

Swiss Issues Immobilier
Mars 2015

Marché immobilier 2015

Structures et perspectives



Impressum

Editeur

Giles Keating
Head of Research and Deputy Global CIO
+41 44 332 22 33
giles.keating@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate & Regional Research
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Contact

immobilien.economicresearch@credit-suisse.com
+41 44 333 33 99

Page de couverture

Rötilion ilot B prime, Lausanne
Architecte: Atelier niv-o, Ivo Frei, Lausanne
Photographe: Thomas Jantscher, www.jantscher.ch

Impression

galledia ag, Burgauerstrasse 50, 9230 Flawil

Clôture de rédaction

5 février 2015

Commandes

Directement auprès de votre conseiller, dans toutes les succursales du
Credit Suisse ou fax +41 44 333 56 79
Exemplaires au format électronique sur www.credit-suisse.com/publications
Commandes internes via MyShop sous n° Mat 1511452
Abonnements avec publicode ISF (HOST: WR10)

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.
Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés.

Auteurs

Denise Fries
Fredy Hasenmaile
Philippe Kaufmann
Dr. Christian Kraft
Sarah Leissner
Thomas Rieder
Daniel Steffen
Dr. Fabian Waltert

Participation

Andreas Bröhl
Thomas Schatzmann

Sommaire

Synthèse	4
Le choc du franc et ses répercussions sur le marché de l'immobilier	6
Logements en propriété	8
Demande	8
Offre	11
Résultat du marché	14
Logement en propriété en tant qu'investissement	19
Perspectives 2015 pour les logements en propriété	21
Le logement en propriété dans le collimateur des autorités réglementaires à l'échelon international	22
Logements locatifs	26
Demande	26
Offre	29
Résultat du marché	31
Perspectives 2015 pour les logements en location	34
Voitures sans conducteur: la prochaine étape sur la voie de la mobilité	35
Surfaces de bureaux	37
Demande	37
Offre	39
Résultat du marché	41
Les 15 principaux marchés de surfaces de bureaux en bref	43
Les cinq principaux marchés de surfaces de bureaux en détail	43
Zurich	44
Genève	46
Berne	48
Bâle	50
Lausanne	52
Perspectives 2015 pour les surfaces de bureaux	54
Surfaces de vente	55
Demande	55
Offre	58
Résultat du marché	59
Perspectives 2015 pour les surfaces de vente	62
Student Housing: de hauts rendements malgré une faible propension à payer?	63
L'immobilier comme placement	67
Placements immobiliers directs	67
Placements immobiliers indirects	72
Perspectives 2015 pour les placements immobiliers	77
Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux	78

Synthèse

Conséquences du choc du franc
Page 6

Le retour du cycle

Le choc du franc accélère une évolution qui se dessine depuis longtemps sur le marché immobilier suisse: la longue phase de stabilité semble toucher à sa fin. Nous assistons au retour du cycle immobilier traditionnel, dans lequel une suroffre vient prendre la suite d'une longue phase de hausse des prix. Le processus devrait s'accélérer d'un côté parce que la conjoncture intérieure est affectée par le choc du franc, réduisant ainsi la demande en surfaces, et de l'autre côté parce que le volume de capital injecté dans les marchés immobiliers augmente. En effet, les taux d'intérêt négatifs poussent les investisseurs vers le marché de l'immobilier, augmentent les placements dans de nouveaux développements et étendent ainsi l'offre en surfaces.

Logements en propriété
Page 8

Equilibre entre les forces qui freinent et propulsent le marché

Sans les mesures de régulation prises et sans l'impact négatif des mises en garde répétées concernant l'existence d'une bulle des prix, le marché du logement en propriété souffrirait d'une surchauffe générée par les taux d'intérêt hypothécaires extrêmement bas. Les données provenant de deux cantons prouvent la manière dont la hausse des prix et la répartition inégale de la fortune associées à la réglementation croissante limitent la demande. Le marché doit ainsi faire face à deux situations extrêmes, diamétralement opposées. Cette cohabitation semble cependant fonctionner. Alors que le marché haut de gamme continue de souffrir, le boom du logement se poursuit dans les segments moins chers. Les promoteurs sont toutefois devenus plus prudents. La demande générée par les besoins propres enregistre une tendance à la saturation, alors que la propriété du logement gagne, en tant qu'investissement, de plus en plus en importance dans un contexte de taux bas.

Complément:
Le logement en propriété dans le collimateur des régulateurs du monde entier
Page 22

D'autres pays que la Suisse essaient aussi d'apaiser le marché de l'immobilier

Dans certains pays, des tendances à la surchauffe sont actuellement perceptibles. La palette des mesures de régulation mises en œuvre de par le monde sont aussi vastes qu'inexplorées. En comparaison, la Suisse est l'un des pays qui a déjà mis en place de nombreuses mesures, non sans succès, ce qui devrait tenir notamment de la particularité typiquement suisse de l'autorégulation. Mais cette régulation n'est pas sans frais, elle demande également beaucoup de tact et doit arriver au moment opportun.

Logements locatifs
Page 26

Lent retournement de la situation: d'un marché de bailleurs à un marché de locataires

Les plaintes relatives au manque de logements sont fréquentes, bien que le taux de vacance des appartements locatifs soit au niveau le plus élevé depuis 2001. A l'avenir, la détente devrait se manifester plus nettement, car la demande a dépassé son zénith. Bien qu'inférieure de plus de 10%, l'immigration devrait cette année à nouveau contribuer à assurer la demande en nouveaux logements. Ce phénomène ne devant toutefois pas persister, nous avons analysé en détail les régions qui vont être le plus touchées par la baisse continue de l'immigration. Actuellement, le moteur principal de la détente est la forte production de logements. Comme le nombre de projets en réalisation reste important, la durée d'insertion grandissante et la faible croissance des loyers proposés que nous observons actuellement ne devraient pas être de courte durée. Elles sont les signaux précoces d'une pression décroissante sur le prix de la location. Une baisse généralisée des loyers au cours des prochains trimestres n'est pas encore prévisible. En effet, le marché n'évolue que lentement. Mais si l'offre n'est pas réduite, elle devrait devenir réalité.

Complément:
Voitures sans conducteur – le prochain bouleversement
Page 35

Les véhicules sans conducteur hissent la mobilité au niveau supérieur

Les voitures autonomes sont sur toutes les lèvres, mais il est difficile de prévoir la manière dont elles influenceront notre comportement et nos besoins. Déjà testées en pratique, ces nouvelles technologies détermineront à l'avenir notre quotidien. Nous avons réfléchi à ce thème et à son éventuel impact sur le marché de l'immobilier.

Surfaces de bureaux
Page 37

Pas de lumière au bout du tunnel

En dépit de cinq années d'une croissance économique solide dans une fourchette de 1% à 2%, une offre excédentaire de surfaces de bureaux s'est constituée, principalement à Zurich et à Genève, essentiellement du fait que l'évolution économique a été marquée par la croissance intérieure après 2009. La dynamique des utilisateurs classiques tels que les banques, les assurances

ou les sociétés de conseil aux entreprises s'est nettement essoufflée, voire parfois inversée. Les prestataires de service des secteurs de l'immobilier et du bâtiment, les administrations publiques, les instituts de formation, les services de santé et les branches tertiaires ont à l'inverse développé un besoin accru en surfaces tout en étant moins disposés à payer et/ou en ayant d'autres exigences en termes de superficie. Comme l'absorption des nouveaux bâtiments s'est longtemps effectuée sans problème, le marché ne réagit pas assez rapidement au changement des besoins en matière de demande. Le résultat est une suroffre qui diffère fortement selon les lieux. Des sites de premier ordre tels que les zones autour des gares dans les grands centres continuent à maintenir leur excellent positionnement. Mais le risque d'une expansion de la suroffre est grand. Car même si le zénith de la production est dépassé, les activités de construction restent encore à haut niveau en raison de la pénurie de placements qui devrait encore s'aggraver avec l'introduction des taux d'intérêt négatifs.

Les cinq principaux marchés de surfaces de bureaux en détail
Page 43

La suroffre devient plus évidente

L'analyse approfondie des grands marchés de l'immobilier de bureau a pour objectif de savoir où se concentrent spatialement les surfaces annoncées. L'offre en surfaces est particulièrement importante à Genève et Zurich, dans les Central Business Districts (CBD). Il s'agit cependant principalement d'offres de petite taille. En comparaison, Berne et Bâle sont moins touchés. Dans ces villes, ce sont surtout des projets individuels implantés dans le quartier des affaires extérieur qui réalisent pour séduire de nouveaux locataires. Lausanne se situe entre ces deux pôles.

Surfaces de vente
Page 55

Encore des défis à relever

Ces dernières années, le marché des surfaces de vente a fait preuve d'une stabilité étonnamment élevée, offre et demande n'étant jamais éloignées l'une de l'autre. Cependant, à l'heure actuelle, les indices suggérant que le marché est bien obligé de payer le prix de l'ivresse sur les surfaces observée jusqu'en 2011 se multiplient. Même s'il demeure quelques projets en cours d'achèvement ou de réalisation, on constate qu'il n'y en a quasiment plus en phase de planification. Une situation qui en dit long. L'incertitude des investisseurs aussi bien que des locataires quant à la manière dont le marché peut faire face aux prochains défis liés à la croissance du commerce en ligne est très palpable. Il reste, pour le commerce stationnaire, à trouver son nouveau rôle dans un monde omnichannel numérisé. Et ce dans un environnement commercial qui n'en est pas moins exigeant suite à l'appréciation du franc.

Complément: Student Housing
Page 63

Une niche à fort potentiel de croissance

Les appartements pour étudiants à prix abordables sont une denrée rare, notamment sur les sites universitaires. En raison de leurs revenus faibles, de nombreux étudiants présentent une faible propension à payer, ce qui limite considérablement la palette des logements pouvant être pris en considération. La réurbanisation et l'immigration ont de plus raréfié les logements situés dans les centres, à proximité des institutions de formation, et fait exploser les loyers. C'est surtout dans les grandes villes universitaires que l'offre est rare. La demande en logements supplémentaires pour étudiants est donc énorme. Dans un environnement marqué par la baisse continue des rendements, les investisseurs du marché immobilier recherchent de plus en plus souvent des possibilités de placement alternatives. Les marchés de niche, comme le «Student Housing», constituent l'une de ces alternatives qui conviennent parfaitement à une telle diversification.

L'immobilier comme placement
Page 67

Actuellement, tous les chemins mènent à un placement immobilier

L'année passée, les placements immobiliers suisses ont profité de circonstances extraordinaires sur les marchés des capitaux. Cette tendance devrait se poursuivre cette année, mais probablement sans atteindre les mêmes résultats exceptionnels. Nous estimons que les taux d'intérêt à court et à long terme demeureront faibles en 2015. L'écart entre les rendements sur distribution des placements immobiliers et les rendements d'obligations sûres restera énorme, si bien que les placements immobiliers continueront de s'imposer comme incontournables. Nous pouvons en outre montrer que les fonds sont bien moins exposés au risque d'absorption grandissant. On ne pourra cependant pas empêcher que les rendements initiaux des placements directs dans l'immobilier suisse ne baissent, car l'évolution des prix et des loyers des immeubles de rendement résidentiels et mixtes divergent l'une de l'autre.

Approfondissement régional
Page 78

Marchés régionaux de l'immobilier en bref

Les fact-sheets régionales concernant l'ensemble des 110 régions économiques de Suisse permettent aux investisseurs privés comme professionnels de comparer les marchés partiels de l'immobilier entre eux et de découvrir ce qui fait la particularité des marchés immobiliers locaux.

Le choc du franc et ses répercussions sur le marché de l'immobilier

Avec l'abandon du cours plancher pour l'euro, la Banque nationale a pris entièrement au dépourvu de nombreux acteurs économiques. Même s'il n'a pas changé fondamentalement la situation de départ pour l'économie suisse, ce coup de tonnerre ne doit pas être sous-estimé pour ce qui est de l'étendue et de l'urgence de ce nouveau défi. Après un premier état des lieux, nous avons d'une part divisé par deux les perspectives de croissance du produit intérieur brut pour l'année en cours à 0.8% et attendons d'autre part un effondrement de la croissance de l'emploi. Les secteurs les plus touchés par la décision de la BNS sont les branches exportatrices, c'est-à-dire non seulement les branches industrielles orientées vers les exportations, mais aussi une grande partie de la place financière suisse, du tourisme et du commerce de détail. Comme les branches de l'immobilier et du bâtiment sont extrêmement orientées vers le marché domestique, elles sont beaucoup moins exposées aux répercussions directes. Comme le choc du franc rayonne négativement sur la conjoncture intérieure, les marchés immobiliers suisses ressentiront quand même nettement les effets secondaires induits par cette décision.

L'adaptation structurelle nécessaire et la pression des coûts réduiront la demande de surface

L'abandon du cours plancher n'est pas un choc conjoncturel causant un effondrement de la demande en produits suisses. Un besoin d'adaptation structurelle s'est plutôt accumulé, pratiquement en une seule nuit. La pression d'adaptation nécessitera des réactions rapides qui se répercuteront avec un léger décalage jusque dans les moindres recoins du tissu économique. Les entreprises devront revoir leurs champs d'action stratégiques et s'adapter à la nouvelle situation. Les conséquences seront la délocalisation de processus de production, l'abandon de champs d'action tout entiers et la concentration sur de nouveaux secteurs d'activité à forte valeur ajoutée. Mais les facteurs financiers restent au centre des attentions, par exemple les coûts des locaux qui poussent de nombreuses entreprises à rechercher des alternatives pour exploiter leurs surfaces plus efficacement et négocier des loyers moins chers au mètre carré. Les acteurs du marché immobilier doivent donc s'attendre à une réduction de la demande.

Les taux d'intérêt négatifs augmentent l'attractivité des rendements immobiliers...

Même si les données fondamentales sont affectées par le choc du franc, l'intérêt pour les placements immobiliers devrait augmenter. Nous voyons quatre raisons à cela: premièrement, les écarts de rendement entre les investissements immobiliers et les placements alternatifs se situant à un niveau record après la nouvelle réduction des taux d'intérêt par la Banque nationale. Deuxièmement, la peur des intérêts négatifs et le manque d'alternative qui devraient pousser de nombreux investisseurs vers l'immobilier. Troisièmement, l'absence de signes d'un changement rapide de cette situation de départ. Nous n'attendons en effet ni une forte hausse des taux ni un effondrement de la demande. Quatrièmement, la probabilité renforcée d'un «home bias» dû au fait que les investisseurs nationaux tiennent davantage compte du risque de change. Les gains de cours réalisés par les placements immobiliers cotés en Suisse après le bref effondrement survenu le jour de la décision de la BNS confirment l'intérêt accru des investisseurs.

... et poussent les investisseurs vers le marché immobilier

Les écarts de rendement en faveur de l'immobilier devraient faire évoluer les prix dans ce secteur, indépendamment des tendances à la suroffre et de la baisse du rendement à la surface. Mais la hausse des prix ainsi que le taux de vacance croissant mettent la pression sur les rendements. Des rendements à la baisse continuent ainsi de caractériser le marché de l'immobilier, où les prix et les fondamentaux se désolidarisent de plus en plus.

Incidences sur les différents segments de l'immobilier

Marché des surfaces commerciales le plus touché

La détérioration conjoncturelle attendue touche le marché de l'immobilier de bureau à un moment inopportun. L'expansion des surfaces continue de submerger le marché, provoquant ainsi la hausse du taux de vacance et l'accentuation de la suroffre déjà existante. Si la demande était déjà morose jusqu'à présent, elle devrait cette année souffrir des réactions des entreprises face au choc du taux de change. D'un seul coup, les frais de production en Suisse ont aussi considérablement augmenté pour les entreprises étrangères. La dynamique d'implantation très faible enregistrée ces dernières années (cf. page 37) ne devrait pas se rétablir rapidement après la décision de la BNS. Au contraire, selon les conseillers et promoteurs économiques, l'intérêt des entreprises étrangères pour la Suisse baisse, raison pour laquelle le nombre de nouvelles im-

plantations a encore diminué ces derniers mois. Aux incertitudes croissantes relatives aux conditions-cadres politiques provoquées par les nombreuses initiatives nuisibles à l'économie vient s'ajouter la poussée des prix. Nous attendons ainsi pour 2015 une demande supplémentaire inférieure à 200'000 m², ce qui ne représente plus qu'un huitième de la demande record de 2007. L'exploitation plus efficace des surfaces est l'une des possibilités permettant aux entreprises de réduire les coûts afin de maintenir les marges. Elle ouvre des opportunités pour des objets neufs ou rénovés, à condition que ceux-ci offrent aux entreprises une efficacité accrue en termes de surface. Cependant, cette évolution implique une poursuite de l'augmentation des taux de vacance et de la pression sur les loyers. Notamment dans les grands centres de Zurich et de Genève, nous tablons sur une croissance continue des taux de vacance. La situation peut toutefois être très différente d'un endroit à l'autre. Des sites de premier ordre tels que les zones autour des gares dans les grands centres continuent à maintenir leur excellent positionnement, dans le cas des nouveaux immeubles également. De même, les marchés de surfaces de bureaux de plus petite taille sont nettement moins touchés par l'offre excédentaire.

Surfaces de vente: surfaces proches des frontières menacées

L'abandon du cours plancher affecte fortement le marché des surfaces de vente, notamment celles se situant près des frontières. Le contexte économique du commerce de détail, déjà en berne, continuera à se dégrader suite au choc de l'appréciation. Le tourisme d'achat bénéficiera d'un nouvel élan et l'envie de consommer restera hésitante, tandis que la baisse des prix s'accélérera de nouveau. Nous attendons donc pour 2015 un recul sensible du chiffre d'affaires nominal. Les investisseurs et locataires étaient déjà en proie au doute avant le choc du franc, en raison de la concurrence en ligne. Les impulsions favorisant la demande en surface devraient provenir uniquement de la croissance démographique et des chaînes de détaillants étrangères dont l'intérêt pour la Suisse a augmenté en raison de la hausse subite du pouvoir d'achat du franc. On ne peut cependant pas attendre une augmentation fulgurante de la suroffre ces prochaines années, car la production attendue de surfaces s'est également effondrée. Néanmoins, les taux de vacance progresseront et l'offre en surfaces restera au moins à un niveau élevé.

Marché locatif: le retour du cycle

Le super cycle de la conjoncture intérieure commence à perdre de sa vigueur, un fait renforcé par l'abandon du cours plancher. Contrairement au marché du logement en propriété qui, lui, est freiné par la réglementation, la perte de dynamique sur le marché de la location ne se fait que peu ressentir actuellement, tant du côté de la demande que de l'offre. Pour 2015, nous tablons cependant sur un léger ralentissement de l'immigration à environ 70'000 personnes ainsi que sur une demande intérieure plus hésitante, les locataires étant les premiers concernés par les pertes d'emplois attendues. En échange, le repli de la demande de logements en propriété, résultant des entraves réglementaires, continue d'agir en soutien. A moyen terme, la forte décélération de la croissance de l'emploi et, partant, la réduction du flux immigratoire auront un impact majeur sur la demande. Du côté de l'offre, la production de logements locatifs persiste à un niveau élevé ou est encore stimulée par la pénurie de placements, qui devient de plus en plus urgente. Nous attendons donc pour 2015 une nouvelle hausse considérable du taux de vacance de quelque 4000 logements. Par conséquent, le marché des logements en location évolue graduellement vers une suroffre et devrait muter en marché dominé par les locataires. Toutefois, ce processus n'avance que lentement. Cela conduira temporairement à une timide détente dans les centres frappés par une pénurie du logement. A long terme, le ralentissement de la demande devrait se faire ressentir avant tout en dehors des grandes villes.

