

**Zeitschrift:** Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

**Herausgeber:** Société d'Etudes Economiques et Sociales

**Band:** 71 (2013)

**Heft:** 4

**Artikel:** L'investissement immobilier dans les caisses de pension

**Autor:** [s.n.]

**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-390971>

### Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 22.02.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

# L'INVESTISSEMENT IMMOBILIER DANS LES CAISSES DE PENSION

> Cet article synthétise les points de vue de spécialistes de l'investissement immobilier qui apportent des éclairages en termes de structure, d'acteurs et d'indices, et pointent les défis et les promesses relatifs à cette activité économique.

Mots-clés: caisses de pension, investissement immobilier, indices, placement, diversification.

La somme investie par les caisses de pension dans les immeubles suisses a atteint 101 milliards de francs en 2011, selon la dernière statistique fédérale publiée. Un chiffre d'autant plus intéressant qu'une grande part de ces investissements est réalisée sous forme de placements collectifs et non pas seulement dans des immeubles en direct. Quelque 17,6% du total des actifs des caisses de pension sont consacrés à l'immobilier à fin 2011. Cette classe d'actifs est la seule qui a enregistré une croissance entre 2005 et 2011.

Autre élément intéressant, l'évolution de la population des caisses de pension suisses: la population suisse vieillit, les bénéficiaires de rentes augmentent. La période de collecte va peu à peu céder la place à une période de distribution sous forme de rentes. Fin 2011, on dénombre quelque 1 million de rentiers dans le système de la LPP. Les sommes consacrées aux rentes ont progressé de 20% par an en six ans, atteignant près de 24 milliards de francs sortis de la trésorerie des caisses de pension. Cette tendance est inéluctable. A ce rythme là, le système sera devenu un système de distribution d'ici une dizaine d'années. Se pose alors la question de comment faire face à ce décaissement et avec quelle liquidité effectuer les investissements?

Un panel de spécialistes de la gestion immobilière des caisses de pension, parmi lesquels Philippe Sormani, président et associé du CIFi (Centre d'Information et de Formation Immobilières SA), Arnaud de Jamblinne, directeur général de la Foncière-Investissements Fonciers SA et Isabelle Cohen-Solal, membre de la direction de Swisscanto, exposent ci-après ses visions particulières.

## QUEL RÔLE L'IMMOBILIER PEUT-IL ET DOIT-IL JOUER DANS L'ASSET MANAGEMENT? – L'ANALYSE DU CIFI UNE FORTUNE IMMENSE

Pour réaliser ses études, le CIFi utilise principalement les informations fournies par les banques sur les transactions qu'elles financent. Puis il compile des statistiques, permettant de dériver des modèles et des formules mathématiques pour comprendre l'évolution des prix du marché. Il se sert également d'informations provenant d'investisseurs institutionnels représentant un parc d'environ 10 000 immeubles pour une valeur d'un peu plus de 120 milliards de francs.

L'immobilier est un facteur central qui a une grande importance tant dans l'économie que dans les portefeuilles des caisses de pension.

## Importance du parc immobilier résidentiel



Suisse	1990 absolu	en %	2000 absolu	en %	2011 absolu	en %
<b>Bâtiments en tout</b>	<b>1'292'502</b>	<b>100.0</b>	<b>1'462'167</b>	<b>100.0</b>	<b>1'656'864</b>	<b>100.0</b>
<b>Bâtiments exclusivement à usage d'habitation</b>	<b>1'026'117</b>	<b>79.4</b>	<b>1'179'278</b>	<b>80.7</b>	<b>1'379'925</b>	<b>83.3</b>
Maisons individuelles	695'624	53.8	821'719	56.2	953'813	57.6
Maisons à plusieurs logements	330'493	25.6	357'559	24.5	426'112	25.7
<b>Bâtiments d'habitation avec usage annexe</b>	<b>181'416</b>	<b>14.0</b>	<b>198'274</b>	<b>13.6</b>	<b>196'336</b>	<b>11.8</b>
<b>Bâtiments partiellement à usage d'habitation</b>	<b>84'969</b>	<b>6.6</b>	<b>84'615</b>	<b>5.8</b>	<b>80'603</b>	<b>4.9</b>
1 étage	113'923	8.8	121'625	8.3	118'852	7.2
2 étages	672'684	52.0	680'151	46.5	772'028	46.6
3-4 étages	444'625	34.4	590'661	40.4	659'375	39.8
5-6 étages	47'854	3.7	55'704	3.8	83'002	5.0
7-9 étages	11'102	0.9	11'748	0.8	20'517	1.2
10+ étages	2'314	0.2	2'278	0.2	3'090	0.2

