lorsque la bulle explose, met en premier lieu à mal les banques dont les bilans regorgent d'hypothèques garanties par l'actif à priori le plus stable, la pierre. Le Japon, à titre d'exemple, ne s'est jamais remis de la crise du début des années nonante. La cité de Dubaï, où pendant des années des gratte-ciels ont été littéralement construits sur du sable et qui a dû être sauvée en 2010 par Abu-Dhabi, en est un autre exemple. Sommes-nous dans notre région au cœur d'une bulle spéculative, d'une dérive des prix sans fondements ou d'une tendance séculaire qui n'a pas de raisons de s'arrêter ?

#### **Rappel historique**

Il nous paraît important de revenir sur les origines de la flambée des prix de l'immobilier dans notre région afin de mieux comprendre la situation actuelle. Nous constatons, à la réflexion, qu'il y a eu une concomitance de facteurs qui, additionnés les uns aux autres, a conduit à la situation de folie immobilière, décrite par de nombreux intervenants. Genève constitue l'épicentre du phénomène que nous cherchons à comprendre. Cette ville a

historiquement exercé un fort pouvoir d'attraction en termes d'immigration, que certains pourraient qualifier aujourd'hui de qualitative.

La Réforme a constitué, à notre avis, l'origine de la dynamique économique que notre cité connaît encore aujourd'hui. Au risque de heurter la sensibilité de certains partis nationalistes, ce sont les étrangers, ambitieux, novateurs, travailleurs qui ont, historiquement, fortement contribué à la dynamique économique du canton. Les accords entre la Suisse et l'Union européenne sur la libre circulation des personnes ont, plus récemment, encore accentué cette tendance. Il faut garder à l'esprit que nous sommes tous et avons tous été, sous une forme ou une autre, des « étrangers » à Genève, même pour les familles dites patriciennes. Cette parenthèse refermée, nous sommes enclins à penser que l'origine du problème immobilier actuel remonte à une quarantaine d'années. Dans le sillage de mai 68, des réflexions du Club de Rome, d'une prise de conscience naissante en faveur de l'écologie et de la peur du nucléaire, il s'est développé à Genève un courant politique de défiance à l'égard de la croissance économique. Ce slogan « halte à la croissance » s'est traduit au fil du temps par l'élaboration de lois contraignantes, restreignant l'acte de construire et le retardant. Cette vision étriquée de la gestion de toute cité a conduit à vouloir protéger au-delà du raisonnable les espaces verts et un poumon de verdure en périphérie de ville qui, vu d'avion, laisse penser que Genève est un canton agricole. La construction étant rendue difficile à Genève, la Côte vaudoise a connu un développement important depuis les années 80, drainant la classe moyenne, native de Genève et y travaillant, vers les rives du lac, quasiment jusqu'à Lausanne. Notre canton a perdu au cours des années une population de contribuables aisés alimentant le déficit structurel que nous estimons à un demi-milliard par an pour Genève. L'accord conclu entre la Suisse et l'Union européenne sur la libre circulation des personnes, l'installation de sièges de sociétés multinationales à Genève, l'accueil d'exilés fiscaux européens et la démographie naturelle du canton ont exercé ces dix dernières années une forte pression sur la demande de logements dans un contexte où les taux d'intérêt se situent à des niveaux historiquement très bas. Durant cette même période, Genève n'a envisagé son développement que sous la forme de restrictions, que ce soit en matière de circulation, de préservation de la zone agricole, d'obstacles érigés à l'encontre des promoteurs immobiliers et de géguerre stérile entre la Ville et l'Etat. Genève paie aujourd'hui sa myopie en matière de développement urbanistique même si un certain volontarisme exprimé récemment par le Conseil d'Etat, à travers de grands projets, tente de remédier à cette situation. Paradoxalement, dans une volonté malthusienne de vouloir préserver un poumon de verdure autour de Genève, notre canton souffre actuellement d'étouffement. La moindre anicroche en matière de circulation sur les grands axes conduit à une paralysie totale de l'une ou l'autre des rives. La négation de la croissance économique par certains partis et mouvements soi-disant de protection des locataires est largement responsable de la situation de pénurie de logements à Genève et, en conséquence, de la flambée des prix. Le relatif faible taux d'acceptation en votation populaire de l'édification de l'éco quartier des Cherpines est une bonne illustration de cette attitude, prônée par certains partis, que l'on peut au mieux qualifier d'égoïsme érigé en dogme. En ayant rejeté au-delà des frontières cantonales les travailleurs qui se rendent tous les jours sur leur lieu de travail, Genève a réussi à mettre en place un concept de développement durable totalement raté. Une ville, historiquement, se développe par cercles concentriques autour de son centre, or, à Genève, le développement s'est effectué au-delà de ses frontières.