Logements en propriété: segment des prix élevés le plus touché

La détérioration de la situation économique, que les ménages ressentiront probablement surtout à partir de l'été, conduira à une poursuite de la tendance de ralentissement dans le secteur du logement en propriété et maintiendra le marché dans sa trajectoire vers l'atterrissage en douceur escompté. Entre-temps, les différences spécifiques aux segments devraient s'accroître. Le segment haut de gamme est confronté à une demande qui reste faible et reculera encore suite au choc du taux de change. Pour les acheteurs potentiels étrangers, le rapport qualité-prix en Suisse n'est tout simplement plus acceptable, ce qui affecte également le marché des résidences secondaires. C'est la raison pour laquelle le nombre de logements en propriété non occupés devrait encore s'accroître cette année. Cependant, à moyen terme, nous ne tablons pas sur des taux de vacance plus élevés, étant donné que la production de logements en propriété diminue depuis des années et s'aligne ainsi sur la demande fléchissante. Cette année, le nombre approximatif de logements en propriété construits sera au plus bas depuis 2001. Cela devrait stabiliser le marché dans le cas où les effets secondaires du choc du taux de change viendraient tout de même peser davantage sur la demande en 2016.

Logements en propriété

Sans les mesures de régulation prises et sans l'impact négatif des mises en garde répétées concernant l'existence d'une bulle des prix, le marché du logement en propriété souffrirait d'une surchauffe générée par des taux d'intérêt historiquement bas. Le marché doit ainsi faire face à deux situations extrêmes, diamétralement opposées, un fragile équilibre qui confère, malgré tout, un sentiment agréable. Mais cette «cohabitation» entre le chaud et le froid permet-elle également de maintenir le marché sur sa trajectoire? Pour répondre à cette question, il est nécessaire de savoir où le marché en est actuellement et comment il devrait évoluer au cours des trimestres à venir.

Demande: impact tangible de la régulation et de l'autorégulation

Impact limité de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires dû à la régulation

Au début de l'année 2015, les taux d'intérêt hypothécaires, et donc le financement des logements en propriété, étaient au niveau le plus bas de mémoire d'homme. Les taux d'intérêt hypothécaires évoluent vers un minimum technique, même pour les durées moyennes, ce qui signifie que le preneur d'hypothèque ne paie plus que les marges que les instituts de crédit doivent prélever pour couvrir les frais de gestion et coûts du risque. En cours d'année, les taux d'intérêt devraient continuer de camper à un niveau extrêmement bas en comparaison historique. Cela constitue en principe un substrat optimal favorisant une forte demande de logements en propriété. Malheureusement, la demande ne peut profiter que de manière limitée de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires: d'un côté, la hausse permanente des prix pour la propriété du logement entraîne la réduction du nombre de ménages pouvant acquérir un logement. Et d'un autre côté, les mesures de régulation prises jusqu'à maintenant et dont nous montrerons les conséquences ultérieurement ont multiplié les obstacles. Grâce à la baisse des taux d'intérêt hypothécaires, le souhait de posséder un logement reste certes inchangé, à un niveau élevé, mais il est accessible à de moins en moins de ménages.

Qu'est-ce qu'un ménage moyen peut encore se permettre?

La comparaison entre le prix maximum qu'un ménage moyen peut payer conformément à des directives concernant la capacité à supporter la charge (admissibilité) conservatrices et le prix d'un nouveau logement en propriété montre de manière manifeste comment le niveau de prix atteint et les mesures de régulation prises limitent la demande (cf. fig. 1). En l'an 2000, un tel logement pouvait être acheté pour 450'000 CHF. A cette époque, un ménage moyen aurait même pu acquérir un logement pour 664'000 CHF, c'est-à-dire qu'il n'était pas seulement en mesure d'acheter un logement, mais qu'il pouvait aussi s'offrir une superficie plus importante ou un meilleur site. Fin 2014, le prix d'achat maximal supportable était de 734'000 CHF. La faible augmentation du pouvoir d'achat s'explique partiellement par le fait que les exigences croissantes en matière d'amortissement neutralisent une partie de la hausse des revenus. Sur la même période, le prix d'un logement moyen a grimpé à environ 800'000 CHF, un prix qui n'est plus supportable pour un ménage moyen. La figure 1 illustre la disparité entre les prix du marché et le pouvoir d'achat de la population.

L'admissibilité théorique n'est plus garantie pour les ménages moyens

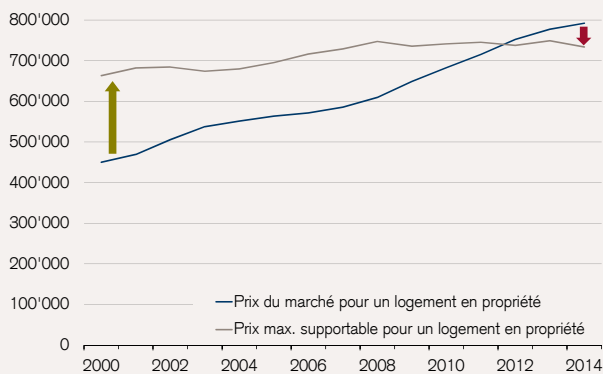
Si l'admissibilité est calculée sur la base d'un taux d'intérêt théorique de 5%, les ménages moyens n'étaient plus en mesure, fin 2014, de satisfaire aux critères théoriques d'admissibilité¹ pour l'achat d'un nouveau logement standard. Ainsi, 36% du revenu des ménages serait en effet nécessaire pour régler les intérêts et l'amortissement et assurer l'entretien, une valeur qui se situe au-dessus du seuil général d'admissibilité de 33.3% (cf. fig. 2). L'admissibilité est ainsi devenue un obstacle croissant au financement qui n'affecte pas uniquement les régions très chères situées autour du lac Léman, du lac de Zurich et du lac de Zoug, mais aussi les régions moins onéreuses comme Saint-Gall/Rorschach ou La Gruyère. L'impressionnante hausse des prix récente dans ces régions associée à l'augmentation relativement modérée des revenus a fait croître les frais théoriques de logement à 35% voire 37% (cf. fig. 5).

1 Nantissement: 80%; taux hypothécaire théorique: 5%; entretien: 1%; amortissement de la dette de 80% à 66.6% du nantissement sur quinze ans.

Figure 1

Disparité entre prix et admissibilité maximale

Comparaison en CHF pour un ménage et un logement en propriété moyens

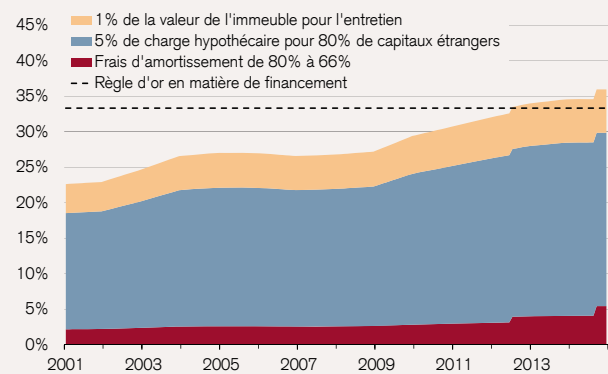


Source: Credit Suisse, Wüest & Partner

Figure 2

Admissibilité théorique (ménage moyen)

Dépenses théoriques pour un logement en propriété, en % du revenu



Source: Credit Suisse

Impacts palpables de l'autorégulation

Les difficultés des ménages à satisfaire aux exigences imposées en matière d'admissibilité étaient dues non seulement à l'augmentation continue des prix, mais également à l'effet combiné des mesures de régulation mises en place progressivement ces dernières années par les autorités de surveillance et de l'autorégulation des banques. En juillet 2012, la durée d'amortissement maximale des dettes hypothécaires (jusqu'à 66.6% de la valeur de nantissement) a d'abord été réduite à 20 ans, avant d'être abaissée à 15 ans en septembre 2014. Des périodes de remboursement plus courtes entraînent une augmentation brusque du montant des amortissements annuels (cf. fig. 2). Comme ce dernier est pris en compte dans le calcul de l'admissibilité, les frais théoriques de logement des ménages moyens augmentent. Sans ces deux mesures de régulation, les frais de logement s'élèveraient à 33.8% au lieu des 36.0% actuels.

Obstacle majeur: l'indice d'accessibilité à la propriété

Les mesures de régulation ont déployé leur effet non seulement sur l'admissibilité, mais aussi et surtout sur l'indice d'accessibilité à la propriété. En raison des prix immobiliers élevés, les exigences en capitaux forment aujourd'hui, pour une grande partie de la population, le plus grand obstacle à l'accès à la propriété. Fin 2014, un ménage suisse moyen devait dépenser 6.1 revenus annuels pour accéder à un appartement moyen en propriété conformément à notre Housing Affordability Index (HAI) (cf. fig. 3). Pour une maison individuelle, 7.7 revenus annuels étaient nécessaires. En Grande-Bretagne, où les biens immobiliers sont également chers, seuls 5.0 revenus annuels sont nécessaires pour l'achat d'un logement en propriété. Pendant longtemps, grâce à la possibilité de retrait anticipé des fonds de prévoyance, les besoins croissants en capitaux propres n'ont pas représenté de réel obstacle. Le durcissement des exigences en matière de fonds propres instauré à l'été 2012 et consistant à obliger les acheteurs à apporter 10% de la valeur de nantissement en tant que capital propre de base, des fonds qui ne doivent cependant pas provenir des caisses de pension, a eu des conséquences incisives. Comme de nombreux ménages ne sont pas en mesure ou se refusent à mobiliser des économies en dehors de la prévoyance professionnelle obligatoire, cette disposition claire a augmenté les obstacles pour l'accès à la propriété. Selon nos estimations, les mesures de régulation prises jusque-là ont freiné la croissance des volumes hypothécaires de 1.0 à 1.5 point de pourcentage au cours des derniers trimestres.

Potentiel de demande toujours plus influencé par la répartition de la fortune

Pour déterminer l'impact de ces exigences en capitaux propres, nous avons analysé en détail les données relatives à la fortune provenant des cantons d'Argovie et de Zurich. Selon les derniers chiffres disponibles remontant à 2011, seuls 38.9% des contribuables du canton de Zurich étaient en mesure de prélever de leur fortune les 10% de fonds propres de base nécessaires à l'achat d'un logement en propriété dans leur canton (cf. fig. 4). En Argovie, où un nouveau logement en propriété est moins cher d'un tiers, seuls 42.0% des contribuables sont aptes à satisfaire à cette exigence. Dans ce canton, les fortunes sont généralement moins importantes, si bien que le nombre de ménages et de contribuables capables de s'offrir un logement de même valeur est inférieur. Comme le prix des logements y est nettement inférieur, le nombre des ménages pouvant franchir l'obstacle des fonds propres est tout de même supérieur.

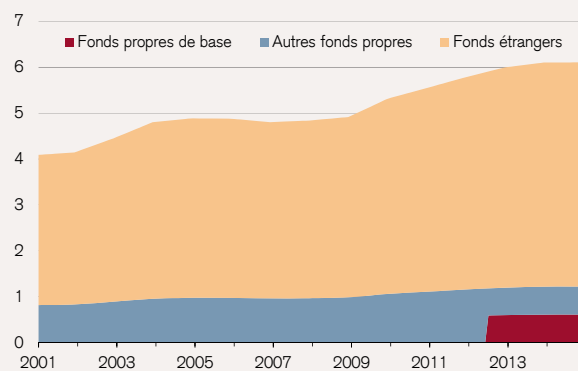
Effet du durcissement des directives sur les fonds propres sur la demande

L'analyse de la répartition de la fortune montre notamment les effets qu'aurait une élévation supplémentaire de l'obstacle représenté par les fonds propres de base. Un durcissement de cette exigence de 10% à 15%, voire 20%, entraînerait une réduction à 34.2%, respectivement 29.8%, de la part des contribuables du canton de Zurich capable de s'offrir un nouveau logement en propriété. En Argovie, 37.2% respectivement 33.6% des contribuables resteraient en tant qu'acheteurs potentiels de logements². Les fonds nécessaires peuvent en partie être réunis avec l'aide de la famille ou des amis. Cela influence toutefois négativement l'admissibilité, à condition qu'il ne s'agisse pas d'un prêt sans intérêts. Nos résultats prouvent qu'un durcissement des exigences en fonds propres de base de 5 points de pourcentage entraînerait un recul de la demande de plus de 10% par rapport au potentiel de demande actuel.

Figure 3

Housing Affordability Index: logements en propriété

Revenu annuel nécessaire pour l'achat d'un logement en propriété moyen (représenté en tant que fonds propres minimaux et fonds étrangers)

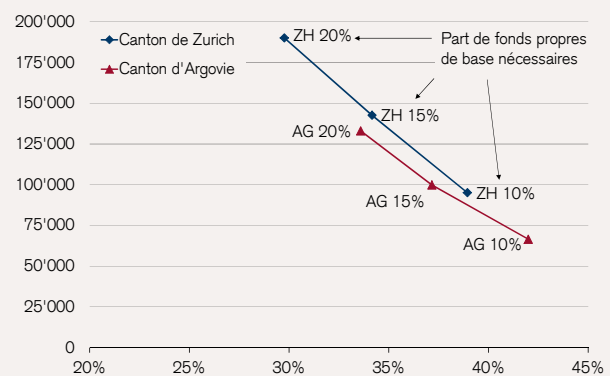


Source: Credit Suisse

Figure 4

Contribuables possédant une fortune suffisante

Axe horizontal: part des contribuables possédant une fortune suffisante; axe vertical: fonds propres nécessaires; état 2011



Source: Offices cantonaux de la statistique, Credit Suisse

Grandes disparités régionales au niveau de l'indice d'accessibilité à la propriété et de l'admissibilité

Des taux régionaux très différents font surface lorsque l'on considère le nombre de ménages encore capables de réaliser le rêve d'un logement en propriété dans le cadre de leurs propres possibilités financières. Etabli pour la première fois en fonction des régions, l'Housing Affordability Index permet de mettre en valeur les différences au niveau de l'indice d'accessibilité à la propriété (cf. fig. 6). Autour du Lac Léman, environ 9.0 revenus annuels ou plus sont nécessaires pour accéder à un logement en propriété, le peloton de tête étant mené par Genève (14.6) et Lausanne (11.1). La situation est similaire autour du lac de Zurich, même si elle n'est pas aussi extrême. Dans cette région, c'est la ville de Zurich (11.1 revenus annuels nécessaires) qui mène la course, suivie de la région du Pfannenstiel (9.7). La situation est fondamentalement différente dans la majeure partie du Mittelland: dans la région de Thurtal et d'Aarau, 5.1 revenus annuels sont par exemple suffisants.

Transfert de la demande vers des régions moins chères ou des logements plus petits

Une situation régionale très similaire s'observe dans le cas de l'admissibilité théorique, un critère devenu difficile à respecter, et pas seulement dans les régions chères (cf. fig. 5). C'est pour cette raison que l'on peut constater un transfert de la demande vers des régions caractérisées par des prix de terrain et de logement plus bas. Les personnes qui ne veulent pas renoncer à acquérir un logement dans un site central doivent aujourd'hui se tourner vers des superficies inférieures et faire des compromis au niveau des aménagements.

2015: ralentissement supplémentaire de la demande suite à la régulation

Les mesures d'autorégulation supplémentaires instaurées par les banques en septembre 2014 (directives d'amortissement plus strictes, principe de la valeur la plus basse) qui ont augmenté les obstacles en termes d'admissibilité et de fonds propres n'ont déployé leur effet qu'au deuxième semestre 2014. Nous partons donc du principe que la demande de logements en propriété poursuivra cette année son recul en dépit de taux d'intérêt négatifs. Comme de nombreux

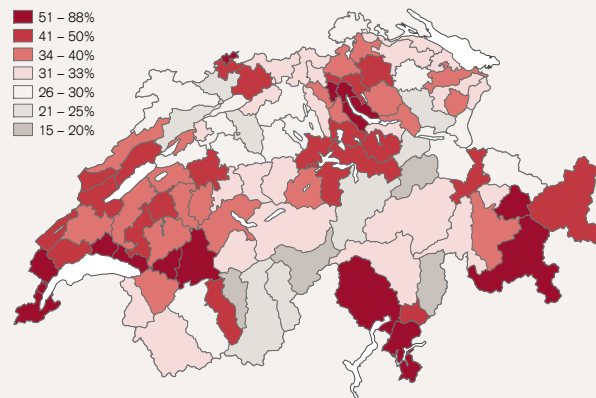
² Comme les données de fortune ne prennent pas en compte les fonds issus du 3^e pilier, mais que ceux-ci peuvent être intégrés aux fonds propres de base, les parts réelles devraient être, en vérité, un peu plus élevées. En revanche, la hausse persistante des prix de la propriété de 10.5% depuis 2011, année à laquelle les données de fortune se réfèrent, a entraîné une baisse supplémentaire de ces parts.

acteurs potentiels de la demande possèdent déjà des logements en propriété, les impulsions positives découlant de la baisse exceptionnelle des taux d'intérêt hypothécaires ne sont pas seulement neutralisées, mais aussi surcompensées par la réduction des potentiels de demande due à la régulation.

Figure 5

Admissibilité théorique (ménage moyen)

Intérêt: 5%, entretien: 1%, nantissement: 80%, amortissement: 67% sur 15 ans

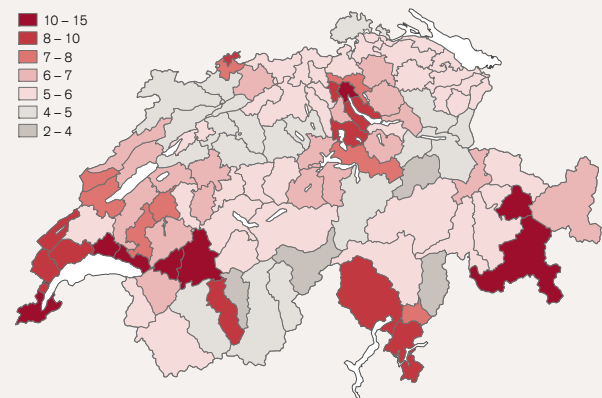


Source: Credit Suisse, Geostat

Figure 6

Indice d'accessibilité à la propriété (Housing Affordability Index)

Revenus annuels nécessaires pour l'achat d'un logement en propriété moyen



Source: Credit Suisse, Geostat

Offre: baisse du nombre des logements en propriété prévus

Déplacement continu de l'activité de construction des logements en propriété vers des logements locatifs

La construction de logements ne montre jusqu'à présent que peu de signes d'essoufflement, se maintenant à un niveau élevé. Pour 2015, nous attendons l'achèvement de 47'000 unités d'habitation (cf. fig. 7), un chiffre à peine inférieur à celui des deux dernières années. La structure du mix de logements change depuis des années au profit de la location. Depuis plus d'une dizaine d'années, la construction de maisons individuelles a diminué, atteignant en 2013, pour la première fois, moins de 10'000 nouvelles maisons. Au contraire, le nombre d'appartements en propriété autorisés s'est maintenu jusqu'à la mi-2011 à un niveau supérieur à 20'000 unités. Depuis, les constructions dans ce segment ont également connu une baisse qui a été provisoirement interrompue par une vague d'autorisations de résidences secondaires déclenchée par l'adoption de l'initiative sur les résidences secondaires. Nous attendons pour l'année à venir la construction de quelque 15'000 appartements en propriété ainsi que de 8000 maisons individuelles – une réduction de 12% par rapport à l'an dernier. En tout, la construction de logements en propriété a perdu un quart de sa valeur depuis 2011. Un volume de construction de logements encore plus faible a été enregistré pour la dernière fois en 2001.