Source: [http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/09/02/blank/key/gebaeude/art\\_und\\_groesse.html](http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/09/02/blank/key/gebaeude/art_und_groesse.html)

L'immobilier, ce secteur important, touche tout le monde. Il a une valeur à peu près équivalente à celle de la capitalisation boursière cumulée des actions et des obligations. Cette fortune immense est placée dans différents objets: du résidentiel, mais aussi des infrastructures, du productif et du commercial. En Suisse, l'immobilier résidentiel représente 1,6 million d'unités (bâtiments résidentiels ou mixtes).

Dans les actifs des caisses de pension, l'immobilier représente 17,6% de l'allocation d'actifs totale, répartis pour 39% dans les investissements indirects (fonds de placement, fondations de placement et actions immobilières cotées) et pour 61% en investissements directs.

### LES ACTEURS DU MARCHÉ SUISSE

Quels sont les principaux acteurs présents sur le marché immobilier suisse? D'une part, les investisseurs et les constructeurs représentant le niveau stratégique. D'autre part, les professionnels, régies et gestionnaires de projets, oeuvrant au niveau opérationnel. Enfin, les utilisateurs, les locataires, maillon essentiel puisque ce sont eux qui paient.

Les promoteurs prennent des risques et cherchent à faire fructifier les capitaux investis en proposant des projets attractifs qui répondent à la demande des investisseurs et des utilisateurs/locataires. Interviennent ensuite les maîtres d'oeuvre qui s'emploient à satisfaire les exigences des futurs propriétaires et locataires, à construire sans défaut et à maintenir aux plus bas les coûts de construction.

Les gérants de portefeuille cherchent à dégager durablement un rendement adéquat, et aussi à préserver la valeur, développer l'attractivité locative à long terme et maintenir de faibles coûts cycliques. A eux aussi revient la responsabilité de présenter une bonne image, de maintenir les risques dans le cadre voulu et d'assurer aux IP un portefeuille qui soit bien équilibré dans le marché.

Pour les régisseurs, qui ont pour mission de satisfaire durablement propriétaires et locataires, l'objectif est de garantir des opérations sans problème et des faibles coûts d'exploitation. Les régisseurs sont aussi là pour gérer l'ordinaire. Enfin, les utilisateurs, c'est-à-dire les locataires en quête d'une qualité de travail et d'une qualité de vie élevée, s'attendent à recevoir de bons services. Ils paient les loyers et des charges qu'ils espèrent les plus modérées possibles, et sont la source des recettes.

Quant aux banques, elles interviennent à plusieurs niveaux pour le bon fonctionnement du marché immobilier. Elles octroient des crédits hypothécaires pour financer les investissements immobiliers; elles proposent des véhicules de placement collectifs offrant à des privés comme à des entreprises la possibilité d'investir dans l'immobilier; elles aident au partage et à la diversification des risques jouant ainsi pleinement le rôle d'intermédiaire. Enfin, elles réalisent des analyses immobilières pointues, liées au marché, aux biens et aux clients.

#### GÉNÉRER DES CASH-FLOWS

Différentes possibilités existent pour investir dans l'immobilier. L'investissement direct, qui représente 61% du total des investissements immobiliers des IP, exige cependant des compétences particulières. Une caisse de pension se doit d'avoir une certaine taille de portefeuille, soit une quinzaine ou une vingtaine d'immeubles pour un montant sous gestion de l'ordre de 200 millions de francs, afin de pouvoir financer raisonnablement son propre service de gestion. Selon sa structure de coûts, une externalisation de la gestion à des gérants professionnels peut toutefois s'avérer plus économique. Les investissements immobiliers indirects sont réalisés par le biais de fondations, de sociétés immobilières anonymes et de fonds immobiliers. Chaque véhicule d'investissement présente des caractéristiques particulières. Les institutions de prévoyance investissent dans l'immobilier principalement pour les cash-flows qu'il génère. Il représente des flux de trésorerie réguliers et prévisibles très intéressants pour financer les rentes.

Le deuxième rôle principal des investissements immobiliers dans les actifs des caisses de pension est de diversifier les risques. De par la diversification qu'ils permettent, les investissements immobiliers réduisent les variations de performance dans les portefeuilles. Sur les douze dernières années, l'immobilier direct a fait preuve d'une certaine stabilité. Ainsi, en moyenne, un portefeuille bien diversifié offre des revenus et des performances plus prévisibles.