### **L'impact des taux d'intérêt sur les prix de l'immobilier**

Les taux d'intérêt, dans un contexte de marché où l'offre et la demande s'équilibrent, constituent la principale variable derrière la formation des prix de l'immobilier. L'actif financier « immobilier » est comparable sur ce plan aux obligations dont le cours varie avec l'évolution des taux d'intérêt sur le marché. Par contre, la volatilité des prix de l'immobilier est nettement plus importante que pour les obligations car, dans la plupart des cas, il y a un effet de levier très important dans la pierre lié à l'endettement hypothécaire qui, selon les situations, a pu atteindre jusqu'à 90% de la valeur du bien. L'immobilier devient soudainement un actif financier à risques, car dans l'exemple précité une variation de 10% à la baisse entraîne une disparition totale des fonds propres investis, un appel de marge de la banque et dans le pire des cas une réalisation forcée avec, pour conséquence, une spirale baissière des prix sur le marché et le spectre de la crise des « subprime » aux Etats-Unis ou le retour de la crise immobilière des années 90 tant redoutée par la BNS. L'effet mécanique de la variation des taux d'intérêt sur le prix de l'immobilier s'explique par l'exemple simple développé ci-après dans lequel nous avons volontairement omis pour la démonstration l'effet stabilisateur d'une injection de fonds propres. Un immeuble estimé à CHF 10 millions, dans un contexte de taux hypothécaires à 4%, induira une charge hypothécaire de CHF 400'000 par an ; si les taux devaient tomber à 2%, la charge financière serait réduite à CHF 200'000 par an ; toutes choses restant égales par ailleurs, l'estimation de la valeur de l'immeuble peut automatiquement s'ajuster à CHF 20 millions et générera toujours le même revenu locatif et rendement sur les fonds propres pour l'investisseur. Une hausse des taux hypothécaires exercerait l'effet inverse sur le prix et l'on se retrouverait potentiellement dans le scénario de l'immobilier américain en 2007 ou de l'immobilier suisse au début des années 90. L'investissement immobilier, a priori stable et comportant peu de risques, devient aussi spéculatif qu'un « hedge funds » ou un investissement sur des contrats à terme avec le double effet de ciseau, pour le détenteur, d'une hausse des taux d'intérêt et d'une baisse mécanique des prix du sous-jacent.

### **L'attractivité de la région**

L'attractivité de l'Arc lémanique, largement médiatisé, constitue un facteur explicatif de plus à la spirale de la hausse des prix dans le secteur de l'immobilier. L'arrivée d'entreprises multinationales accompagnées de cadres supérieurs, dont le logement est souvent en bonne partie payé par l'employeur, a contribué à créer une situation de distorsion sur le prix des biens mis en location et par ricochet sur la valeur des maisons ou des appartements. L'impact de ce mouvement migratoire sur les prix est moindre, à notre avis, que l'arrivée des réfugiés fiscaux, qu'ils soient au forfait ou pas. L'économie fiscale réalisée par ces derniers, qui ont trouvé une nouvelle terre d'accueil en Suisse des siècles après les huguenots, est telle qu'elle a permis à ces gens de surpayer dans le segment des biens haut de gamme. Ce phénomène a été, à notre avis, exacerbé depuis mars 2009 par la décision du Conseil fédéral d'affaiblir le secret bancaire helvétique. Cette décision a poussé de nombreux clients de banques suisses à se régulariser sur le plan fiscal en se délocalisant en Suisse et en puisant dans leur fortune déposée dans les banques de notre pays pour y acheter de l'immobilier. La demande quasi frénétique pour des biens immobiliers de luxe a, par effet d'entraînement, poussé à la hausse les prix demandés par

les propriétaires cherchant à vendre des biens de gamme moyenne ou de qualité inférieure.

Dans un contexte où l'offre de logements et de terrains à construire est insuffisante, le classique mécanisme de l'offre et de la demande a poussé les prix non seulement au-delà du raisonnable mais a rendu l'accès à la propriété quasi impossible pour un résident genevois.