2016: réduction du nombre de nouveaux logements en propriété construits

Cette évolution devrait à notre avis persister en 2016. Un changement de cette tendance ne se dessine actuellement ni au niveau des permis de construire ni des demandes de permis de construire. La baisse dans la construction de logements en propriété devrait tout au plus ralentir. Compte tenu de la situation décrite ci-dessus, à savoir une baisse persistante de la demande de logements en propriété, le recul prévisible côté offre est souhaitable, car il devrait réduire le risque d'une suroffre croissante.

Sensible recul des projets de propriété dans les régions chères...

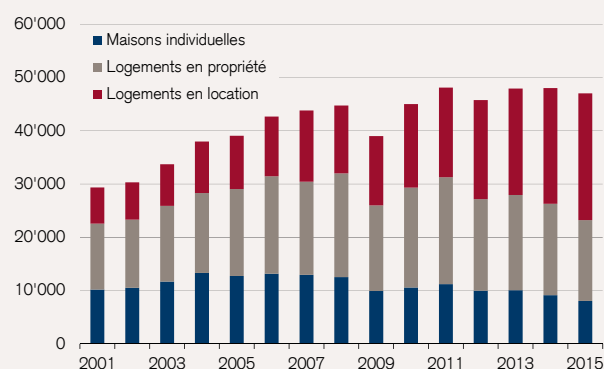
Il serait maintenant intéressant de savoir où le nombre des logements en propriété prévus est le plus faible. L'activité de construction se déplacerait-elle, à l'instar de la demande, des régions chères vers des zones environnantes où la propriété est encore accessible? Pour analyser ces faits, nous nous sommes appuyés lors de l'évaluation des permis de construire sur des composants régionaux qui reflètent les différentes dynamiques de prix (cf. fig. 8). Il s'avère que les permis de construire dans les régions chères situées autour du lac Léman, du lac de Zurich et du lac de Zoug ont enregistré un net recul au début de l'année 2012 déjà, et qu'ils ont pu depuis se maintenir au niveau actuel de 4300 unités autorisées chaque année. Cela correspond à

une baisse de 25% par rapport au volume atteint à la mi-2011, soit le maximum local des six dernières années. Ce recul est moins marqué dans les centres situés en dehors des régions chères ainsi que dans les régions de croissance proches du centre (-22% par rapport à mi-2011). La tendance à la baisse qui y a été enregistrée ne s'est pas encore arrêtée. Dans ces régions, le niveau des prix n'est pas aussi haut que dans les régions chères, mais la hausse permanente des prix y représente également un obstacle pour toujours plus de ménages. Dans le même temps, les régions de montagne enregistrent une réduction de moitié des projets de propriété (-46% depuis la mi-2011) et doivent faire face à un recul accru, car depuis l'adoption de l'initiative sur les résidences secondaires, les logements en propriété qui ne sont pas utilisés comme résidence primaire ne peuvent être construits que de manière limitée.

Figure 7

Augmentation nette par segment

En unités d'habitation, 2014/2015: estimations/prévisions Credit Suisse

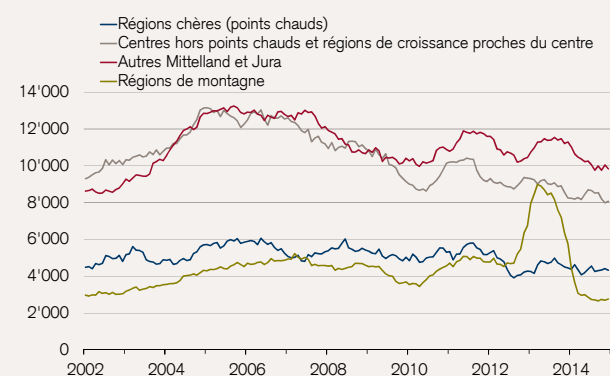


Source: Credit Suisse, Baublatt, Office fédéral de la statistique

Figure 8

Autorisations pour des logements en propriété

Par groupes régionaux, nombre d'unités d'habitation, somme sur douze mois



Régions de montagne: une partie des unités d'habitation autorisées en 2012 ne pourra pas être construite en raison de recours reconnus comme légitimes par le Tribunal fédéral.

Source: Baublatt, Credit Suisse

... et légère perte de dynamique dans le Mittelland et le Jura

La construction de logements en propriété dans le Mittelland et le Jura a enregistré la perte de dynamique la plus faible (cf. fig. 8). Avec 9800 appartements et maisons individuelles autorisés ces douze derniers mois, les permis de construire ont connu un recul de 17% par rapport à la mi-2011. Ce recul moins important devrait être dû, en premier lieu, aux déplacements de la demande des régions chères vers des régions caractérisées par des habitats encore accessibles. Ce déplacement local n'est pas appelé à se modifier dans un avenir proche.

Importantes disparités régionales

De grandes disparités peuvent survenir à l'intérieur des groupes régionaux. Notre carte synoptique montre comment le parc de logements en propriété devrait évoluer en 2015 dans les différentes régions (cf. fig. 9). Elle confirme également le déplacement du centre de l'activité de construction hors des régions chères. En 2015, la croissance maximale sera enregistrée dans les régions de La Gruyère, de la Glâne/Veveyse, de Cerlier/Seeland, de Sursee/Seetal ainsi que de la Vallée de la Limmat et du Knonaeramt. Il est en revanche surprenant de constater que la dynamique à l'est de Zurich n'est clairement supérieure à la moyenne nationale que dans les régions thurgoviennes de la Vallée de la Thur et d'Untersee/Rhin.

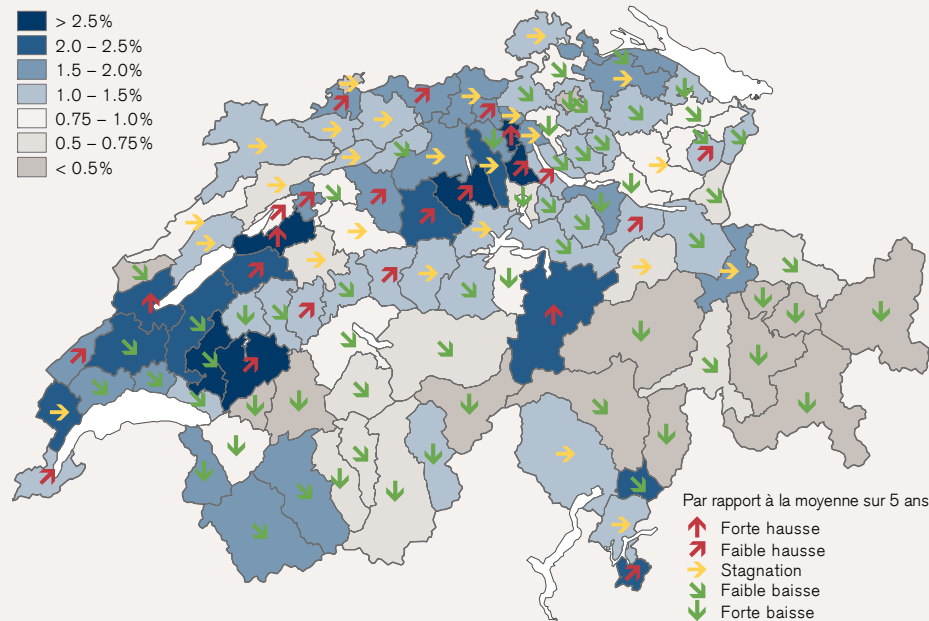
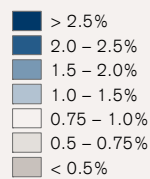
Moins de grands projets

Le nombre de logements en propriété construits n'est pas seulement plus faible, les projets sont en règle générale aussi de moindre envergure (cf. fig. 10). Les projets englobant 25 appartements et moins constituent désormais 68% de tous les logements en propriété autorisés, au détriment des projets prévoyant la construction de 26 à 50 appartements. Les projets comprenant plus d'une centaine d'appartements sont rares et se comptent aujourd'hui sur les doigts d'une main. Le recul de la taille des projets devrait pouvoir être imputé partiellement au fait que de plus en plus de logements en propriété sont construits hors des régions chères et richement peuplées où la demande connaît des limites. Le recul de la taille des projets montre également que les fournisseurs sont devenus plus prudents et tentent de prévenir l'accumulation de risques. Dans les périodes caractérisées par une demande décroissante, de petits immeubles ont plus de chance de convaincre les acheteurs potentiels et donc d'être réalisés.

Figure 9

Extension prévue des logements en propriété

En % du parc de logements en propriété



Source: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

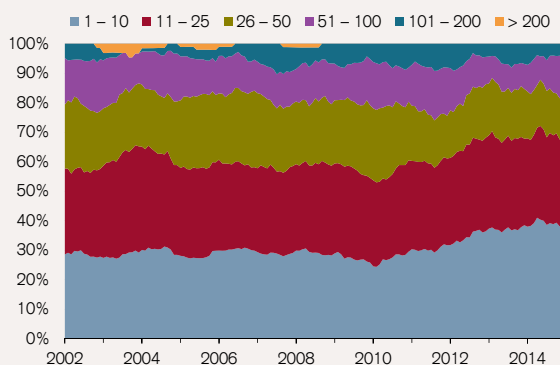
Action de plus en plus prudente des investisseurs immobiliers

Les investisseurs immobiliers semblent se décider de plus en plus tard s'ils désirent construire des logements dans le but de les louer ou de les vendre. Le nombre de projets d'immeubles plurifamiliaux sans indication d'utilisation a fortement augmenté. Dans l'intervalle, 34% de tous les appartements prévus dans le cadre de projets d'immeubles plurifamiliaux ne donnent aucune information s'il s'agit d'appartements pour la location ou la propriété (cf. fig. 11).

Figure 10

Projets de logement en propriété selon leur taille

Part des permis de construire pour immeubles plurifamiliaux selon la taille du projet (propriété seulement)

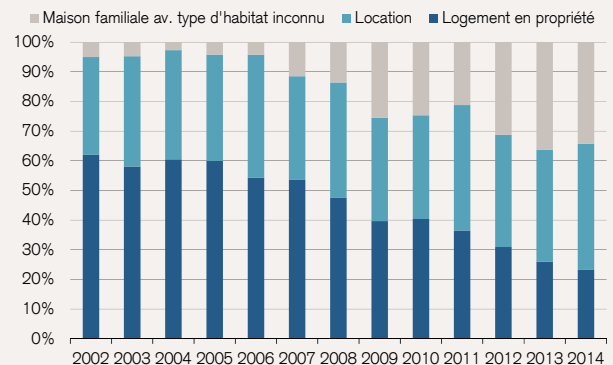


Source: Baublatt, Credit Suisse

Figure 11

Utilisation prévue des projets d'immeubles plurifamiliaux

Pourcentage des permis de construire



Source: Baublatt, Credit Suisse

Cette absence d'indication peut avoir deux raisons: diversification et marge de manœuvre. D'un côté, les projets de grande envergure desservent les deux secteurs de la demande, ce qui découle notamment du changement de structure de l'immigration et de la demande accrue en appartements à louer. Les éventuels changements de la situation de marché dans l'un des segments peuvent être mieux compensés par une telle diversification. D'un autre côté, le type d'utilisation est laissé ouvert aussi longtemps que possible, afin de conserver une grande liberté de

manœuvre. Si les appartements ne peuvent pas être vendus suite à un recul persistant de la demande, de nombreux investisseurs devraient essayer de les mettre en location. Cette logique implique cependant le risque que les éventuels problèmes de débouché affectant les logements en propriété ne débordent sur le marché de la location. Il convient également de mentionner que le changement d'utilisation convertissant des appartements en propriété en appartements locatifs n'est pas si facile, surtout parce que les deux segments de marché se différencient toujours plus l'un de l'autre. Le rendement, surtout, devrait être sous pression en cas d'un tel changement du type d'habitation.

Résultat du marché: poursuite du ralentissement, mais l'alerte est maintenue

Arriver à un «atterrissage en douceur» est délicat

Jusqu'à présent, le marché suisse de la propriété du logement a réussi à maintenir son cap malgré des impulsions de croissance parfois excessives. Le cycle immobilier actuel a de bonnes chances de se terminer par un «atterrissage en douceur», ce qui serait une exception plutôt que la règle. Les mesures de régulation prises jusqu'à présent ont nettement affaibli la demande, malgré des taux d'intérêt hypothécaires anormalement bas. Grâce à l'extension également réduite de l'offre, un déséquilibre plus poussé du marché a pu être évité, mais les défis restent entiers. Il reste à espérer que les potentielles mesures de régulation à venir seront bien mûries et mises en place avec beaucoup de tact.

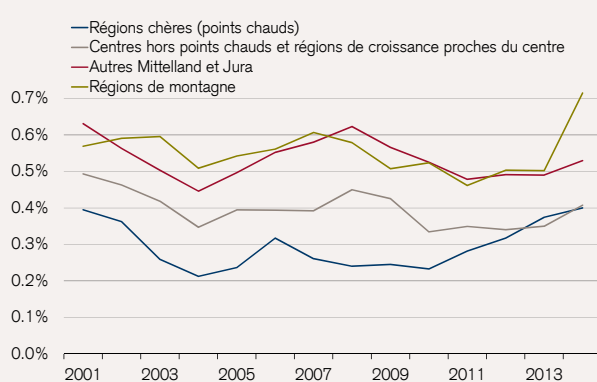
Augmentation du taux de vacance des appartements en propriété

En raison du laps de temps long qui s'écoule entre la planification et la réalisation d'un projet de construction, l'offre réagit avec un certain décalage à la faible demande. C'est pour cette raison que le taux de vacance des appartements en propriété a enregistré l'année passée une hausse de 1565 unités d'habitation. Au 1^{er} juin 2014, 5215 appartements en propriété ainsi que 4692 maisons individuelles étaient vides, ce qui correspond à un taux de vacance de 0.91% pour les appartements en propriété et de 0.34% pour les maisons individuelles. Ces niveaux ne sont pas encore préoccupants, mais ils confirment la présence d'un environnement de marché difficile pour les investisseurs.

Figure 12

Taux de vacance des logements en propriété

En % du parc de logements en propriété

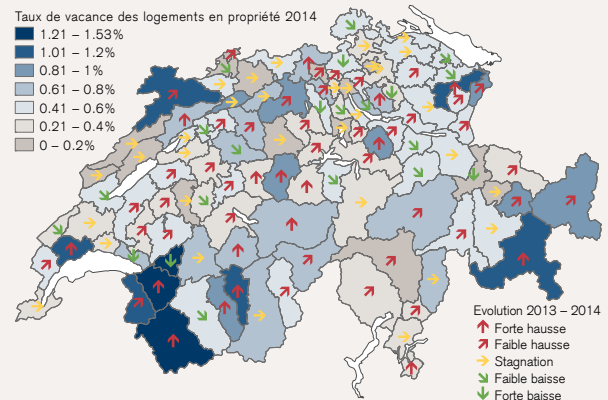


Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Figure 13

Taux de vacance régionaux en 2014

Logements en propriété, en % du parc de logements en propriété



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Geostat

Le taux de vacance a presque doublé dans les points chauds depuis 2010

Une analyse du taux de vacance par groupes régionaux confirme que le marché de la propriété du logement, notamment dans les régions chères, ne fonctionne pas correctement (cf. fig. 12). Depuis 2010, le nombre de logements vacants dans les points chauds situés autour du lac Léman, du lac de Zurich et du lac de Zoug a doublé pour atteindre 0.4%, ce qui correspond à peu près au niveau enregistré dans les centres en dehors des régions chères ainsi que dans les régions de croissance proches du centre. Nettement moins chères, les offres de logement en propriété dans ces régions ont trouvé preneur, pour la plupart, si bien que le taux de vacance n'a que légèrement augmenté ces dernières années. Cette croissance est restée limitée égale-

ment dans le reste du Mittelland et du Jura, bien que le taux de vacance y soit légèrement plus élevé avec 0.53%. La nette augmentation dans les régions de montagne est due, en grande partie, à des effets statistiques, le taux de vacance enregistré par le passé étant trop bas dans de nombreuses régions touristiques. La [figure 13](#) montre le taux de vacance actuel des logements en propriété dans les différentes régions. La carte illustre notamment l'excédent de logements en propriété récemment construits dans les régions de Morges et du Chablais ainsi que dans le canton d'Appenzell Rhodes-Extérieures qui trouvent difficilement preneurs.

Réduction du nombre de transactions

La baisse de la demande de logements en propriété se reflète également dans l'évolution des transactions ([cf. fig. 14](#)) qui ont atteint leur niveau maximum au printemps 2011. Comparé à ces maxima, le nombre de transactions inhérentes aux logements en propriété a diminué de 11.8% et celles inhérentes aux maisons individuelles de 16.8%. Il s'agit donc d'une réduction modérée des changements de propriétaire qui traduit des conditions cadres toujours attractives pour le logement en propriété. Mais ces conditions ne sont plus aussi intéressantes pour tous les acteurs du marché. La nouvelle appréciation du franc suisse survenue après l'abandon du cours plancher a considérablement renchéri les logements en propriété pour les étrangers payant en monnaie étrangère. Déjà pendant les années 2010/2011, les prix avaient augmenté d'un quart en raison des cours de change. Dans le canton de Zurich, le nombre de logements en propriété achetés par des étrangers a baissé depuis 2011. La chute des ventes peut être expliquée non seulement par l'appréciation du franc, mais aussi par le changement de la structure de l'immigration. Comme les immigrants originaires d'Europe du Sud disposent d'un revenu/de fonds moindres, ils achètent des objets moins chers. Ils devraient donc être plus touchés par le durcissement des directives en matière de financement.

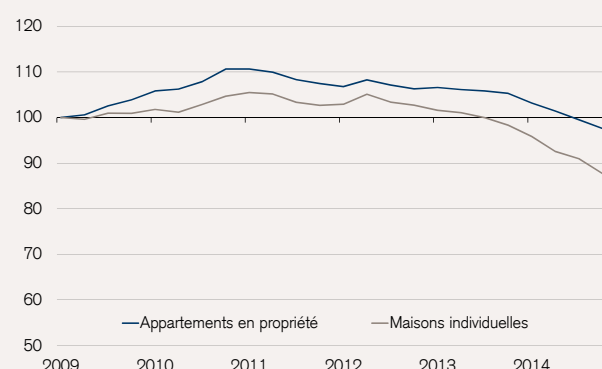
Même si les nouveaux bâtiments constituent 40% des transactions, les bâtiments anciens sont de plus en plus prisés

En Suisse, les nouveaux bâtiments représentent une part exceptionnellement haute des transactions totales. En 2014, 21% de tous les changements de propriétaire ont ainsi concerné des nouveaux bâtiments ([cf. fig. 15](#)). Si l'on prend en compte, en plus des nouveaux bâtiments planifiés mais pas encore en vente, également les objets âgés d'un an, la part des nouveaux bâtiments augmente à près de 29%. Cette part élevée découle de l'importance croissante des logements en propriété en Suisse. Vient s'ajouter à cela la longue durée de séjour typique à un logement acheté qui réduit considérablement la liquidité des objets plus anciens par rapport à d'autres pays. Notamment dans le domaine des maisons individuelles, les bâtiments plus anciens qui englobent également des objets de plus de 30 ans sont toujours plus prisés. Ils influencent de plus en plus le marché de la vente de logements en propriété.