Pour mesurer l'immobilier direct, le CIFI calcule un indice des performances dans l'immobilier de rapport. Il utilise un indice hédoniste qui permet de garder la qualité constante du bien observé. Cette méthode statistique élimine les différences des biens entre eux afin de mesurer l'évolution du marché à qualité constante. Les indices SWX CIFI sont entre autre utilisés par la FINMA pour l'analyse des risques.

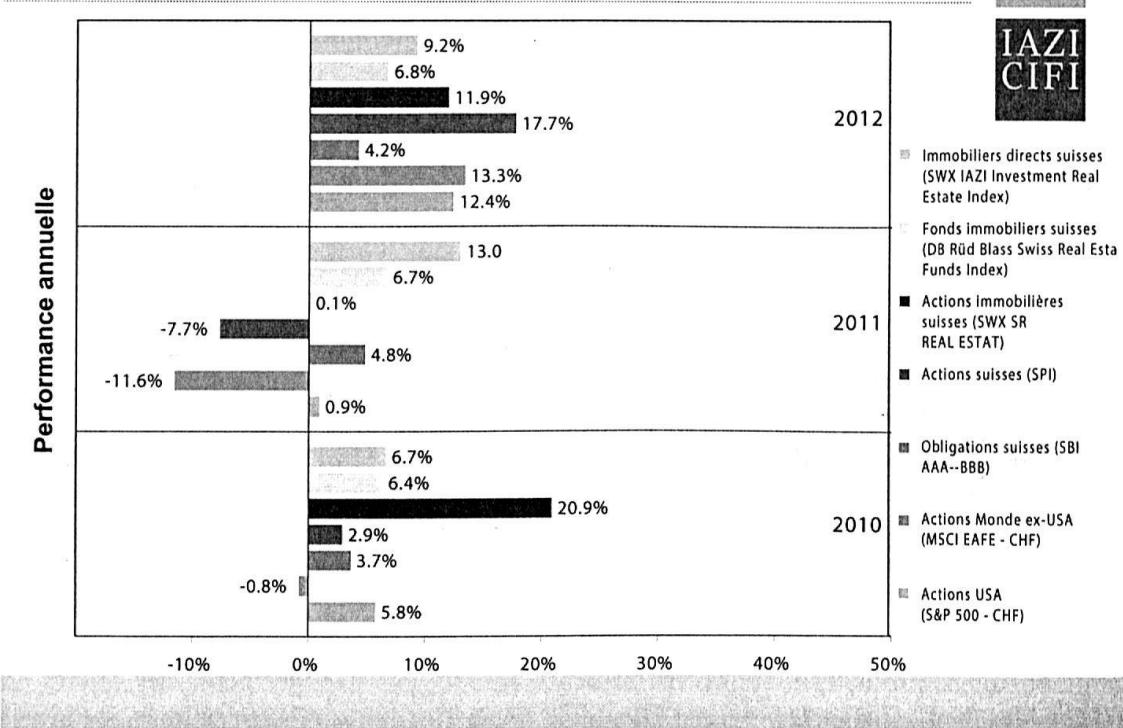
En fonction des besoins d'une caisse ou d'une autre, on trouve des portefeuilles ou des allocations d'actifs optimaux pour chaque caisse. En effet, il n'existe pas une même recette pour tous les intervenants du marché. L'analyse systématique est la même pour tous, mais les résultats de cette analyse varient. Le travail de l'analyste et du stratège revient à élaborer la bonne composition du portefeuille par rapport aux besoins, aux spécificités de chaque caisse (en fonction de sa taille, de son âge, etc.).

Il faut donc être prudent dans l'interprétation et considérer que le passé n'est pas suffisant. L'historique n'est qu'un point de départ.

#### UN BON PLACEMENT

En pratique, sur les dernières années, l'immobilier direct s'est révélé être un bon placement: sa performance est passée de 6,7% en 2010 à 13% en 2011 pour revenir à 9,2% en 2012.

### PERFORMANCE DES CLASSES D'ACTIFS



Du fait que les autres marchés étaient déprimés depuis le début de la crise en 2007, les prix de l'immobilier de rapport ont été poussés à la hausse. En 2012, on obtenait à nouveau des performances à deux chiffres sur les placements en actions. La concurrence des classes d'actifs entre elles a repris de l'intérêt. L'immobilier de rapport ne devrait donc pas connaître les croissances des dernières années, mais tendre vers une stabilisation.