Nous sommes aujourd'hui confrontés à un problème social dont les conséquences risquent d'être lourdes pour Genève. Sur le plan politique, les partis populistes sont déjà tentés d'exploiter cette situation afin de glaner des voix auprès d'une population de mécontents. Des initiatives démagogiques aux relents nauséeux et xénophobes ont été lancées récemment afin de tenter d'apporter des réponses simplistes à un problème complexe de gestion de la croissance démographique naturelle dans notre pays. L'acceptation par le peuple de l'initiative populaire visant à restreindre la construction de résidences secondaires dans les communes, l'initiative contre le mitage du territoire ainsi que celle d'Ecopop visant à limiter la surpopulation sont autant d'exemples de cette vision idyllique que certaines personnes, à l'instar d'un Franz Weber, ont de la Suisse. Ces gens dévoilent enfin leur véritable visage en prenant pour boucs émissaires les étrangers, personnes physiques ou morales, soi-disant responsables de tous nos maux, alors qu'elles ont apporté à la Suisse une dynamique économique qui a permis à notre pays d'échapper à la crise européenne. Cette vision égoïste et passéiste de la vie en société, hostile à tous projets de développement, risque d'handicaper la Suisse dans les années à venir sur le plan de sa compétitivité. La lecture de commentaires sur certains forums de discussion est riche d'enseignements. On constate un repli identitaire, la nostalgie d'une certaine époque, le refus de déclasser certaines zones, en un mot, la réticence d'admettre qu'une ville, par définition, croît et s'étend au fil du temps.

### **Bulle immobilière ?**

Nous trouvons-nous sur l'Arc lémanique face à une bulle immobilière, une dérive spéculative ou alors, une tendance séculaire qui n'a pas de raisons de s'infléchir ? Nous excluons de notre analyse la notion de dérive spéculative. En effet, nous ne nous situons pas dans le contexte de la fin des années 80 où le même bien s'échangeait plusieurs fois dans un laps de temps très court avec une plus-value importante à la clé. La multiplicité des opérations n'est pas apparente dans le marché actuel, la hausse des prix étant bien la résultante de l'effet ciseau doublement pervers de la raréfaction de l'offre et d'une forte demande. On peut envisager sous certains aspects la théorie d'une tendance séculaire, amenée à se poursuivre à l'avenir. Les cycles immobiliers s'inscrivent dans des tendances longues par rapport à des cycles boursiers, par exemple. Le doublement en moyenne des prix sur ces dix dernières années correspond à une hausse annualisée de l'ordre de 7% par an qui traduit sur cette période à la fois un effet de rattrapage après la chute des prix liée à la crise du début des années 90, la baisse des taux d'intérêt et la raréfaction de l'offre. Dans le cadre de l'acceptation de la tendance séculaire, on peut anticiper à un certain moment une pause, voire un recul des prix si les taux d'intérêt devaient remonter et/ou si une offre plus abondante de logements devait être mise sur le marché.

Le phénomène de bulle immobilière décrit par de nombreux observateurs et la BNS est pertinent si on le définit par le prix d'un bien ne correspondant plus à la réalité économique. Une bulle financière est un phénomène d'ordre monétaire qui voit affluer sur un bien une avalanche de capitaux sans lien avec sa valeur intrinsèque.

Cette définition pourrait correspondre à la situation observée sur le marché de l'Arc lémanique dans le sens que de moins en moins de gens ont la capacité et la surface financière pour acquérir un logement dans la région. Cette dichotomie entre les prix de l'immobilier et la possibilité pour les personnes vivant et travaillant dans la région d'acquérir leur logement ont été mises en évidence dans le cadre d'une étude publiée il y a plus d'une année par le magazine PME.

Cette analyse démontre que certaines régions de Suisse demeurent inabordables pour la plupart des ménages, même pour des revenus annuels confortables. L'étude démontre clairement - et ce n'est pas une surprise - que la variable la plus importante influant sur le prix du marché de l'immobilier est liée au coût de financement. Si les taux d'intérêt devaient remonter de 1 point, 10% des propriétaires seraient en difficulté. Une progression de 2 points du loyer de l'argent mettrait à mal 27% des détenteurs d'immobilier dont 8 à 9% seraient financièrement asphyxiés. Ces pourcentages seraient suffisants pour déstabiliser le marché et provoquer une crise immobilière aux conséquences tant redoutées par la BNS. Les mesures prises en 2011 par la BNS pour enrayer l'envolée du franc suisse sur le marché des changes dont le maintien des taux d'intérêt sur le marché monétaire proche du zéro absolu éloignent pour le moment le spectre d'une hausse des taux hypothécaires et d'une chute brutale des prix de l'immobilier.