Figure 14

Transactions selon les segments

Indice: 2009 = 100; estimations du Credit Suisse

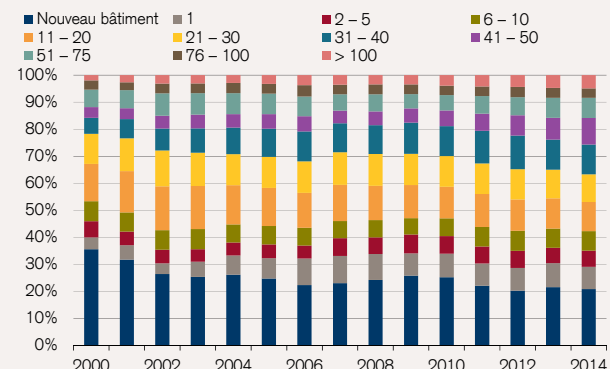


Source: SRED, Credit Suisse

Figure 15

Transactions selon l'âge de l'objet

Pourcentage de toutes les transactions



Source: SRED, Credit Suisse

Le ralentissement de la dynamique des prix s'essouffle

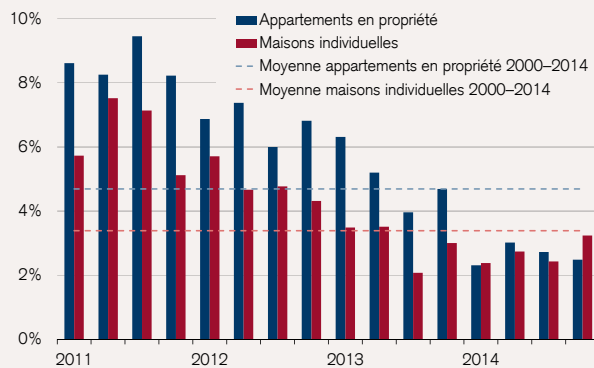
Le recul persistant de la demande ne se manifeste pas uniquement par un taux de vacance élevé, mais également par l'affaiblissement de la croissance des prix. Depuis trois ans au moins, la flambée des prix s'affaisse. Dans le segment moyen, le prix des logements en propriété a augmenté au 4^e trimestre 2014 de 2.5% par rapport au même trimestre de l'année précédente, alors que le prix des maisons individuelles a augmenté de 3.2% ([cf. fig. 16](#)). Dans

quelques régions, un recul des prix a pu être constaté en 2014. Nous attendons que la baisse de la dynamique des prix persiste, bien que de manière plus lente. La construction plus lente de logements en propriété et surtout les taux d'intérêt hypothécaires extrêmement bas permettent d'espérer que la hausse des prix des logements en propriété se maintienne, cette année, autour du seuil des 2% ou même au-dessus.

Figure 16

Croissance des prix dans les segments du logement en propriété

Taux de croissance annuel en %

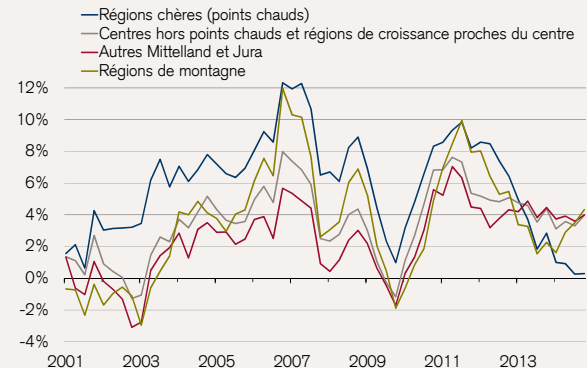


Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

Figure 17

Taux de croissance annuel des prix des logements en propriété – régional

Groupes régionaux (appartements en propriété et maisons familiales), en %



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

Recul des prix dans les régions chères attendu en 2015

C'est dans les régions chères que la flambée des prix a diminué le plus. Il ne reste actuellement plus qu'une légère progression de 0.3% par rapport au même trimestre de l'année précédente (cf. fig. 17). Autour du lac Léman, une première baisse des prix se fait ressentir en comparaison annuelle. Mais c'est dans le canton de Genève que les prix diminuent le plus, avec un recul annuel de 2.8%. Il semble donc qu'à Genève, les prix exorbitants de la propriété tendent lentement à se normaliser. Dans la ville de Zurich et sur la Goldküste, le temps des augmentations notables de prix est passé. Si l'autorégulation a vraisemblablement fortement contribué à cette évolution, d'autres raisons doivent aussi être prises en compte: la mutation structurelle du secteur financier, la réduction du nombre d'expatriés à fort pouvoir d'achat suite à la baisse des implantations ainsi que la demande étrangère décroissante ont sensiblement affecté le segment à prix élevé. Comme ces facteurs ne laissent présager aucune évolution rapide et qu'un ralentissement de la conjoncture est attendu suite à l'abandon du cours plancher, la dynamique des prix dans les régions chères devrait continuer à s'essouffler. En 2015, nous attendons donc pour la première fois depuis longtemps des prix en baisse en base annuelle.

Croissance des prix persistante en dehors des régions chères

La situation dans les régions de montagne est actuellement difficile à interpréter. Dans la foulée de l'initiative sur les résidences secondaires, un grand nombre de nouvelles résidences secondaires a été construit, mais leur vente s'avère difficile, car les incertitudes, côté acheteur, sont fortes suite à une situation juridique peu claire. C'est pour cette raison que les données statistiques sont rares et que l'évolution des prix doit être considérée avec prudence. Dans les régions alpines, l'augmentation des prix a enregistré encore récemment une réduction quasiment identique à celle des régions onéreuses du Mittelland. Dans les centres situés en dehors des régions chères ainsi que dans les régions de croissance proches du centre, en revanche, l'évolution des prix qui s'est stabilisée à près de 4% montre une tendance au tassement. Cela devrait découler d'un déplacement local de la demande. Comme expliqué ci-avant, de nombreux ménages ne peuvent plus se permettre qu'un logement en propriété dans des régions bon marché en raison du durcissement des directives de financement.

Résidences secondaires – insécurités juridiques persistantes

Egalement appelée Lex Weber, la loi sur les résidences secondaires, dont les acteurs du marché espèrent une sécurité juridique, se fait attendre. Déjà traitée au Conseil des Etats, elle a été mise à l'ordre du jour du Conseil national pour la session de printemps, en mars 2015. Mais même si le Conseil national devait adopter le projet de loi édulcoré du Conseil des Etats, une mise en œuvre rapide est improbable. Les initiateurs de l'initiative sur les résidences secondaires menacent en effet d'organiser un référendum. Le peuple suisse pourrait ainsi avoir le dernier mot, ce qui prolongerait les incertitudes juridiques. C'est pour cette raison que la Commission de l'aménagement du territoire du Conseil national veut déclarer urgente cette loi. Si c'est le cas, celle-ci pourra être appliquée sans délai. Un éventuel référendum pourrait alors s'ensuivre et venir annuler la loi.

L'insécurité juridique persistante est un poison pour le bon fonctionnement du marché des régions concernées. Les acheteurs potentiels hésitent. Il est ainsi difficile, dans de nombreux endroits, de vendre des biens immobiliers. Ce fait se voit encore aggravé dans certaines régions touristiques par le grand nombre de nouvelles résidences secondaires qui ont été planifiées et construites en dernière minute après l'acceptation de l'initiative. Conformément au jugement de référence du Tribunal fédéral qui prévoit l'application de la limitation des résidences secondaires à partir du jour du vote, le statut de ces logements n'est pas encore clarifié. Doivent-ils être apparentés à des logements obéissant à l'ancien droit ou doivent-ils être soumis à des limitations d'utilisation spécifiques? La réponse à cette question aura des répercussions considérables sur le prix de ces appartements. Ce n'est donc pas surprenant que la vente piétine sur place. La situation globale se voit en outre dégradée par les conditions-cadres économiques, notamment dans la zone euro. Les mauvaises perspectives économiques dans ces pays ainsi que la vigueur du franc suisse dissuadent actuellement de nombreux étrangers d'acheter une résidence secondaire en Suisse. La suroffre continuera ainsi d'augmenter à court terme.

Malheureusement, les incertitudes ne pourront pas non plus être levées après l'adoption de la loi. Le projet de loi comporte en effet une multitude de passages dont l'interprétation doit d'abord être clarifiée en détail par le Tribunal fédéral. Une amélioration sensible de la situation du marché devrait survenir après l'adoption de la loi, du moins pour les logements sans limitation d'utilisation (logements obéissant à l'ancien droit). L'étendue et la forme dans laquelle les résidences secondaires seront créées à l'avenir ainsi que les perspectives futures du secteur du bâtiment dans les régions concernées dépendront fortement de la forme sous laquelle la loi sur les résidences secondaires sera appliquée.

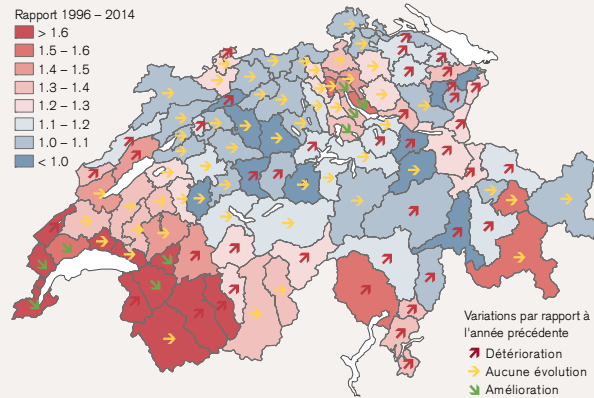
Des disparités certes plus nombreuses, mais moins extrêmes

La faible dynamique des prix réduit le risque d'une bulle des prix en empêchant le marché immobilier de glisser vers une évolution marquée par des achats spéculatifs. Cela ne permet cependant pas de répondre à la question concernant la durabilité du niveau actuel des prix. Bien au contraire, car dans certaines régions, le prix des logements en propriété a connu ces dernières années une augmentation plus importante que les revenus. Le nombre des disparités a ainsi augmenté, mais elles ne sont plus aussi extrêmes dans certaines régions. Entre-temps, nous pensons que l'évolution des prix n'a plus rien de durable dans 55 des 106 régions (cf. fig. 18). Si une normalisation des taux d'intérêt survient, une correction des prix devrait s'établir dans ces régions. Dans de nombreuses régions, la surévaluation n'est que très modérée et le niveau de prix diffère fortement de celui enregistré dans les régions chères. C'est le cas de la plupart des régions que nous avons nouvellement intégrées à notre évaluation. Nous ne parlons de bulle des prix toujours que dans le cas de Genève. En 2014, les disparités ont toutefois pu être réduites à Genève comme dans la majorité des régions chères situées sur les rives du lac Léman et du lac de Zurich. Il reste encore beaucoup de chemin à parcourir jusqu'à ce que les prix immobiliers régionaux correspondent mieux aux revenus locaux.

Figure 18

Evaluation régionale des prix

Evolution des prix de la propriété (appartements/maisons individuelles) par rapport à l'évolution des revenus



Source: Credit Suisse, Geostat

Figure 19

Critères d'une bulle immobilière

✓ Vrai ~ Pas assez manifeste ✗ Faux

- Liquidité excessive
- Appétit du risque supérieur à la moyenne
- Longue phase de hausse des prix immobiliers
- Décorrélation des prix immobiliers par rapport à l'évolution des revenus
- Part élevée de transactions immobilières spéculatives
- Croissance importante/démessurée des volumes de crédits hypothécaires en raison de la pression sur les marges auprès des institutions de crédit hypothécaire
- Examen du crédit insuffisant lors de l'octroi de crédits hypothécaires (en raison de mauvaises incitations)
- Activité de construction excédentaire et surenchère de l'offre

Source: Credit Suisse

Pas de bulle immobilière en dépit d'une surévaluation

Au vu de la liste de contrôle permettant d'identifier une bulle immobilière, la situation est similaire à celle de l'année précédente (cf. fig. 19). Plusieurs critères révélant la présence d'un tel phénomène ne sont toujours pas réunis: en effet, on ne peut pas parler à l'heure actuelle d'une activité de construction excédentaire ni d'examen généralement insuffisant des instituts de crédits hypothécaires. Comme de surcroît la croissance des volumes de crédits hypothécaires octroyés aux ménages privés s'est nettement rétractée pour atteindre 3.3%, on n'est plus en présence d'un octroi excessif de crédits. En revanche, les transactions immobilières spéculatives passent sur le devant de la scène. Le nombre total faiblissant de transactions (cf. fig. 14) a certes un effet apaisant et ne permet pas de conclure que de nombreux objets sont achetés dans le but d'être revendus rapidement avec bénéfice. En raison du risque de voir les affaires «buy to let» augmenter, nous avons toutefois adapté notre évaluation de «Faux» à «Pas assez manifeste».

Des affaires «buy to let» qui semblent attrayantes

Les taux d'intérêt hypothécaires extrêmement faibles incitent à l'achat de logements en propriété à des fins d'investissement, une pratique que l'on appelle affaire «buy to let». Les acquéreurs privés achètent un logement en propriété non pas dans le but de l'habiter, mais de le louer. Il n'existe encore aucune donnée s'appliquant à l'ensemble du territoire pour ce phénomène. Dans les deux grandes banques, presque un financement sur cinq concerne une affaire «buy to let». Au vu des frais de financement tiers extrêmement avantageux, de telles affaires sont des investissements très intéressants, du moins à courte échéance. A long terme cependant, il n'est pas certain que les bénéfices actuellement réalisables grâce à la location suffiront à compenser de futures corrections de valeur dues à la normalisation des taux d'intérêt.

Risque d'augmentation des affaires «buy to let»

Dans les années à venir, les locataires devraient être de plus en plus exigeants, car des surcapacités se dessinent progressivement sur le marché de la location (cf. chapitre Logements locatifs). Vient s'ajouter à cela le fait que de nombreux propriétaires manquent d'expérience dans le domaine de la gérance immobilière. Lorsque les connaissances spécifiques font défaut, les frais liés à l'entretien sont fréquemment calculés trop bas et les frais de financement tiers qui risquent d'augmenter à l'avenir pas suffisamment anticipés. Les marchés présentant une forte part d'affaires «buy to let» sont généralement considérés comme plus volatils, car de tels objets sont rapidement remis sur le marché dès que les conditions cadres se détériorent, déclenchant ainsi de fortes fluctuations du marché. Certaines banques ont désormais durci les directives de financement applicables à de telles affaires, en exigeant par exemple des amortissements plus importants. Ces affaires ne représentent pas actuellement de risque direct potentiel, car leur nombre n'a pas augmenté au sein des grandes banques sur les deux-trois dernières années.

Bilan: surévaluation oui, bulle immobilière non

On ne peut toujours pas prétendre que le marché suisse de la propriété du logement est en proie à une bulle immobilière spéculative. En dépit de la réduction de la demande et d'une croissance des prix sensiblement affaiblie, le niveau des prix dans la plupart des régions présente aujourd'hui encore une surévaluation. Cette situation recèle des risques qui peuvent être désamorcés en incitant toutes les parties prenantes à former des réserves de capitaux. Les dévaluations ne sont alors pas moins improbables, mais mieux supportables. Tant que les taux d'intérêt camperont à un tel niveau plancher, aucune levée de l'alerte ne peut être attendue.

Logement en propriété en tant qu'investissement

Différence entre bâtiment et terrain constructible

Les fortes augmentations de prix survenues ces dernières années font des logements en propriété de parfaits biens d'investissement. Dans un contexte actuel caractérisé par des taux d'intérêt négatifs et dans lequel les ménages privés cherchent des possibilités de stocker leurs économies en obtenant une rémunération minimale, cette approche trouve de plus en plus d'adhérents. Les indices à la base des augmentations de prix reflètent toutefois l'évolution des prix des nouveaux objets, masquant par la même occasion une partie du compte d'investissements, à savoir la dépréciation due au vieillissement structurel et économique, des aspects qui devraient impérativement être pris en compte lors des investissements. En raison des évolutions différentes de leur valeur, il est recommandé de considérer séparément les bâtiments et les terrains constructibles dans le compte d'investissements. Les bâtiments possèdent leur valeur maximale lorsqu'ils sont neufs, puis perdent chaque année de la valeur. La dépréciation est prise en compte par le biais des amortissements. Les terrains constructibles, quant à eux, possèdent une valeur et un accroissement futur de leur valeur qui dépendent, en premier lieu, de l'attractivité et de l'évolution du site ainsi que de circonstances conjoncturelles et spécifiques au marché immobilier. Dans notre analyse, le fait que les objets soient loués ou habités par leurs propres propriétaires joue un rôle subordonné. Dans le premier cas, le propriétaire du logement recherche du succès avec sa location, dans le deuxième cas, il s'agit de consommation. Nous n'examinons ici que l'évolution de la valeur immobilière.

Influence de la part de la valeur relative du terrain

Pour qu'un propriétaire obtienne une plus-value, l'accroissement de la valeur du terrain constructible doit être supérieur aux amortissements liés au bâtiment. Le facteur décisif dans cette relation est la part que représente le terrain dans la valeur totale du bien foncier, également appelée part de la valeur relative du terrain. Plus le prix du terrain est élevé, plus la part de la valeur relative du terrain est importante. Le coefficient d'utilisation maximum possible est par contre un critère peu pertinent pour les décisions en matière d'investissement, car il entre dans le prix du sol et renchérit le terrain indépendamment du projet immobilier prévu. En règle générale, une maison individuelle possède certes plus de terrain par mètre carré de surface habitable, mais ce terrain présente, dans les zones résidentielles, une valeur moindre en raison du faible potentiel de construction (coefficient d'utilisation faible). C'est pour cette raison qu'une maison individuelle bâtie sur un vaste terrain ne présente pas forcément une part de la valeur relative du terrain supérieure à un immeuble comprenant plusieurs appartements en propriété. Le facteur d'influence principal est ainsi la part de la valeur relative du terrain et non la part de terrain. Plus la part de la valeur relative du terrain d'un bien foncier est importante, moins la dépréciation du bâtiment est significative et plus les chances de plus-value sont bonnes. Si la part de la valeur relative du terrain est importante uniquement parce que les prix des terrains constructibles sont élevés, il convient de vérifier si le terrain constructible possède, à ce niveau, encore un quelconque potentiel d'appréciation. C'est le cas notamment quand un flux important d'habitants fortunés ou à forts revenus capables et disposés à payer les prix exorbitants de ces terrains peut être attendu à l'avenir et qu'un changement d'affectation est possible.