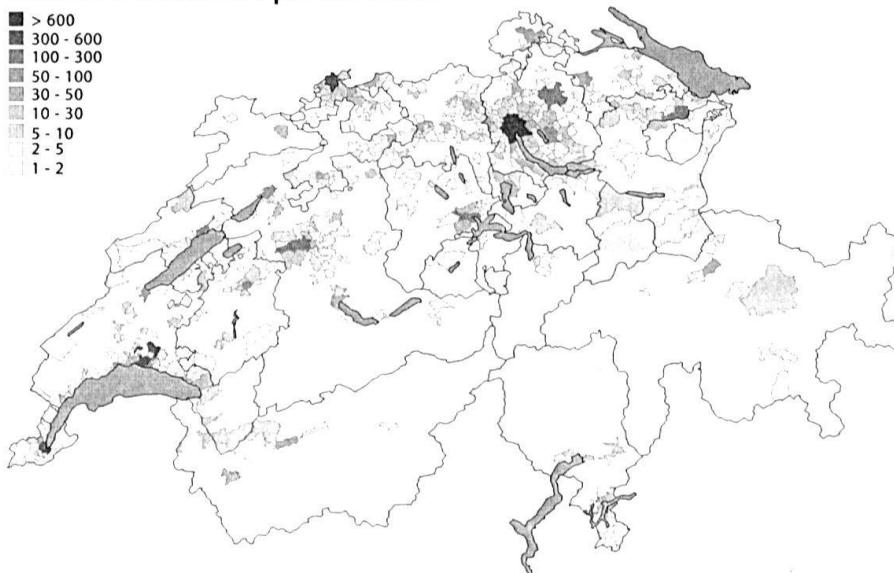
Si les facteurs qui soutiennent l'immobilier – à savoir l'économie, l'immigration, du fait qu'elle stimule la demande de résidentiel, et les taux bas – venaient à évoluer défavorablement, on pourrait s'attendre à des corrections à la baisse dans les valeurs immobilières.

Les immeubles analysés en Suisse par le CIFI se situent principalement dans les villes et dans les zones urbaines, où vit 70% de la population suisse.

## RÉPARTITION DES IMMEUBLES

**Nombre d'immeubles par commune**

- > 600
- 300 - 600
- 100 - 300
- 50 - 100
- 30 - 50
- 10 - 30
- 5 - 10
- 2 - 5
- 1 - 2



IAZI  
CIFI

70% de la population habite dans les communes où se situe les immeubles analysés

Les placements immobiliers directs sont investis pour 48,1% dans la catégorie des immeubles résidentiels, 32,1% dans la catégorie commerciale et 19,8% dans la catégorie mixte. Leur performance fait apparaître en 2012 une légère baisse par rapport à 2011: elle passe de 7,4% à 6,7%. A Genève, la performance a atteint 8,1%, mais la prudence est de mise pour la suite. A l'inverse, Soleure a marqué le pas à 3,8%. Quant à l'évolution des valeurs, elle s'est élevée à 2,7% en 2012 en léger recul par rapport à l'année précédente (3,2%). Genève enregistre une hausse des valeurs de 4,3%; certaines régions comme les Grisons (-0,2%) ou Soleure (-0,5%) enregistrent même des baisses.

Le rendement des cash-flows nets (NCF) a légèrement baissé l'an dernier à 3,9% contre 4,2% en 2011. Les Grisons présentent le rendement des NCF le plus élevé de Suisse à 4,8%. Genève affiche un taux de 3,9%.

En conclusion, les performances ne sont plus celles des dernières années mais on reste dans une zone positive. La hausse importante des valeurs ces dernières années met en revanche le rendement des cash-flows nets immobiliers sous pression.

Les investissements immobiliers directs et indirects jouent toujours un rôle essentiel dans l'Asset Management des caisses de pension. Il est indispensable de les aborder avec systématique. De part son importance économique, l'immobilier résidentiel en Suisse représente un enjeu stratégique pour les IP. L'immobilier de rapport est aujourd'hui traité de manière beaucoup plus professionnelle qu'au cours des années 1990. La quantité et la qualité de l'information disponible ainsi que la transparence ont beaucoup progressé depuis vingt ans. Le choix de la forme d'investissement dépend de différents facteurs: taille de la caisse de pension, besoins stratégiques en matière d'investissements, structure de gestion de l'IP.