### **La bulle immobilière a-t-elle éclaté ?**

Face à la dérive incontrôlée des prix dans le secteur immobilier en Suisse et la peur d'une crise, nos autorités ont pris récemment des mesures limitant le recours au deuxième pilier pour financer l'acquisition de son propre logement en imposant aux futurs propriétaires d'apporter au moins dix pour cent de fonds propres personnels et d'accélérer les amortissements de la dette. Cette mesure, associée à des exigences internes de plus en plus strictes en matière d'octroi de crédits édictées par les banques actives sur le marché hypothécaire suisse, a déjà eu pour conséquences de geler le marché depuis le début de l'année et le nombre de transactions immobilières a chuté drastiquement. Le Conseil fédéral, sur recommandation de la BNS, a décidé d'activer récemment le volet anticyclique prévu par l'ordonnance sur les fonds propres des banques. Ces dernières devront, à partir du 30 septembre prochain, accroître de 1% la couverture en fonds propres de leurs créances hypothécaires. En voulant lutter contre le mal, les remèdes proposés risquent d'être pire. Les exigences en matière de fonds propres minimaux vont exclure de l'accession à la propriété privée toute une catégorie de la population qui ne détient pas une épargne suffisante pour satisfaire aux nouvelles normes. Nous pensons particulièrement aux jeunes ménages qui viennent de fonder une famille et désirent s'acheter un toit pour élever leurs enfants. Dans un pays où le nombre de propriétaires est très nettement inférieur à la moyenne européenne, les récentes mesures ne vont pas dans le sens d'un encouragement à l'accession à la propriété qui figure en toutes lettres comme politique sociale et économique que la Confédération est sensée encourager. Les seuls à

applaudir sont les associations de pseudo défenseurs des locataires qui verront leur fonds de commerce augmenter.

Les récentes décisions prises par nos autorités vont-elles détendre les prix ? Nous pensons que dans un premier temps les prix vont diminuer quelque peu, surtout dans des cas de figure où les propriétaires seront contraints de vendre. Dans un contexte où les transactions sont peu nombreuses, cela ne constituera pas une tendance significative.

Nous estimons qu'à moyen terme, ces décisions n'auront aucun impact favorable sur l'offre de logements mis sur le marché, principale raison de la pénurie de biens immobiliers et de la cherté de ceux-ci sur l'Arc lémanique et en Suisse en général. Nous pensons que les acteurs financiers du marché, à savoir les promoteurs et investisseurs immobiliers, seront moins actifs dans un marché qui va se rétrécir en termes d'acheteurs potentiels et offrira moins d'opportunités de générer une rentabilité économique acceptable pour la conduite de projets financiers souvent longs à mettre en place.

Les professionnels de l'immobilier devront certainement revoir drastiquement leurs modèles d'affaires en l'adaptant à cette nouvelle réalité du marché avec, pour conséquence vraisemblable, une diminution de l'offre immobilière à moyen terme. Le marché immobilier dans l'Arc lémanique pourrait être également profondément et durablement déstabilisé si les régimes fiscaux dont bénéficient les entreprises étrangères établies en Suisse devaient être remis en question. Dans le même ordre d'idées, l'abolition des forfaits fiscaux, octroyés à des rentiers étrangers domiciliés en Suisse, conduirait à un exode massif de ces derniers et entraînerait une chute des prix de l'immobilier haut de gamme qui ne serait pas sans conséquences pour l'ensemble de la structure du marché du logement. La Suisse est entrée depuis la crise de 1998 dans une ère d'insécurité juridique dont le pays n'était pas coutumier par le passé. Sous la pression internationale, notre pays a entrepris de modifier son ordre juridique au mépris du bon sens et de sa souveraineté. Nous pensons évidemment à l'abandon du secret bancaire, la renégociation de traités internationaux dont la révision de la convention franco-suisse sur les successions. Ces modifications du droit ont engendré une incertitude chez les acheteurs potentiels de biens immobiliers, exacerbées par l'acceptation d'initiatives comme celle de Monsieur Franz Weber sur les résidences secondaires.