Grandes disparités régionales dans la part de la valeur relative du terrain

En pratique, rares sont les données disponibles sur les prix fonciers et donc sur les parts de la valeur relative des terrains. Grâce aux estimations de CIFI, nous sommes en mesure de représenter l'évolution dans le temps de la moyenne suisse. Entre 2000 et 2014, le prix foncier pour les maisons individuelles a augmenté en Suisse de 74% (cf. fig. 20), ce qui correspond à une augmentation de 4% par an et devrait pouvoir surcompenser la dépréciation des biens fonciers dans la plupart des cas. Cela a également provoqué un accroissement de la part de la valeur relative des terrains de 36% à 42%. Les grandes disparités qui surviennent cependant au niveau régional (cf. fig. 21) reflètent l'attractivité des communes en tant que lieu de résidence. A Lausanne, la part actuelle de la valeur relative des terrains s'élève en moyenne à un pourcentage

élevé de 74%, contre 76% à Meilen. Dans d'autres régions suisses, la part de la valeur relative des terrains est inférieure de moitié, comme à Soleure, où ce pourcentage ne s'élève qu'à 47%. La part de la valeur relative des terrains la plus faible se retrouve dans les zones rurales, notamment dans le canton du Jura, avec moins de 20%.

Biens d'investissement ou de consommation

Acquérir un logement en propriété à titre d'investissement vaut la peine, en premier lieu, lorsque le site est attrayant en raison d'une part élevée de la valeur relative du terrain, qu'il se caractérise par un prix foncier déjà élevé et qu'il recèle un potentiel d'augmentation futur en raison de son attractivité. Dans de nombreuses zones rurales où la part de la valeur relative du terrain est faible et où une augmentation faible voire inexistante des prix des terrains est attendue, un logement en propriété représente un investissement beaucoup moins attrayant, car la dépréciation due au temps pèse particulièrement lourd. Dans ces régions, un appartement en propriété constitue principalement un bien de consommation, ce qui signifie que, dans la majorité des cas, le logement est habité par son propriétaire.

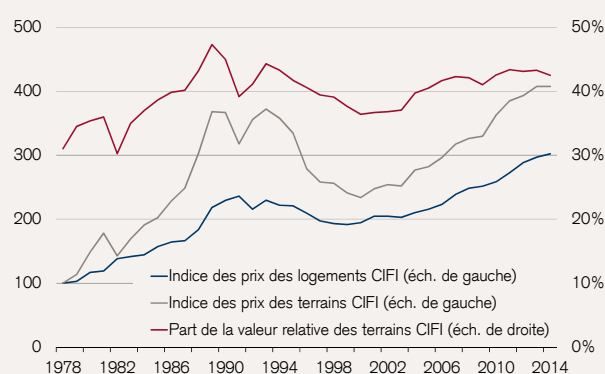
Risques liés à la part de la valeur relative du terrain

Le logement en propriété en tant que bien d'investissement s'accompagne de risques potentiels. Si une part de la valeur relative du terrain élevée est un facteur attrayant d'un point de vue d'un investissement, elle induit aussi des risques importants sous la forme d'une grande hauteur de chute potentielle, car l'évolution des prix des logements en propriété caractérisés par une part de valeur relative de terrain élevée sont principalement la conséquence de changements du prix foncier. Le prix des terrains constructibles varie encore plus fortement que le prix de l'immobilier, lequel présente déjà un caractère fortement cyclique (cf. fig. 20). Les sites attrayants peuvent certes compter sur une hausse de leur valeur à long terme, mais ils peuvent également être touchés, à court et moyen terme, par une dépréciation de leur valeur. Selon les estimations de l'Office statistique du canton de Zurich, le prix foncier en ville de Zurich, par exemple, a diminué entre 1992 et 2004 de 13%, une perte qui n'a pu être compensée qu'en 2008. Vient s'ajouter le risque lié au site lui-même: une détérioration durable des conditions cadres locales, liée par exemple à une hausse des impôts, à la construction d'une route fortement fréquentée ou à une autre source d'émissions, peut provoquer une dépréciation durable du terrain à bâtir.

Figure 20

Prix de la propriété, prix des terrains à bâtir et parts de la valeur relative des terrains

Prix des maisons individuelles et des terrains indexés, 1978 = 100; part de la valeur relative des terrains en %

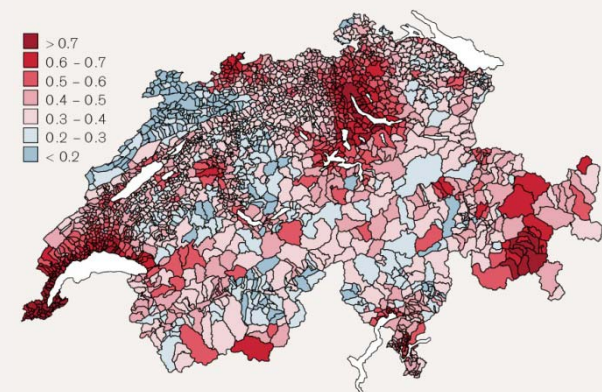


Source: CIFI

Figure 21

Parts de la valeur relative des terrains dans les communes suisses 2014

Part de la valeur relative des terrains dans la valeur totale des maisons individuelles en %



Source: CIFI

Perspectives 2015 pour les logements en propriété

Le ralentissement, qui s'était essouffé, retrouvera de l'élan

Le marché du logement en propriété cherche l'équilibre en attendant un «atterrissage en douceur». Dernièrement, le tassement de la hausse des prix s'est légèrement réduit suite à la baisse continue des taux hypothécaires – peut-être aussi parce que le logement en propriété passe pour un investissement intéressant au vu du contexte d'intérêts négatifs. En tout cas, le rêve de devenir propriétaire reste intact pour une grande partie de la population. Or, du fait de la réglementation plus restrictive, ce rêve n'est de plus en plus réalisable que où le niveau des prix est encore à peu près en ligne avec les revenus des ménages de la région. C'est pourquoi, dans ces régions, les prix du logement en propriété continueront d'augmenter avec la même intensité et de manière relativement soutenue. Seule la détérioration conjoncturelle, que les ménages ressentiront probablement surtout à partir de l'été, conduira à une poursuite du ralentissement dans le secteur du logement en propriété et maintiendra le marché dans sa trajectoire vers l'atterrissage en douceur escompté. Entre-temps, les différences spécifiques aux segments devraient s'accroître. Le segment haut de gamme est confronté à une demande qui reste faible et qui reculera encore suite au choc du taux de change. Pour les acheteurs potentiels étrangers, le rapport qualité-prix en Suisse n'est tout simplement plus acceptable. C'est la raison pour laquelle le nombre d'objets non occupés devrait encore s'accroître cette année. Cependant, à moyen terme, nous ne tablons pas sur des taux de vacance plus élevés, étant donné que la production de logements en propriété diminue depuis des années et s'aligne ainsi sur la demande fléchissante. En 2015, le nombre approximatif de logements en propriété construits sera au plus bas depuis 2001. A l'exception des régions de montagne où le plus grand nombre possible de logements a été construit avant que l'initiative sur les résidences secondaires n'y mette un terme, aucune offre excédentaire importante ne s'est constituée. Cela devrait stabiliser le marché dans le cas où les effets secondaires du choc du taux de change viendraient tout de même peser davantage sur la demande en 2016.

Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<p>Niveau des taux hypothécaires: les taux hypothécaires ont atteint leur plancher technique. D'autres réductions ne sont pas possibles même avec des taux d'intérêt négatifs plus faibles, à moins que les établissements de crédit ne s'exposent à des risques de concentration importants. C'est pourquoi la période de baisse des taux hypothécaires devrait céder le pas à une période prolongée de stagnation des taux à des niveaux exceptionnellement bas.</p> <p>Réglementation: la réduction de la durée d'amortissement, introduite en septembre 2014, et l'instauration du principe de la valeur la plus basse ne déploieront tout leur effet qu'au cours de l'année et affaibliront davantage la demande de logements en propriété.</p> <p>Evolution démographique: pour 2015, nous tablons sur un ralentissement de l'immigration de plus de 10% et un solde migratoire de 70'000. Cette évolution aura un effet modérateur sur la demande de logements en propriété. De plus, la structure de l'immigration, modifiée en termes d'origine (plus d'Européens du Sud), contribuera avec un certain retard à un léger tassement de la demande de logements en propriété.</p>	<p>→</p> <p>Hypothèque Libor</p> <p>↘</p> <p>Hyp. Fix</p>	<p>→</p> <p>Hypothèque Libor</p> <p>→/↗</p> <p>Hyp. Fix</p>
<p>Offre</p> <p>Augmentation nette des logements en propriété en 2015: en 2015, la production de nouvelles constructions portera sur environ 15'000 appartements en propriété et 8000 maisons individuelles et s'établira au plus bas depuis 2001. A cet égard, la production de nouvelles constructions se déplace de plus en plus des régions à prix élevés vers celles qui affichent encore un niveau de prix plus durable.</p> <p>Evolution prévue à moyen terme: les demandes de permis récemment déposées pour des projets de logements en propriété laissent penser que cette évolution se poursuivra en 2016.</p>	<p>↘</p> <p>↘</p> <p>↘</p>	<p>↘</p> <p>↘</p> <p>↘</p>
<p>Résultat du marché</p> <p>Taux de vacance: pour 2015, nous anticipons une poursuite de la hausse des taux de vacance des logements en propriété. Notamment dans les régions à prix élevés, l'offre devrait être confrontée à une demande relativement atone.</p> <p>Prix: la dynamique des prix devrait continuer de s'affaiblir en 2015, elle restera cependant dans l'ensemble en territoire positif, en enregistrant une hausse de près de 2%. A moyen terme, la détérioration de la situation économique devrait contribuer à calmer sensiblement les prix dans les régions périphériques également. A l'exception des régions à prix élevés, nous ne tablons pas sur une baisse des prix tant que les taux d'intérêt restent aussi faibles.</p> <p>Durabilité de l'évolution des prix : certes, les déséquilibres dans les régions à prix élevées diminuent lentement, mais ils restent substantiels. Toutefois, en dehors de ces régions, les prix des logements en propriété devraient augmenter nettement plus ou, pour le moins, dans la même mesure que les revenus, si bien que l'écart entre les évolutions des prix et des revenus persistera encore. Par conséquent, il est trop tôt pour lever l'alerte.</p>	<p>↗</p> <p>↗</p> <p>↘</p>	<p>↗</p> <p>↗</p> <p>→</p>

Source: Credit Suisse

Le logement en propriété dans le collimateur des autorités réglementaires à l'échelon international

La surchauffe qui touche les marchés du logement et les risques qui en découlent pour les ménages et le système financier n'alimentent pas uniquement le débat en Suisse. Dans divers pays, la politique monétaire accommodante a créé un terrain favorable à la surchauffe, contre laquelle les gouvernements ont légiféré ces dernières années. En Suisse, la dynamique des prix s'est dans l'intervalle sensiblement essoufflée, faisant en sorte que de nouvelles mesures de refroidissement ne s'imposent pas. Un regard au-delà des frontières nationales se révèle toutefois utile afin d'analyser les expériences faites par d'autres pays avec différents instruments.

A elles seules, les augmentations de prix ne constituent pas encore une menace

Les augmentations de prix ne deviennent problématiques qu'en combinaison avec un endettement galopant

A elles seules, les flambées persistantes des prix ne menacent pas obligatoirement la stabilité d'un marché du logement. Ce n'est qu'en combinaison avec une croissance excessive du crédit et un endettement élevé des ménages qu'il peut en résulter une situation risquée liée au déséquilibre entre la dynamique des prix du logement et les fondamentaux économiques. Des études confirment par exemple l'existence d'une corrélation positive potentiellement dangereuse entre taux de défaillance de crédit et niveau d'endettement.³

Les bulles immobilières sont potentiellement plus dangereuses que d'autres bulles de prix

Deux raisons expliquent pourquoi les bulles qui se développent sur les marchés immobiliers sont potentiellement plus dommageables que celles apparaissant sur d'autres marchés de placements. En premier lieu, le logement en propriété représente une part non négligeable de la fortune nationale dans de nombreux pays. Par conséquent, les effondrements des prix immobiliers touchent les ménages privés en plus grand nombre et dans une plus large mesure qu'un krach boursier par exemple. Il s'en suit une chute brutale de la consommation, ce qui pénalise davantage la croissance du produit intérieur brut. En second lieu, les hypothèques constituent une part importante des portefeuilles des établissements de crédit dans de multiples pays. Les baisses marquées des prix des biens immobiliers peuvent fortement altérer la valeur intrinsèque des hypothèques et être à l'origine de crises bancaires, ce qui, de nouveau, se répercute très négativement sur l'évolution conjoncturelle.

Absence de surévaluation à l'échelle mondiale, mais flambée des prix dans certains pays

Pour l'heure, aucune surévaluation généralisée n'est observable sur les marchés immobiliers du globe. L'indice mondial équilibré des prix immobiliers du Fonds monétaire international (FMI), qui reflète l'évolution des prix du logement dans plus de 50 pays industrialisés et émergents, s'inscrit certes en progression depuis la mi-2009. A l'aune de la croissance économique toutefois, cette hausse se révèle comparativement modérée (3.2%). Plusieurs pays ont néanmoins enregistré des taux de croissance réels très élevés par le passé. Une tendance au rattrapage est ainsi perceptible en Irlande (+18.1% depuis le creux du début 2013) et aux Etats-Unis (+21% depuis début 2012). Depuis 2000, les prix réels de l'immobilier ont en outre fortement augmenté en Australie (+34%), en Suisse (+52%), en Grande-Bretagne (+68%) et, tout particulièrement, en Suède (+120%). Avec environ 7%, l'Allemagne affichait une dynamique nettement plus faible (cf. fig. 22). Tant la croissance du volume de crédit que les niveaux des prix en relation avec les revenus et avec les niveaux des loyers tendent à s'inscrire à la hausse. Sur le front de l'accessibilité à la propriété, ce sont notamment la Suède, la Grande-Bretagne et l'Australie qui se démarquent. Les prix du logement y dépassent en effet déjà nettement leurs moyennes à long terme en comparaison avec les revenus et les loyers.

Souvent, un durcissement de la politique monétaire n'est pas envisageable

Outre la difficulté de distinguer une surévaluation potentiellement dangereuse d'une augmentation normale des prix, les législateurs et autorités de réglementation sont confrontés au défi consistant à mettre en œuvre des mesures appropriées (cf. fig. 23). Durcir la politique monétaire paraît être la solution la plus évidente pour contenir tant l'octroi de crédit que, par la suite, les prix immobiliers. Cette mesure ayant pour effet de freiner non seulement le marché immo-

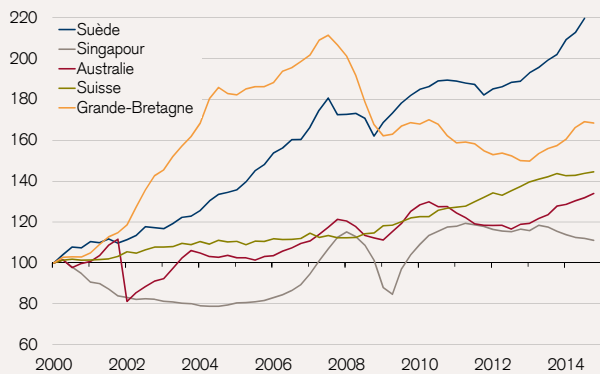
3 Cf. Crowe et al. (2013): «How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences», Journal of Financial Stability, p. 301-302.

lier, mais aussi l'ensemble de l'économie, elle ne constitue pas, dans le contexte actuel de timide croissance, un instrument approprié du fait de son caractère disproportionné.

Figure 22

Indice des prix réels de l'immobilier

Indice: 1^{er} trimestre 2000 = 100, sélection de pays



Source: Credit Suisse, Datastream, Wüest & Partner, BRI

Figure 23

Quatre ensembles de mesures réglementaires

Représentation schématique des mesures

Politique monétaire

Durcissement de la politique monétaire: relèvement des taux d'intérêt

Mesures de politique fiscale

Taxes sur les transactions financières

Impôts sur la fortune

Déductibilité fiscale des intérêts hypothécaires réduite

Réglementation macroprudentielle

Secteur bancaire: exigences accrues en matière de fonds propres

Ménages privés: plafond pour les taux de nantissement et d'endettement

Mesures microprudentielles

Surveillance au niveau des établissements

Source: Credit Suisse

Les relèvements de taux d'intérêt n'ont pas toujours l'effet escompté dans la pratique

Deux exemples tirés de la pratique montrent par ailleurs que la politique monétaire seule ne suffit souvent pas à freiner un marché immobilier en proie à la surchauffe. En Australie et en Suède, les taux d'intérêt ont été délibérément augmentés dans le but d'éviter la bulle immobilière qui menaçait. Ils ont ainsi été relevés de 300 points de base entre 2002 et 2008 en Australie et de 325 points de base entre la fin 2005 et 2008 en Suède. Sur la période comprise entre 2000 et 2007, les prix réels de l'immobilier ont néanmoins progressé de 21% (Australie) et de 81% (Suède). Dans tous les cas, exercer un effet modérateur sur le marché du logement aurait impliqué des hausses de taux trop importantes d'un point de vue macroéconomique et aurait été suivi de dommages collatéraux trop lourds.

Un vaste arsenal de mesures fiscales et macroprudentielles

Les mesures peuvent être prises tant au niveau des banques que des ménages

Des interventions réglementaires ciblées peuvent viser tant les ménages que les banques. Les mesures concernant les ménages relèvent de la politique fiscale et portent essentiellement sur le traitement fiscal réservé à l'acquisition et à la possession de biens immobiliers ainsi que sur le mode de financement. En font partie les taxes sur les transactions financières, lesquelles accroissent les coûts de l'accès à la propriété. Elles ont pour objectif de renchérir et donc de compliquer les investissements immobiliers de nature spéculative, qui se caractérisent par un grand nombre de transactions opérées sur une période relativement courte. Dans la pratique, l'impact des taxes sur les transactions financières se révèle mitigé. Une comparaison des droits de mutation et des impôts sur les gains immobiliers entre les cantons suisses n'a pu mettre en évidence aucun effet modérateur.⁴ En revanche, les impôts sur la fortune diminuent l'attrait du logement en propriété, comme l'ont montré les expériences faites aux Etats-Unis (cf. Crowe et al., 2013). La suppression des avantages fiscaux liés à l'acquisition d'un logement en propriété et aux intérêts de la dette constitue un autre instrument de politique fiscale.

Les mesures macroprudentielles misent sur le relèvement du volant de fonds propres

Les mesures réglementaires de type macroprudentiel ciblent quant à elles le taux d'endettement des banques et des ménages. Les exigences accrues en matière de fonds propres imposées aux banques à travers l'augmentation des pondérations du risque et des dispositions relatives à une prévoyance-risque plus importante en période de haute conjoncture permettent non seulement de freiner la croissance du crédit, mais aussi de constituer des réserves en vue de couvrir d'éventuelles pertes futures. Au niveau du preneur de crédit, des plafonds fixés pour les taux de

4 Cf. Aregger/Brown/Rossi (2013): «Transaction Taxes, Capital Gains Taxes and House Prices», SNB Working Paper.

nantissement et d'endettement (c'est-à-dire le rapport entre dette et revenus) peuvent réduire la vulnérabilité des budgets des ménages aux fluctuations des prix immobiliers et des taux d'intérêt.