L'immobilier génère des cash-flows réguliers mais requiert des compétences élevées pour y parvenir. Le risque de prix existe mais ne se présente concrètement qu'en cas de restructuration telle qu'une fusion de deux caisses de pension ou la restructuration de l'entreprise. Les recherches récentes menées par le CIFI, notamment avec l'Université de Genève, présentent de nouvelles pistes intéressantes pour l'analyse et la gestion des risques liés aux placements immobiliers.

#### OUTILS ET MÉTHODES

Le CIFI a par ailleurs développé en 2011 le premier indice «hédoniste» en temps réel pour l'immobilier. Il montre l'évolution des prix offerts pour les villas et appartements en PPE en temps réel. En tant qu'indicateur avancé pour le développement futur du marché, il offre de nouvelles perspectives pour la gestion des risques.

L'évaluation hédoniste, introduite par le CIFI sur le marché suisse en 1994, est une application du concept statistique de régression multiple aux transactions immobilières effectives. Dans ce cadre, le prix du bien immobilier est défini par environ 20 caractéristiques liées au bâtiment et par environ 50 caractéristiques qui décrivent son emplacement. La base de données exploitée par les modèles hédonistes du CIFI est constituée uniquement de transactions effectives. Elle répertorie plus de 50% des transactions de gré-à-gré enregistrées en Suisse. Les modèles sont applicables aux objets résidentiels et aux immeubles de rapport avec une part de commercial inférieure à 30%. Ils sont mis à jour chaque trimestre et suivent les évolutions du marché.

Les taux d'actualisation sont déterminés par le CIFI pour chaque commune de Suisse et appliqués aux calculs du Discounted Cash Flow (DCF), méthode fréquemment utilisée dans le cadre d'estimations immobilières.

#### IMMOBILIER DIRECT VERSUS INDIRECT – LE POINT DE VUE DE LA FONCIÈRE

«Les caisses de pension sont confrontées à plusieurs défis, au rang desquels figure, en premier lieu, le déséquilibre structurel vers lequel on évolue du fait du vieillissement de la population, et ses conséquences sur les bilans des caisses de pension», rappelle Arnaud de Jamblinne, directeur général de la Foncière-Investissements Fonciers SA.

Par ailleurs, la nécessité de performance est un autre élément à appréhender, surtout quand les rémunérations des marchés sont aussi basses qu'actuellement. On prendra aussi en compte la diversification et la liquidité des actifs.

Concrètement, comment appréhender l'immobilier et tendre vers l'idéal? L'immobilier direct présente différents avantages: le contrôle des opérations, une maîtrise totale, une visibilité, et pas de frais de gestion de portefeuille. Des liens se tissent entre le gestionnaire de la caisse et son immeuble. Il se crée une sorte d'émotion, un côté affectif, qui est important. Toutefois, l'immobilier direct présente également des inconvénients: l'immobilisation en capital, la variation du cash-flow, la concentration des risques, le fait d'être exposé à des conflits d'intérêts. Quant à la plus-value, elle n'est réalisée qu'en cas de vente.

Pour sa part, l'immobilier indirect offre la liquidité, une diversification géographique, une évaluation régulière et conforme au marché. Il ne requiert pas de gestion au jour le jour et permet des économies d'échelle. Les inconvénients de ce type d'actifs sont la perte de contrôle sur l'opérationnel, car l'on délègue, une dépendance vis-à-vis de la gestion et le

recours à des investisseurs multiples.

Différents véhicules existent, dont les sociétés anonymes immobilières, les fondations immobilières réservées aux caisses de pension ou encore les fonds de placement.

La Foncière, dirigée par Arnaud de Jamblinne, lance pour sa part le projet FISIM. Cette SICAV, dédiée aux caisses de pension, dispose d'une personnalité juridique et d'organes dans lesquels les investisseurs sont représentés, contrairement aux fonds de placement. La gestion est déléguée à Investissements Fonciers SA qui dirige La Foncière avec succès depuis bientôt 60 ans. L'absence de cotation boursière de FISIM lui assurera un socle de stabilité, la liquidité étant assurée par la banque dépositaire.