### **Risques dans l'immobilier commercial et de bureaux**

L'immobilier commercial est, à notre avis, le secteur le plus à risque aujourd'hui et pourtant il ne fait pas les grands titres des journaux. De nombreux projets arrivent aujourd'hui sur le marché que ce soit dans l'Arc lémanique ou dans la région de Zürich et trouvent difficilement preneurs. Dans un contexte économique où les entreprises se restructurent, réorganisent leurs opérations, quittent les centres-villes et où le partage d'espaces de bureau se développe, la demande pour des surfaces de bureaux n'est plus en adéquation avec l'offre actuelle. Une récente étude réalisée par le Crédit Suisse estime à 250'000 mètres carrés les surfaces de bureaux actuellement proposées sur le marché genevois, soit 6.3% du parc actuel. Le risque de bulle immobilière, concentré dans des projets coûteux d'immeubles de bureaux qui risquent de rester inoccupés longtemps, nous paraît être nettement plus important pour les banques que celui réparti sur une multitude de logements privés dont bon nombre de propriétaires ont pris la précaution de bloquer leurs hypothèques sur de longues échéances.

## Conclusion

En conclusion, nous estimons que le terme de bulle immobilière n'est pas forcément le plus approprié pour décrire la situation particulière du marché immobilier sur l'Arc lémanique. Le déficit d'offre de logements, problème lancinant depuis des années, pourrait être relativement rapidement comblé par une évolution des mentalités. Cette approche peut paraître iconoclaste, voire simpliste mais une bonne partie de notre analyse repose sur ce constat. Afin de remédier au manque chronique de logements dans la région lémanique et à Genève en particulier, nous pensons que l'Etat doit prendre des mesures drastiques en menant une politique volontariste basée sur quelques principes a priori évident, mais qui n'ont pas été appliqués ces dernières décennies. En premier lieu, il convient de prendre conscience et de faire prendre conscience à la population qu'une agglomération, par définition, croît au fil du temps et que la tâche principale des autorités, quelle que soit la couleur politique de celles-ci, consiste à anticiper et à gérer ce développement.

Cette axiome posé, le développement d'une ville doit se concevoir par cercles concentriques, quitte à déclasser des zones de verdure autour, et non pas en repoussant le problème au-delà de ses frontières avec toutes les nuisances que cela implique en termes de déplacement des pendulaires. Ce principe de développement peut aussi être transposé aux communes et villages qui, pour des raisons fiscales, à Genève, n'ont aucun intérêt à favoriser un développement sur leur territoire. Il s'agit aussi et surtout à Genève de remettre en cause le tabou lié au déclassement de la zone agricole. Une étude des milieux politiques et immobiliers datant d'il y a quelques années a mis en évidence que le déclassement d'un pour cent de la zone agricole genevoise suffirait à satisfaire les besoins en matière de logement de la population genevoise. La seule variable économique facilement ajustable pour rendre la propriété immobilière accessible à une grande partie de la population est le prix du terrain, le coût de la construction étant quant à lui difficilement compressible. Il s'agit également d'ouvrir un vrai débat de société sur le sujet et de mettre en balance la nécessité de maintenir une zone agricole dans la périphérie immédiate des villes avec le développement inévitable de la population et l'impérieuse nécessité de loger une population jeune qui s'installe dans la vie, il y a urgence. L'objectif de nos autorités politiques devrait consister à maintenir à Genève une classe moyenne travailleuse et génératrice de revenus élevés pour l'Etat, plutôt que de laisser une partie de la population générant de la richesse et des impôts quitter le territoire cantonal. Il convient aussi de briser une lance en faveur de la densification du territoire dans une région considérée à tort comme étant exigüe et de bâtir en hauteur. La plupart des villes dignes de ce nom ont depuis longtemps adopté cette approche de l'utilisation du sol et il n'y a pas de raison que Genève demeure une exception. On peut imaginer également doter l'Etat de davantage de pouvoirs afin d'accélérer le processus de déclassement, d'adoption de plans localisés de quartiers, voire d'utiliser l'arme ultime qu'est l'expropriation. En définitive, ce n'est qu'en acceptant le principe qu'une ville se développe et s'étend au fil du temps que l'on résoudra la problématique du logement dans l'Arc lémanique et à Genève en particulier. Le coût lié à l'accession à la propriété ou à la location à des prix abordables diminuera automatiquement en mettant en œuvre des principes simples, appliqués partout ; pourquoi pas dans notre région ?

**EMC Gestion de Fortune SA**  
**19, rue du Rhône, 1204 Genève**  
**Tél +41 22 817 78 78 [www.emcge.com](http://www.emcge.com)**

**Gérants indépendants depuis 1982**

*Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune SA estime dignes de foi ; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.*