Dans la pratique, de nombreux législateurs optent pour une combinaison des différentes mesures

Dans la pratique, les pays recourent à diverses combinaisons et variantes des mesures précitées. Singapour et Hong Kong, où les marchés immobiliers sont déjà bien avancés dans leur cycle et où toute une série de mesures ont été mises en œuvre, sont deux exemples intéressants. Au terme d'une croissance réelle des prix de 34% entre la mi-2009 et la mi-2010, le gouvernement singapourien a introduit la mesure dite «Sellers' Stamp Duty» (SSD), dont l'objectif était de lutter contre les activités spéculatives. Ce droit de timbre devait à l'origine être versé lorsqu'une personne ayant acheté un logement en propriété le revendait dans l'année suivant l'acquisition. Peu après, la période de conservation est passée de un à quatre ans et le montant de la taxe a été revu à la hausse en fonction de la durée de détention. Par exemple, un logement en propriété revendu dans l'année est soumis à une taxe à hauteur de 16% du prix de vente. Par ailleurs, divers taux de nantissement ont été successivement abaissés au cours des années suivantes. L'«Additional Buyers' Stamp Duty» (ABSD), qui a renchéri l'accès à la propriété en particulier pour les personnes de nationalité non singapourienne, a en outre été mis en place en décembre 2011. En l'espace d'un an, cette mesure a entraîné un repli de 23.5% des ventes sur ce segment de clientèle. Une véritable baisse des prix n'a cependant pu être observée qu'à la fin 2013 – après l'introduction du «Total Debt Service Ratio» (TDSR). Selon cet instrument, les banques peuvent octroyer une hypothèque uniquement si un maximum de 60% du revenu est employé au service de l'ensemble des dettes, et ce, systématiquement sur la base d'un taux d'intérêt minimum de 3.5% (ou du taux du marché si celui-ci est supérieur).

Depuis le début de l'année, les banques suédoises sont tenues d'observer des exigences plus strictes en matière de fonds propres

La Suède est également confrontée au problème de l'envolée des prix du logement. Au cours des dix dernières années, ces derniers ont enregistré une hausse nominale de près de 85% (+65% en termes réels). Sur cette même période, le taux d'endettement des ménages privés a en outre augmenté d'environ 107% du revenu disponible à un niveau préoccupant de presque 150% (2013). Un plafond de 85% pour le taux de nantissement avait certes été introduit en octobre 2010, mais des mesures macroprudentielles de plus grande envergure ciblant le secteur bancaire n'ont été mises en œuvre qu'à l'automne 2014. Dans ce cadre, la pondération du risque pour les hypothèques a été relevée de 15% à 25% et un volant anticyclique de fonds propres de 1% a été mis en place. Des exigences supplémentaires en matière de fonds propres ont été imposées aux quatre principales banques du pays, au nombre desquelles un volant pour les risques systémiques à hauteur de 5% des fonds propres de base (CET 1). Si les effets sur les prix des biens immobiliers des mesures introduites l'année passée restent encore à déterminer, force est de constater que le taux de nantissement maximum décidé en 2010 n'a pas suffi pour freiner la progression des prix. Sur les trois premiers trimestres 2014, les prix ont augmenté à un rythme soutenu qui n'avait plus été observé depuis 2009.

L'Australie place l'accent sur l'octroi de crédit aux investisseurs professionnels

L'Australie a aussi récemment multiplié les efforts en vue de durcir les conditions d'octroi de crédit. L'Australian Prudential Regulation Authority (APRA) a fait part de son intention d'examiner de très près les modalités d'octroi d'hypothèques des banques et, si nécessaire, de prendre les mesures qui s'imposent, telles des exigences accrues en matière de fonds propres. A cet égard, une attention particulière est portée aux crédits risqués détenus par les banques, mais aussi à l'octroi de crédit aux investisseurs immobiliers professionnels affichant de forts taux de croissance de leur portefeuille. L'APRA étudie également si les banques fondent leurs évaluations de la solvabilité sur des hypothèses suffisamment prudentes. En conséquence, il faudrait baser les calculs sur une réserve d'intérêts d'au moins 2% et un taux d'intérêt théorique non inférieur à 7%.

La réglementation est affaire de discernement

La réglementation ne va pas sans coûts

Au vu des bouleversements dont se sont accompagnées les crises immobilières aux Etats-Unis, en Irlande, au Japon ou encore en Espagne, des interventions réglementaires sur les marchés du logement montrant une tendance à la surchauffe sont fondamentalement légitimes. De telles interventions ne sont toutefois pas gratuites: elles occasionnent d'une part des coûts directs et, d'autre part, des charges administratives élevées. Bien que les coûts directs soient généralement voulus, quelqu'un doit bien les supporter. Par ailleurs, les interventions compromettent

fréquemment la flexibilité des marchés réglementés et encouragent un comportement uniformisé, source de risques plus importants si le cadre réglementaire n'a pas été correctement défini. Enfin, les réglementations doivent reposer sur une base politique convaincante et être proportionnées. Les effets des nouvelles mesures, et donc leurs chances d'aboutir, sont difficilement prévisibles. Et pour les dispositions macroprudentielles en particulier, il n'existe que peu de chiffres fondés sur l'expérience.

De nouvelles mesures réglementaires ne devraient être prises que si le terrain a été dûment préparé

Préalablement à la mise en œuvre de nouvelles mesures réglementaires, deux conditions au moins devraient être remplies. En premier lieu, il convient d'éliminer ou, au moins, d'atténuer les distorsions et incitations pernicieuses d'ordre politique, qui contribuent à la hausse des prix des biens immobiliers, parmi lesquelles les pénuries structurelles sur les marchés du logement, les hypothèques garanties par l'Etat ou encore les avantages fiscaux liés à l'acquisition d'un logement en propriété et aux intérêts de la dette. En second lieu, il s'agit d'exploiter au maximum la réglementation existante, c'est-à-dire par exemple d'appliquer de manière plus rigoureuse les dispositions microprudentielles dans le domaine du crédit – à savoir la surveillance au niveau des établissements – et d'imposer le respect des normes en matière d'octroi de crédit.

La réglementation n'est pas exempte d'intérêts partiels

Les intérêts personnels priment également dans le domaine réglementaire, les autorités de surveillance tentent d'agrandir leur sphère d'influence et le risque existe de tirer un peu trop sur la corde. Car le régulateur poursuit généralement ses objectifs premiers, dans le présent cas l'élimination ou la réduction du risque de bulle immobilière, sans vraiment tenir compte des coûts, qui ne sont pas à sa charge mais à celle des acteurs du marché. L'art de la réglementation consiste par conséquent à se limiter à l'essentiel, à choisir le bon moment et à agir avec beaucoup de tact par rapport au fonctionnement des marchés concernés.

Délégation de la réglementation

L'autorégulation imposée constitue une solution prometteuse en matière de réglementation. Au lieu de définir lui-même les spécificités réglementaires, le régulateur détermine les objectifs à atteindre, mais laisse les acteurs du marché organiser les modalités. Ceux-ci savent en général mieux comment obtenir les effets escomptés le plus efficacement possible et, simultanément, ont tout intérêt à éviter les conséquences indésirables. Forte de sa riche expérience dans la recherche de solutions de compromis équilibrées, la Suisse a jusqu'à présent obtenu des résultats positifs avec ce système. Elle fait figure de pionnière à l'échelle internationale s'agissant des règlements applicables au marché immobilier et divers pays lui ont emboîté le pas.

La transposition des mesures réglementaires propres à un pays est un exercice délicat

Les expériences acquises par d'autres pays dans la mise en œuvre de mesures visant à freiner la croissance excessive du crédit et des prix peuvent certes être très instructives. Ceci dit, la transposition directe de tels instruments se révèle un exercice délicat au vu des conditions-cadres très disparates d'une nation à l'autre. Dans de nombreux pays, le risque de surchauffe n'est pas encore écarté, de sorte qu'il n'est pas possible d'en tirer des conclusions définitives – et cela vaut également pour la Suisse. Dans notre pays, les exigences minimales en matière de fonds propres dans le cadre de financements hypothécaires, le raccourcissement des durées d'amortissement ainsi que l'application rigoureuse du principe de la valeur la plus basse ont largement contribué à atténuer la flambée des prix, phénomène que le ralentissement conjoncturel attendu devrait encore accentuer. Aucun nouveau durcissement n'est par conséquent requis sur le front du logement à usage personnel. Sur ce segment, outre les mesures macroprudentielles introduites, l'extension de l'offre de logements en propriété, différents effets spécifiques ayant freiné la demande ainsi que la tendance à la saturation ont permis d'endiguer le renchérissement. L'on ne pourra toutefois parler d'une levée de l'alerte que lorsque les évaluations pour l'heure élevées auront retrouvé un niveau plus en phase avec les revenus.

Logements locatifs

Les plaintes relatives au manque de logements sont fréquentes, alors qu'en 2014, le taux de vacance des appartements locatifs s'élevait à 1.6%, le niveau le plus élevé depuis 2001. Dans les grands centres cependant, les plaintes concernant la pénurie de logements devraient encore être justifiées. L'extension de l'offre dans les alentours de ces grands centres montre toutefois que le marché est tout à fait en mesure de résoudre le problème de pénurie, à condition de ne pas être entravé par des règles trop strictes. A l'avenir aussi, l'environnement de taux d'intérêt bas devrait apporter un flux important de capitaux sur le marché immobilier, une augmentation de l'offre de logements et provoquer ainsi une détente sur le marché. Problème, le parc d'appartements locatifs connaît une forte croissance essentiellement à l'écart des principaux centres de la demande, en raison de directives d'utilisation inflexibles. Cela se traduit par des surcapacités. Seule la volonté réellement vécue de causer une densification qualitative peut permettre de régler le problème de manque de surface dans les centres.

La demande a dépassé son zénith

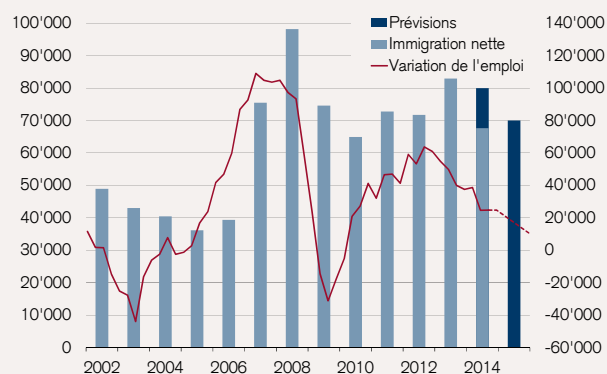
Affaiblissement attendu de l'immigration en 2015

Ces dernières années, le moteur principal de la demande en appartements locatifs a été la forte immigration nette principalement concentrée dans les agglomérations. Après que 2013 a enregistré le deuxième record d'immigration nette (83'000) après 2008, ce chiffre devrait avoir connu l'an dernier un léger recul. Nous estimons que le solde migratoire 2014 s'élève à près de 80'000. Cette année, l'immigration devrait sensiblement diminuer pour atteindre tout de même un chiffre net d'environ 70'000 personnes (cf. fig. 24). Différents facteurs contribuent à cette évolution: nous savons d'abord que l'immigration nette réagit avec un certain décalage aux changements affectant la dynamique de l'emploi et que cette dernière a pratiquement diminué de moitié en 2014. Le Conseil fédéral a ensuite décidé, au 1^{er} janvier 2015, de réduire de 2000 unités le contingent de main-d'œuvre qualifiée originaire de pays tiers. Pour finir, le nombre jusque-là en forte croissance des personnes provenant des pays de l'UE-8 devrait s'affaiblir, car de nombreuses autorisations de séjour de courte durée ont été converties en permis d'établissement permanent suite à l'extinction de la clause dite de sauvegarde qui limitait jusqu'à fin avril 2014 par des contingents les autorisations de séjour des citoyens de l'UE-8. Cette déformation statistique, qui devrait avoir quelque peu grossi le taux d'immigration l'an dernier, ne devrait donc plus avoir d'incidence cette année.

Figure 24

Immigration nette et croissance de l'emploi

Echelle de gauche: immigration nette, échelle de droite: évolution de l'emploi

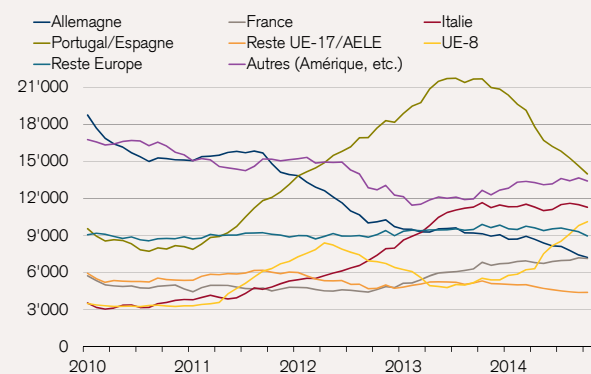


Source: Office fédéral des migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 25

Immigration nette en fonction du pays d'origine

Y compris changement de statut, somme mobile sur douze mois



Source: Office fédéral des migrations, Credit Suisse

Stabilisation du regroupement familial

Le regroupement familial est un facteur qui possède un effet stabilisant sur l'immigration. Il constitue, avec 31%, le deuxième motif d'immigration le plus important après l'emploi (51%). Cette part, relativement stable depuis 2007, varie entre 31% et 33%. Pendant les années

marquées par une réduction de l'immigration nette (2002–2005), elle était cependant nettement plus élevée, atteignant même 43%. Les citoyens suisses contribuent également au regroupement familial, dès lors qu'ils rapatrient leurs conjoints étrangers. Environ un regroupement familial sur cinq s'effectue de cette manière, pratiquement sans corrélation avec les autres formes d'immigration. Les 80% restants se répartissent de manière homogène entre les conjoints et enfants des étrangers.

Décalage de l'immigration de l'Europe du Sud vers l'Europe de l'Est

S'il est resté relativement stable ces dernières années, le volume de l'immigration a fait l'objet de plusieurs changements structurels importants (cf. fig. 25): Depuis des années, l'immigration nette en provenance d'Allemagne enregistre une forte baisse, parallèle à l'embellie sur le marché allemand de l'emploi. Depuis 2013, l'immigration originaire d'Espagne et surtout du Portugal a diminué, après avoir été responsable, en 2012 et 2013, du taux d'immigration le plus important. Les Espagnols et Portugais maîtrisent toutefois souvent mal les langues du pays, si bien qu'ils ne peuvent être intégrés que de manière limitée au marché helvétique. De plus, le marché du travail des pays d'origine de ces personnes s'est quelque peu rétabli depuis 2013. Le récent recul de l'immigration originaire de la péninsule ibérique observé récemment est compensé, en grande partie, par les flux migratoires accrus en provenance des Etats de l'UE-8, notamment de Pologne, de Hongrie et de Slovaquie. Il devrait s'agir là d'un effet de rattrapage déclenché par l'extinction de la clause de sauvegarde expliqué ci-avant. La tendance à la baisse du chômage dans ces pays est également un signe que l'immigration originaire de l'UE-8 a atteint son zénith.

Le marché national du travail et la taille du groupe ethnique, des facteurs de migration

L'immigration en provenance d'Italie et de l'étranger hors Europe s'est maintenue à un niveau élevé. L'évolution de l'immigration nette venant de France est surprenante. En effet, elle enregistre depuis le deuxième semestre 2012 une augmentation plus ou moins continue. Cette tendance devrait notamment s'expliquer par la stagnation conjoncturelle et le chômage croissant qui frôle déjà la barre des 10% dans l'Hexagone. L'augmentation de la nouvelle tranche maximale de l'impôt sur le revenu devrait également avoir poussé certains Français à déplacer leur lieu de domicile pour des raisons fiscales. Contrairement à la majeure partie des travailleurs immigrants qui se tournent surtout vers le segment de la location, les arrivants motivés par des raisons fiscales s'orientent dans la plupart des cas vers la propriété. Deux facteurs influencent en règle générale l'immigration: la taille de la diaspora nationale déjà existante en Suisse et la situation sur le marché du travail du pays d'origine. Malgré un fort taux de chômage dans leur pays, le nombre de Grecs immigrant en Suisse, par exemple, est faible, car la diaspora grecque est plus grande dans d'autres pays européens. La taille de la diaspora et la faible dynamique sur le marché du travail expliquent en revanche l'immigration persistante en provenance d'Italie et de France. La situation serait la même avec la Croatie en cas d'extension de la libre circulation.

Régions concernées par le recul de l'immigration

Les perspectives d'immigration à long terme ainsi que la demande subséquente en logements dépendent d'une part de l'implémentation de l'initiative contre l'immigration de masse d'ici 2017 et, d'autre part, de l'évolution de la relation tendue entre la Suisse et l'Union européenne. La pression politique intérieure tendant à limiter l'immigration restera forte, si bien qu'une réduction de l'immigration après 2017 à un niveau inférieur à 80'000 nous paraît vraisemblable. Ces dernières années, l'immigration de l'étranger a représenté un facteur décisif pour le développement de la demande sur le marché de la location dans certaines régions. Dans d'autres, la demande était généralement plus faible ou plus fortement motivée par la migration en provenance de régions voisines. Dans ce contexte, on peut partir du principe que les marchés régionaux de la location réagissent de manière différente à un recul de l'immigration. La figure 26 identifie les régions marquées par une forte croissance de la population, une forte immigration en provenance de l'étranger et une faible immigration intérieure. Dans ces régions, une baisse rapide de l'immigration a entraîné une réduction nette de la demande en appartements locatifs.

Dépendance maximale entre la demande en appartements locatifs et l'immigration de l'étranger dans les grands centres et les régions touristiques

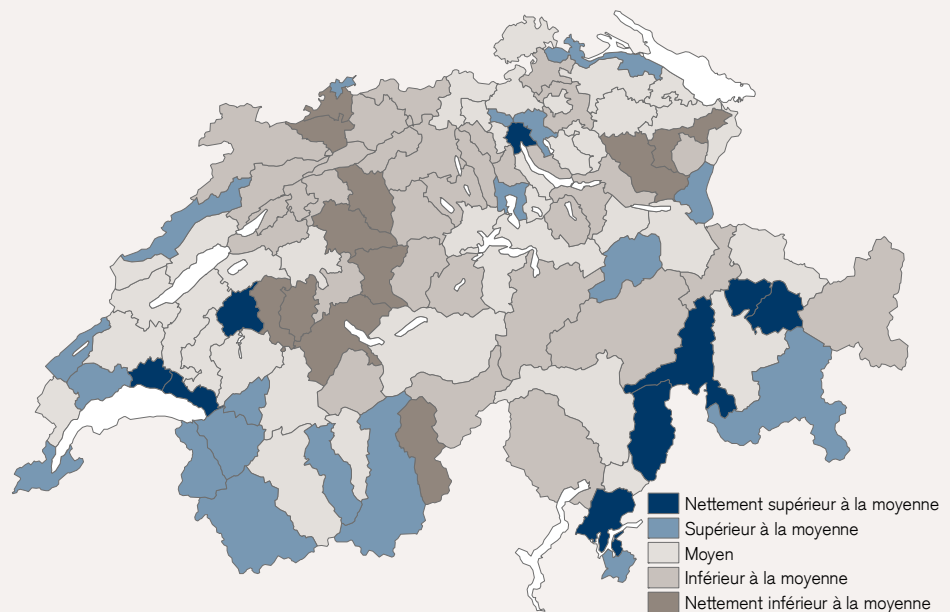
Ces dernières années, l'immigration en provenance de l'étranger a fortement marqué les régions centrales telles que Zurich, Lausanne, Vevey et Lugano. Toutes se caractérisent par un solde migratoire extérieur élevé, associé à un solde migratoire intérieur négatif. Elles enregistrent ainsi leur croissance uniquement sur la base de l'immigration extérieure. Certaines régions fortement touristiques du canton des Grisons présentent quant à elles une dépendance de l'étranger supérieure à la moyenne. Contrairement à de nombreuses autres zones rurales caractérisées par une forte émigration, les régions de Schanfigg, Davos et de la Haute-Engadine peuvent compenser, voire surcompenser, l'émigration parfois importante dans d'autres régions

par une forte immigration en provenance de l'étranger. Il paraît évident que la plupart des régions marquées par une forte dépendance de l'immigration étrangère se trouvent à la frontière de pays étrangers (Werdenberg, Untersee/Rhin, La Vallée de Joux). Diverses régions du Mittelland qui se trouvent à l'écart des grandes agglomérations présentent en revanche une dépendance de l'étranger inférieure à la moyenne. Là, la demande en appartements locatifs stagne suite à l'absence de croissance de la population (p. ex. Toggenburg, Berthoud, Singine) ou présente une faible croissance découlant principalement d'une immigration intérieure forte (p. ex. Freiamt, Sursee/Seetal, Fricktal). Seules neuf des 110 régions économiques se caractérisent par une immigration intérieure nette supérieure à l'immigration en provenance de l'étranger.