La principale nouveauté de FISIM réside dans la constitution de son capital par apports en nature. Evitant la course aux achats et l'inflation des prix, FISIM permet de garder l'allocation immobilière intacte, d'augmenter la diversification, d'assurer la liquidité, de rationaliser la gestion, et enfin d'éviter les conflits d'intérêts. Elle a reçu l'autorisation de la FINMA, et est en phase de constitution.

«L'idée est de marier les avantages de l'immobilier titrisé avec ceux du direct à l'instar de ce qui se fait dans les autres classes d'actifs», conclut Arnaud de Jamblinne.

#### SWISSCANTO – UN OBJECTIF À LONG TERME

Swisscanto FP est une fondation de placement destinée aux caisses de pension. Isabelle Cohen Solal, membre de la direction, rappelle que l'idée d'une fondation de placement est de disposer d'emplacements de choix avec des immeubles de qualité qui sont gérés, maintenus en état et tendent vers la nouvelle réglementation Minergie. L'objectif recherché est d'en augmenter la valeur de location et d'assurer un maintien des rendements sur le long terme. En termes d'objets, Swisscanto se positionne sur des tailles très importantes, (de 10 à 20 MF voire idéalement 50 MF). La gestion des locataires s'opère via des prestataires de services. La répartition géographique des investissements de Swisscanto se situe dans des zones urbanisées, proches de centres commerciaux de zones développées, où infrastructures et transports publics sont faciles d'accès.

L'Arc lémanique et la Suisse romande représentent 37% de la totalité du portefeuille, Zurich 26,2% et Berne 12,1%, ce qui représente une bonne diversification. L'importance de la qualité des locataires est essentielle: ce sont des cantons, des sociétés internationales, une université, mais également de grandes enseignes commerciales comme Migros. La fondation de placement recherche avant tout la stabilité des loyers, signe d'une relation de qualité avec les locataires. La répartition des dix principaux locataires assure qu'aucun ne pèse exagérément sur les revenus locatifs.

En terme de fiscalité, la fondation de placement conserve un avantage important d'exonération, en particulier en comparaison avec les fonds immobiliers. Cet outil est conforme à la LPP et est exempté de l'impôt à la source américain. Pour protéger les investisseurs, Swisscanto a mis en place des mesures de réduction pour l'accès aux investisseurs. L'idée est d'éviter la dilution des rendements. La FP reste néanmoins ouverte aux souscriptions. Vu l'horizon de placement des caisses de pension, les placements réalisés par la fondation de placement dans l'immobilier correspondent davantage que d'autres classes d'actifs aux besoins long terme des investisseurs. Ainsi, sur une longue période, il reste toujours plus intéressant de détenir de l'immobilier, même par rapport à l'immobilier coté qui amène

beaucoup de volatilité, d'autant plus dans un environnement de taux bas comme celui que nous connaissons.

#### L'EXPÉRIENCE DE LA FONDATION DE PRÉVOYANCE DE LA BCGE

Pierre Weiss, directeur, responsable du département Portfolio Management institutionnel de la BCGE, partage l'expérience de la Fondation de prévoyance de la BCGE.

En 2007, l'allocation immobilière de la Fondation était de 30%. Elle détenait alors 13 immeubles et deux fonds de placement, les premiers exclusivement situés dans le Canton de Genève, les deuxièmes essentiellement investis dans l'arc lémanique. On constatait donc une très grande concentration des risques spécifiques sur une seule région.

La volonté de diversification s'est matérialisée à travers la vente d'un immeuble et l'octroi à BCGE Asset management d'un mandat de fonds immobiliers. Les fonds retenus sont sélectionnées conformément aux principes d'architecture ouverte chère à la Banque. Ce portefeuille est actuellement composé de 5 fonds, choisis et suivis en toute indépendance pour leurs qualités et la cohérence de leurs résultats sur la durée.

En termes de performances, cette option s'est révélée à ce jour globalement neutre par rapport à l'immobilier direct, ce qui est considéré de manière positive. A la fin de l'exercice 2012, l'allocation immobilière de la Fondation était de 28%. L'essentiel des avoirs (environ 80%) était toujours représenté par des immeubles situés dans le Canton de Genève. Par contre, la part investie en fonds de placement, largement diversifiée géographiquement et par type d'objets, se ventilait pour 12% en Suisse alémanique et 8% dans les autres cantons latins. Par ailleurs, les choix effectués ont permis d'augmenter très légèrement l'allocation globale dans l'immobilier commercial.

En résumé, la démarche de diversification initiée se révèle positive et de nature à stimuler les réflexions en vue de la renforcer.