Figure 26

Lien entre demande en appartements locatifs et immigration étrangère

Indice sur la base des données relatives à l'immigration et à la démographie, 2011–2013



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Geostat

Recul de l'immigration capable de soulager le marché de la location dans les centres...

A court terme, la baisse de l'immigration dans la foulée d'une nouvelle régulation devrait être ressentie essentiellement dans et autour des grands centres ainsi que dans certaines régions touristiques (cf. fig. 26). Dans les centres, un tel ralentissement de la demande en appartements locatifs entraînerait une détente positive côté locataires, surtout lorsque ces marchés sont définis par un taux de vacance bas et des loyers élevés. Les loyers du marché enregistreraient une croissance plus lente voire une baisse. A moyen et long terme, cette déclaration doit cependant être relativisée: une immigration plus faible en provenance de l'étranger ne change rien au fait que les grands centres sont plus attractifs que d'autres régions résidentielles en raison de leur offre élevée en matière d'emploi, de services et d'infrastructures. Cependant, les régions économiques des grandes villes suisses présentent un solde migratoire intérieurement négatif⁵. En raison de la pénurie de logements, des prix élevés et de la charge fiscale élevée, de nombreux ménages quittent les centres pour s'installer dans les espaces suburbains.

... mais à court terme seulement

La figure 27 illustre ce mécanisme. Les flux migratoires représentés portent la couleur de leur origine, par exemple jaune pour l'étranger, vert pour les centres. La figure montre que les émigrants quittant les centres s'établissent presque exclusivement dans les espaces suburbains, qui perdent actuellement eux-mêmes des habitants, notamment au profit des espaces ruraux, mais aussi périurbains. L'espace périurbain enregistre lui aussi un solde migratoire négatif au profit des régions rurales. L'émigration vers les régions à l'écart des centres sert ainsi de sou-

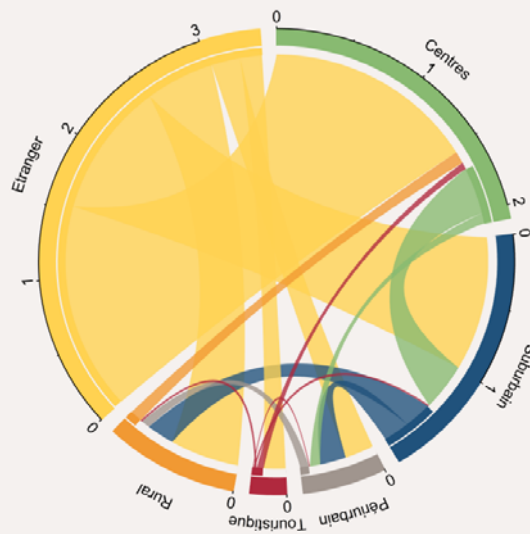
5 La région économique de Berne constitue une exception, car elle est plus vaste que les régions économiques des autres grands centres.

pape destinée à prévenir une surchauffe des marchés dans les grands centres. Si maintenant l'immigration internationale dans les grands centres devait diminuer, le nombre des personnes quittant les centres pour s'installer dans un espace suburbain, périurbain ou rural pourrait baisser suite à une certaine détente sur le marché de la location. A moyen et long terme, la demande en appartements locatifs devrait diminuer, notamment en dehors des centres, où un taux de vacance croissant pourrait être attendu. La pression sur les loyers dans les centres devrait enregistrer un recul et les loyers pourraient même, par endroit, subir des dérapages.

Figure 27

Mouvements migratoires 2008–2013

Soldes par types de commune, personnes en 100'000, étranger jusqu'en 2012



Explication: les flux migratoire portent la couleur de leur origine, p. ex. jaune pour les migrations provenant de l'étranger, vert pour les migrations issues des centres.

Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Le durcissement de la réglementation applicable à la propriété du logement soutient la demande en location

Le durcissement de la réglementation/l'autorégulation applicable à la propriété du logement soutient la demande sur le marché de la location. La situation économique relativement stable ainsi que les taux d'intérêt à la baisse ces dernières années ont incité de nombreux ménages à acheter un logement. En raison notamment du raffermissement des exigences minimales pour l'octroi de crédits associé aux prix élevés, de moins en moins de ménages peuvent acquérir un logement, en dépit de taux d'intérêt extrêmement bas. Ce phénomène se manifeste, par exemple, par une plus faible croissance du volume des crédits hypothécaires octroyés à des personnes privées ou par un nombre de transactions en baisse (cf. chapitre Logements en propriété, p. 15). En fin de compte, cet effet ne devrait cependant pas suffire pour compenser la plus faible demande due à l'immigration, si bien que nous prévoyons pour 2015 une demande globale inférieure en appartements locatifs. Les perspectives conjoncturelles moroses liées à l'abandon du cours plancher laissent présager une demande globale en baisse.

Offre: aucun signe d'affaiblissement dans la construction d'appartements locatifs

2015: la construction d'appartements locatifs atteint son zénith

En raison de la pénurie de placements liée aux taux d'intérêt affectant les investisseurs et de la demande croissante enregistrée l'année dernière, la construction d'appartements locatifs a toujours le vent en poupe, contrairement à la construction de logements en propriété. Trois phases peuvent être différenciées: entre 2003 et 2008, la construction d'appartements locatifs a réagi à la légère reprise de la demande de logements et au taux de vacance en rapide baisse. La construction a alors augmenté à un niveau correspondant à environ 13'000 appartements. Suite à l'incertitude attisée par la crise financière, une consolidation à ce niveau s'en est suivie, jusqu'à ce que la demande spectaculaire et persistante motivée par l'immigration ait entraîné

l'augmentation continue du niveau de construction à quelque 22'000 appartements l'an dernier. Pour l'année en cours, nous prévoyons une hausse supplémentaire de 23'000–24'000 unités (cf. fig. 28), ce qui signifie qu'en 2015, environ 50% de tous les appartements nouvellement construits sont à but locatif.

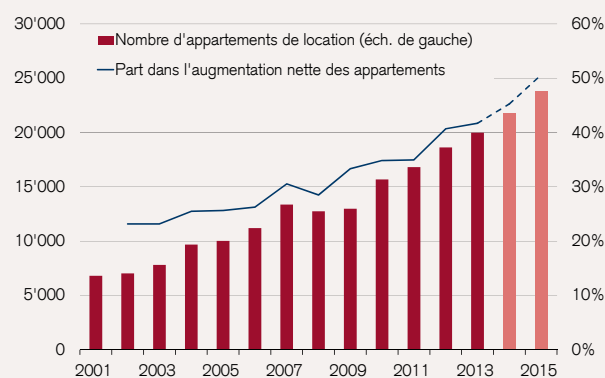
Déplacement de l'activité de construction vers les centres, poursuite du boom de la construction dans les campagnes

Actuellement, aucun tassement ne s'observe dans les autorisations de construire relatives aux appartements locatifs. En 2014, environ 25'700 autorisations de construire pour des appartements locatifs ont été octroyées – un record depuis le début des mesures en 2003 (augmentation par rapport à l'année précédente: 5%). Compte tenu des intérêts négatifs, le marché de la location offre des rendements très attractifs, même si la demande semble avoir dépassé son zénith. Aussi prévoyons-nous une production persistante à ce niveau. Ces dernières années, il s'est produit un déplacement spatial de la construction d'appartements locatifs des agglomérations vers des communes plus orientées sur l'industrie, l'agriculture ou le tertiaire (cf. fig. 29). Au cours de l'année 2014, cette évolution a légèrement fléchi, alors que dans le même temps, l'activité de construction a repris sa hausse dans les communes des centres. Avec près de 20%, la part des appartements locatifs érigés dans l'espace rural est relativement élevée.

Figure 28

Augmentation nette des appartements locatifs

Estimations, nombre d'unités d'habitation et part des appartements de location dans l'augmentation nette d'appartements; 2014/15: prévision

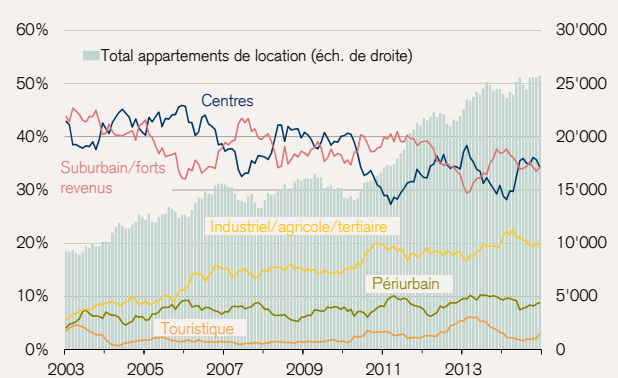


Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Baublatt

Figure 29

Construction d'appartements locatifs (estimations)

Parts des autorisations de construire par type de commune en % (éch. de gauche); somme mobile sur douze mois du nombre total des autorisations



Source: Credit Suisse, Baublatt, Office fédéral de la statistique

Grands projets toujours très prisés

Actuellement, un grand nombre de projets d'envergure comportant plus de 200 unités d'habitation est en cours de réalisation; un nombre frappant lorsque l'on sait que près de 16% de tous les appartements locatifs prévus appartiennent à cette classe de grandeur. Si de tels projets d'envergure sont intéressants, essentiellement pour les investisseurs institutionnels, ils peuvent également receler des risques, surtout lorsqu'ils sont mis en place dans des microsituations inférieures à la moyenne ou dans de plus petites communes où ils viennent fortement augmenter le parc d'appartements. Mais même les petits projets englobant jusqu'à 10 unités d'habitation sont encore très prisés (part: 16%); ils devraient intéresser notamment les investisseurs privés. Les projets les plus fréquents comprennent 11 à 25 appartements (part: 23%). La tendance dans ce domaine évolue de manière latérale.

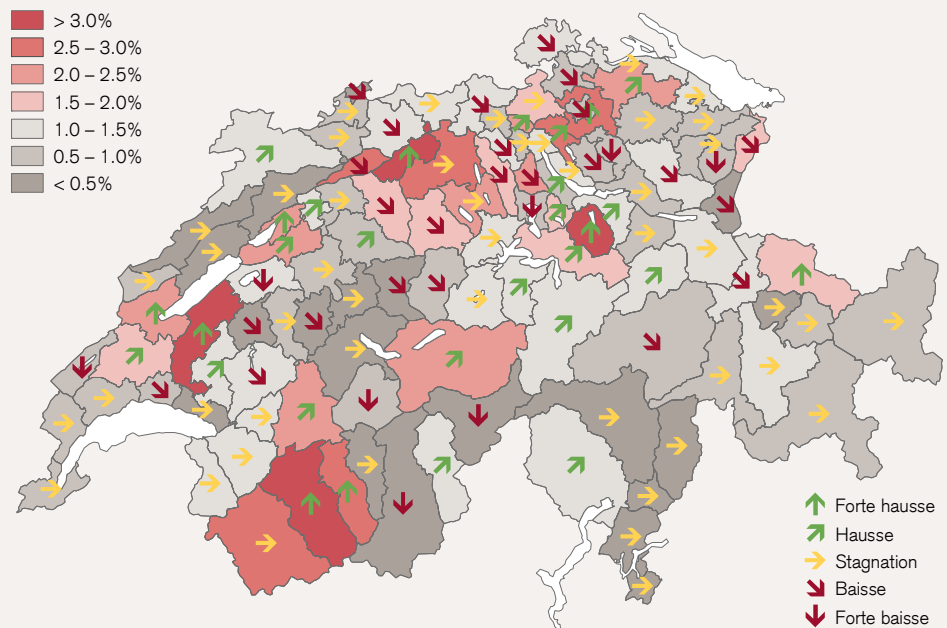
Foyers de croissance régionaux de la construction d'appartements locatifs 2015

La figure 30 montre l'extension attendue pour 2015 du parc d'appartements locatifs. Le nombre d'appartements locatifs prévus varie considérablement en fonction des régions. Les régions présentant le plus grand dynamisme sont le Pays des Trois-Lacs (surtout les régions de La Broye, Cerlier/Seeland, Biemme/Seeland et Yverdon), l'axe Aarau–Olten–Thal ainsi que les zones situées au nord du canton de Zurich (Winterthur-Land, Glattal et Furtal) et du Bas-Valais. En revanche, une dynamique en baisse affecte l'est du canton de Saint-Gall et d'Appenzel Rhodes-Intérieures, les villes de Winterthur, Bâle et Lausanne ainsi que certaines régions situées au sud-ouest et à l'est de Zurich (notamment Mutschellen, Oberland, Lorzenebene/Ennetsee). Dans de nombreuses régions de montagne, l'extension est également ralentie ou stagne à un bas niveau.

Figure 30

Extension attendue des appartements locatifs en 2015

Extension attendue en % du parc d'appartements locatifs; flèches: tendances par rapport à l'an dernier

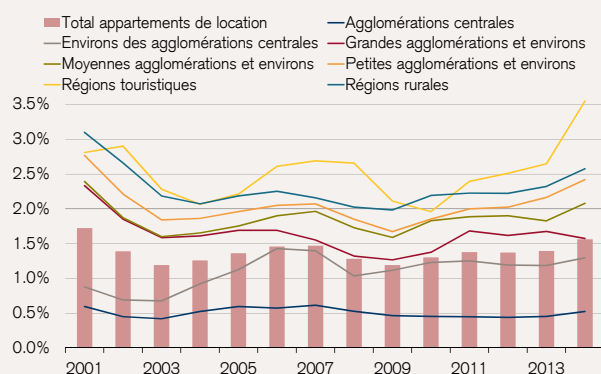


Source: Baublatt, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat

Résultat du marché: retour du cycle**Hausse tangible du taux de vacance...**

La forte dynamique ressentie dans la construction d'appartements locatifs commence à laisser des traces. En dépit de l'immigration importante enregistrée ces dernières années, le nombre d'appartements locatifs vacants a brusquement augmenté en 2014. Le taux de vacance a augmenté de 0.17 point de pourcentage pour atteindre aujourd'hui 1.56% – une valeur qui a été dépassée pour la dernière fois en 2001 (cf. fig. 31). L'étendue de cette évolution a été surprenante, notamment dans les régions touristiques dans lesquelles le taux de vacance a rapidement augmenté, passant de 2.6 à 3.5%. C'est notamment dans ces régions qu'une partie de l'augmentation peut être imputée à un effet statistique: des clarifications ont prouvé que par le passé, certaines communes touristiques n'ont pas notifié complètement leur taux de vacance.

Figure 31

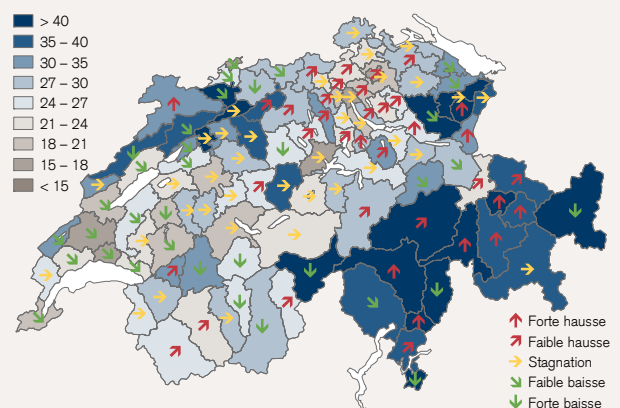
Taux de vacance pour les logements en location par type de régionEn % du parc de logements locatifs (estimations), au 1^{er} juin

Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 32

Durée d'insertion moyenne pour les logements locatifs (parc)

Moyenne 2014 en jours, flèches: variation par rapport à l'année précédente



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

... notamment dans les régions à l'écart des grands centres

La durée d'insertion localise les marchés locatifs tendus...

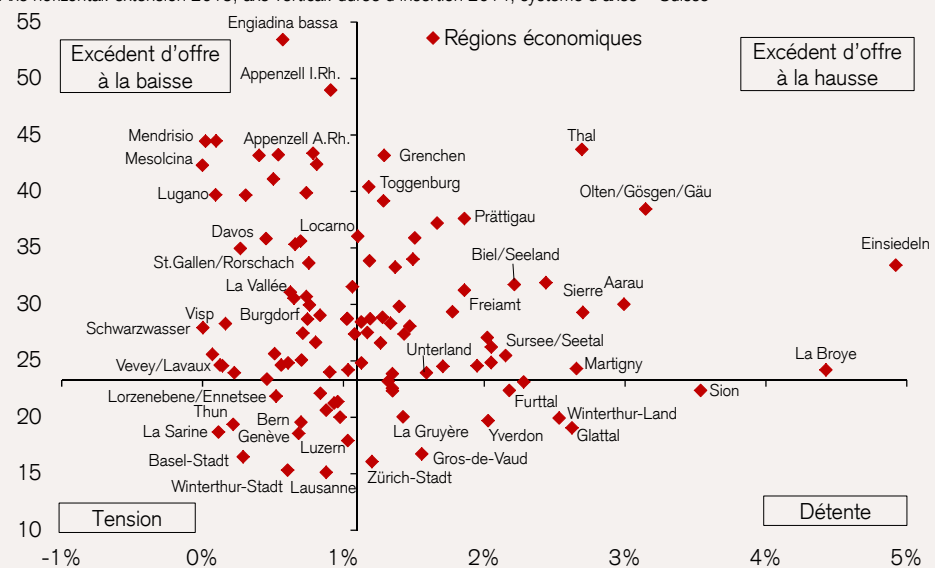
Une hausse tangible du taux de vacance peut aussi être observée dans les régions rurales ainsi que dans les petites et moyennes agglomérations. Rien de surprenant au regard d'une activité de construction intense dans ces régions. Dans les agglomérations centrales (Zurich, Genève, Berne, Bâle et Lausanne), dans les grandes agglomérations (Lucerne, Saint-Gall, Lugano) ainsi que dans leurs environs, le taux de vacance a connu seulement une légère augmentation voire une baisse (dans les grandes agglomérations). Le nombre de logements disponible reste faible.

Dans et autour des grandes villes suisses (agglomérations centrales), le taux de vacance ne reste pas seulement faible, la durée d'insertion des logements proposés à la location évolue également à un bas niveau. La durée s'écoulant jusqu'à ce que l'annonce disparaisse de la plateforme sur laquelle elle a été publiée constitue une valeur fiable permettant de mesurer la dynamique de la demande ou la pénurie de l'offre. A Bâle-Ville et à Lausanne, la durée d'insertion a baissé, s'élevant désormais entre 17 et 15 jours (cf. fig. 32). Dans les espaces suburbains et périurbains, des valeurs moyennes faibles sont enregistrées, notamment en Suisse romande, autour des grands centres Lausanne et Genève. Les centres de Suisse alémanique ont apparemment mieux réussi à mettre en liaison la forte demande liée à l'immigration et l'offre correspondante. Dans ces régions, le marché semble se détendre, un fait qui se manifeste par une durée d'insertion plus longue. Au total, la durée d'insertion a légèrement augmenté ces dernières années, ce qui confirme la situation de légère détente qui s'établit sur le marché du logement locatif suisse. La durée d'insertion est en revanche très longue dans le Jura, dans de nombreuses régions des Grisons et du Tessin ainsi que dans les zones caractérisées par une forte activité de construction, des critères qui s'appliquent au Rheintal ainsi que dans la région de Granges/Olten. Ici, il faut compter avec une durée d'insertion moyenne de plus de 30 jours.

Figure 33

Offre régionale de logements locatifs entre suroffre et pénurie

Axe horizontal: extension 2015; axe vertical: durée d'insertion 2014; système d'axes = Suisse



Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG, Baublatt

... ainsi que les marchés marqués par une suroffre à court terme

Dans certaines régions, une activité de construction très élevée peut encore être observée, ce qui est quelque peu inquiétant. A court terme, cela devrait en effet aiguïser encore plus la suroffre régionale (cf. fig. 33). Citons à ce titre les régions de Thal, Einsiedeln, Olten/Gösigen/Gäu et Aarau. Pour pouvoir évaluer à long terme le danger d'une suroffre, il convient de prendre en compte également l'évolution de la demande (cf. chapitre L'immobilier comme placement, p. 70). La pénurie de logements qui affecte les régions de Bâle, de Winterthur, de Genève, de Thonon et de Berne ne pourra cependant pas diminuer, car l'extension attendue cette année dans ces villes est trop faible.

Réduction de la pression sur les prix de la location en 2015

Depuis 2005, les loyers pour de nouveaux contrats ont augmenté en moyenne chaque année de 1.6% (cf. fig. 34). La croissance des loyers proposés s'élevait même à 2.9%. Comme elle ne prend cependant en compte l'amélioration qualitative de l'offre que partiellement, celle-ci masque l'évolution réelle. La forte immigration enregistrée en 2013 a provoqué une augmentation accrue des loyers contractuels après leur forte baisse depuis le 2^e trimestre 2013. Leur croissance est aujourd'hui de 1.7% (2^e trimestre 2014). L'évolution des loyers proposés traduit une nouvelle poussée des loyers qui ne devrait cependant pas être de longue durée. Les loyers proposés ont augmenté au 4^e trimestre 2014 de 1.8% par rapport au même trimestre de l'année précédente. 2013 a vu une croissance annuelle de 3.2%. Les loyers proposés reflètent ainsi la détente qui se dessine sur le marché de la location et qui entraîne une croissance soutenue de l'offre. Compte tenu de la réduction de la pression exercée sur les loyers proposés, de la baisse attendue de l'immigration et la production persistante d'appartements, nous partons du principe que la croissance des loyers sera faible en 2015.

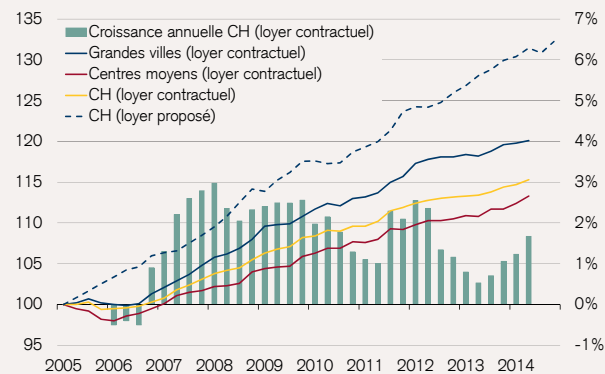
Régional: baisse de la croissance des loyers dans les centres et les régions chères

Comparés aux loyers proposés, les loyers en vigueur dans les grandes villes ont connu une évolution moins importante depuis le 1^{er} trimestre 2013 que dans les centres moyens et dans le reste de la Suisse (cf. fig. 34). La répartition des loyers proposés et les taux de variation (cf. fig. 35) confirment cette situation. Dans les régions chères situées autour du lac Léman, du lac de Zurich, de Bâle et de la Haute-Engadine, les loyers ont affiché en 2014 une évolution majoritairement latérale par rapport à l'année précédente. En ville de Zurich, un léger recul dû principalement à des difficultés de commercialisation sur le segment des prix élevés a même pu être observé. En outre, un grand nombre d'appartements de location a été construit en ville de Zurich. Une hausse des loyers peut être enregistrée principalement dans les régions situées à l'écart des grands centres. L'étendue de l'extension représentée dans la figure 33 devrait donner de premiers indices sur l'évolution régionale des loyers à moyen terme.

Figure 34

Evolution des prix de la location (corrégés de la qualité)

Indice, 1^{er} trim. 2005 = 100, taux de croissance annuel en % (éch. de droite)

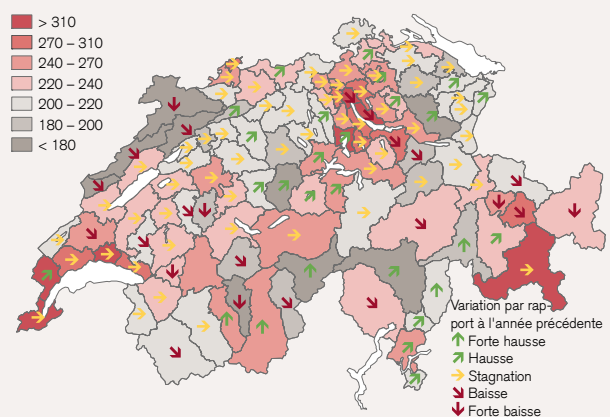


Source: Wüest & Partner

Figure 35

Prix moyens de la location 2014, par régions

Loyers proposés moyens (non corrégés de la qualité), en CHF/m² (T1-T3)



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

Détente progressive en 2015

En 2015, la forte activité de construction ainsi que le léger recul de l'immigration devraient entraîner une certaine détente dans les centres caractérisés par une pénurie en logements. Au-delà de ces centres, le nombre de logements disponibles est suffisant et dans certaines régions, la suroffre règne.

Perspectives 2015 pour les logements en location

Détente plus marquée du marché locatif en raison de la forte activité de construction et de la demande légèrement plus faible

Le super cycle qui a stimulé la demande de logements en location ces dernières années montre de premiers signes d'essoufflement. Cette évolution s'accélère encore après l'abandon du taux plancher face à l'euro par la Banque nationale suisse. Contrairement au marché du logement en propriété qui lui est freiné par la réglementation, la perte de dynamique sur le marché du logement en location ne se fait que peu ressentir actuellement, tant du côté de la demande que de celui de l'offre. Pour 2015, nous tablons cependant sur un léger ralentissement de l'immigration (solde migratoire d'environ 70'000) ainsi que sur une demande plus hésitante, étant donné que les locataires sont les premiers concernés par les pertes d'emplois attendues. En échange, le repli de la demande de logements en propriété, résultant des entraves réglementaires, continue d'agir en soutien. A moyen terme, la forte décélération de la croissance de l'emploi et, partant, la réduction du flux d'immigration auront un impact majeur sur la demande. Du côté de l'offre, la production de logements locatifs persiste à un niveau élevé ou est encore stimulée par la pénurie de placements, qui devient de plus en plus urgente. Nous tablons donc sur un nouvel accroissement sensible des taux de vacance. Par conséquent, le marché des logements en location évolue graduellement vers une suroffre et devrait un jour muter en marché dominé par les locataires. Toutefois, ce processus n'avance que lentement. Cela conduira temporairement à une détente dans les centres frappés par une pénurie du logement. Cependant, à long terme, le ralentissement de la demande devrait se faire ressentir avant tout en dehors des grandes villes. Nous attendons pour 2016/2017 les premiers signes d'une baisse des loyers dans ces zones. Dans les centres, en revanche, uniquement la mise en place d'incitations renforcées à la densification pourra endiguer la pression sur les loyers, puisque la demande, même ralentie, dépasse l'offre. En dehors des agglomérations, il n'y a en général pas de pénurie de logements en location. C'est pourquoi ces régions devraient être plus fortement touchées par les taux de vacance, d'autant plus que l'activité de construction reste pour le moment à un niveau élevé.

Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<i>Evolution démographique:</i> du fait du ralentissement de la croissance de l'emploi et de la détérioration de la situation économique, l'immigration nette devrait atteindre environ 70'000 en 2015 et donc être inférieure à l'année précédente. La demande de logements en location continue d'être soutenue par l'immigration plus forte depuis l'Europe du Sud et de l'Est.	→	↘
<i>Réglementation:</i> la réglementation plus restrictive en matière de crédits hypothécaires entraîne la diminution du nombre de ménages qui quittent des appartements loués afin d'acquérir un logement. Il en résulte une stabilisation de la demande de logements en location.	↗	↗
Offre		
<i>Augmentation nette des logements en location en 2015:</i> la production de constructions nouvelles devrait en 2015 atteindre un niveau record avec 23'000 à 24'000 logements locatifs neufs.	↗	↗
<i>Evolution prévue à moyen terme:</i> les demandes d'autorisations de construire déposées au cours des derniers mois indiquent que la production de logements locatifs ne continuera pas d'augmenter en 2016.	↗	→
Résultat du marché		
<i>Taux de vacance:</i> pour 2015, nous anticipons une poursuite sensible de la hausse des taux de vacance des logements en location. Les marchés en pénurie dans les centres devraient se détendre légèrement. Des suroffres se développent dans certaines régions périurbaines, rurales et touristiques.	↗	↗
<i>Loyers:</i> l'offre très étoffée associée à la demande en léger repli devraient entraîner la stagnation des loyers moyens suisses proposés en 2015. Pour les loyers du parc existant, une nouvelle baisse du taux de référence empêche une tendance haussière.	↗	→
<i>Performance (rendement total):</i> en 2015, le rendement total devrait être similaire à celui de l'année précédente. Concernant les rendements de cash-flow, nous tablons sur une baisse minimale des valeurs, notamment du fait de l'effet de base sous forme d'évaluations toujours en progression. En revanche, les prix des immeubles résidentiels de rendement devraient poursuivre leur dynamique actuelle, compte tenu de la pression exercée sur les investissements et du contexte de taux d'intérêt négatifs.	→	→

Source: Credit Suisse

Voitures sans conducteur: la prochaine étape sur la voie de la mobilité

Il y a peu de temps encore, de nombreux experts étaient convaincus que la mobilité avait atteint son zénith, un état de fait conforté par le vieillissement de la population, les problèmes croissants d'embouteillage et l'attitude de plus en plus dénuée d'émotions des jeunes générations vis-à-vis des voitures. Le récent développement de véhicules sans conducteur met cependant à disposition une technologie qui hisse la mobilité à un nouveau niveau.

Du point de vue technique, les voitures autoguidées sont déjà réalité

Révolution numérique dans la mobilité

Cette année, le salon technologique Consumer Electronics Show de Las Vegas était placé sous le thème des véhicules autonomes. A cette occasion, Audi et d'autres grands constructeurs automobiles ont démontré comment la voiture de demain communique de manière autonome avec son environnement, prévient les accidents et ménage les ressources, tout en économisant de l'argent. Aujourd'hui déjà, de nouveaux systèmes de ce genre sont testés non seulement par Google, mais également par tous les grands constructeurs. Des milliers de kilomètres ont déjà été parcourus sans accident et l'EPFL réalise des tests avec des minibus autoguidés.

La mobilité en 2030: perspectives d'avenir

Mais comment le monde marcherait-il si les véhicules sans conducteur venaient à s'imposer? Projetons-nous en l'an 2030: un individu transmet, via un terminal mobile, à un service de cloud son besoin de transport. En quelques fractions de secondes seulement, celui-ci identifie le véhicule autonome le plus proche qui parcourt un itinéraire correspondant et dispose encore d'une place libre. Au bout de quelques minutes, le moyen de transport fait halte devant la porte et réalise le transport comme souhaité par l'individu. Le temps de transport peut alors être utilisé à des fins personnelles, par exemple au traitement d'e-mails sur le chemin du bureau. Les personnes qui n'apprécient pas le covoiturage ont également la possibilité de faire enregistrer leur véhicule autonome, disposant ainsi de leur propre chauffeur virtuel. Arrivé à destination, le véhicule peut soit se rendre de manière entièrement autonome à un emplacement de stationnement réservé auparavant qui peut, pour des raisons d'économie, se trouver un peu à l'extérieur, soit se mettre à disposition du service de cloud et réaliser des transports pour des tiers, des prestations qui sont alors créditées au propriétaire du véhicule et réduisent ses frais totaux.

Helsinki veut révolutionner d'ici 2025 son système de transport en commun

La technologie décrite ci-dessus offre des possibilités encore insoupçonnées. La ville d'Helsinki a, par exemple, lancé un projet qui a pour objectif de proposer à la population, d'ici une dizaine d'années, un système coordonné et bon marché reposant sur des minibus autoguidés. Ce projet prévoit la combinaison intelligente des voitures et minibus sans conducteur, mais aussi des vélos de location et du réseau de transport en commun, afin de réduire l'attractivité des voitures particulières qui sembleront, en comparaison, trop chères et moins pratiques. Les voitures autoguidées ne seront pas utilisées seulement comme interface entre la maison et les transports en commun, mais vraiment pour le transport de porte à porte. Les véhicules autonomes pourront également être empruntés sur le chemin des vacances, permettant ainsi aux passagers de se reposer sur la banquette arrière. La question de savoir si de tels systèmes deviendront un jour réalité ne se pose pas. Ce n'est qu'une question de temps jusqu'à ce qu'ils supplantent la mobilité telle que nous la connaissons aujourd'hui, car ces systèmes promettent d'être plus économiques, plus sûrs, plus efficaces et même plus confortables.

Véhicules autoguidés – le prochain bouleversement

Répercussions des véhicules autonomes sur notre comportement et les réseaux de transport en commun

Les véhicules sans conducteur ont le potentiel de changer la société dans laquelle nous vivons. La mobilité fera alors un pas de géant, qui ira jusqu'à bouleverser notre comportement d'achat. Si, dans le passé, les clients se déplaçaient vers les magasins et qu'aujourd'hui, les magasins se déplacent chez le client, à l'avenir, les voitures autonomes iront par exemple retirer nos achats commandés en ligne à des points relais pendant que nous effectuerons d'autres activités. Mais cette nouvelle technologie aura également des conséquences pour les réseaux de transport en commun, qui ont connu, ces dernières années, une forte affluence. Les raisons à cela ne sont pas uniquement les fréquents embouteillages, mais le fait qu'à l'ère de l'Internet

mobile, les gens veulent exploiter plus efficacement leurs temps de transport. Grâce à une commande autonome, la voiture pourra à l'avenir profiter à nouveau de cet atout. Les véhicules sans conducteur devraient ainsi faire concurrence principalement aux transports publics de proximité. Plus besoin de regarder les horaires ou de prévoir le chemin jusqu'au prochain arrêt de bus: le transport de porte à porte est tellement plus commode. Grâce aux voitures autonomes, de nombreux habitués des transports en commun devraient se tourner à nouveau vers un moyen de transport individuel. De vastes investissements dans des parkings relais pourraient toutefois garantir l'attractivité des transports publics sur de longues distances.

Nouvel atout: des infrastructures routières performantes

Avec la pleine exploitation du système, des milliers de véhicules sans conducteur peupleront nos routes. Ils se regrouperont en convois séparés les uns des autres par un écart minimum et évolueront tous à la même vitesse. Flexibles, les différents véhicules se sépareront aux intersections et rejoindront un nouveau convoi roulant dans la direction voulue. La voiture deviendra ainsi un moyen de transport de masse composé de multiples unités intelligentes, flexibles et autonomes. Ses frais externes pourront être considérablement réduits. Moyen de transport à la fois propre, sûr, silencieux et intelligent, l'automobile couvrira avec une grande efficacité les besoins de mobilité de chacun. Dans un tel environnement, une infrastructure routière performante se transforme rapidement en un atout de poids, ce qui pourrait cependant induire un dur retour à la réalité pour la Suisse. En effet, le réseau routier a été négligé de façon inexcusable au cours des dernières années. Si aucune mesure n'est mise en œuvre, le thème des embouteillages deviendra un problème majeur. Le système du covoiturage atteindra certes un grand nombre de personnes si bien que le partage de véhicules, mais aussi le regroupement des passagers dans une même voiture, contribueront à réduire le nombre des véhicules circulant sur la route. Mais les solutions de mobilité encore plus confortables accroîtront la demande. La population exigera donc une nouvelle fois le développement des infrastructures, et il deviendra de plus en plus indispensable de piloter la mobilité par le biais d'incitations fiscales (p. ex. «mobility pricing»).

Conséquences possibles pour le secteur immobilier: quatre thèses

Les voitures particulières sans conducteur sont déjà tellement palpables qu'il est grand temps, pour le secteur immobilier et ses produits orientés sur le long terme, de se pencher sur la question. L'histoire nous enseigne en effet que toute évolution technologique avec de tels avantages a toujours fini par s'imposer. Même s'il faut attendre encore longtemps avant que les voitures et camions autonomes marquent la physionomie des villes, cette révolution aura lieu.

Thèse 1: renversement de la tendance à la réurbanisation

Les avantages d'une infrastructure bien pensée, notamment dans le domaine des transports publics, augmentent considérablement l'attractivité d'une ville en tant que lieu de résidence. Un métro toutes les sept minutes, cela n'existe qu'en ville. Mais grâce aux voitures autoguidées, les avantages d'une forte densité infrastructurelle en ville diminuent. Car avec les voitures autonomes, les besoins en mobilité dans les campagnes seront à l'avenir aussi bien couverts que dans les villes, voire mieux, car elles ne sont pas affectées par les problèmes d'embouteillage. Les disparités entre les prix du terrain dans les centres et en périphérie devraient ainsi disparaître.

Thèse 2: la qualité du réseau public perd de son importance pour la qualité du site

De nos jours, la qualité d'un terrain est définie en grande partie par la distance par rapport aux stations des trains de banlieue et arrêts de bus, un avantage qui tendra à disparaître dans l'univers de la mobilité porte à porte. Le caractère central d'un site ne serait ainsi plus aussi important, ce qui entraînerait une correction des prix immobiliers.

Thèse 3: les besoins en places de parking dans les centres villes baissent sensiblement

Comme les véhicules autonomes sont sans cesse en mouvement ou recherchent un stationnement en dehors des centres villes, les besoins en places de parking devraient sensiblement diminuer dans les villes. Cet espace ainsi libéré qui pourra alors être mis à profit de manières différentes augmentera de surcroît l'offre en surfaces des centres.

Thèse 4: les frais de transport diminuent considérablement

Les camions autoguidés, c'est-à-dire sans chauffeur, permettront de réduire les frais de transport à grande échelle. La «protection par la distance» devra également être redéfinie. Si la vente de fenêtres en Suisse était autrefois rentable jusqu'à une distance de 300 km, cette distance a pu être élargie aujourd'hui à 1000 km grâce à une réduction des frais logistiques. Les camions autonomes permettront de rentabiliser les transports sur plusieurs milliers de kilomètres, ce qui aura des répercussions correspondantes sur le pôle économique national, et notamment sur les secteurs de la construction et de l'immobilier.

Surfaces de bureaux

Comme elles sont en fort contraste avec la pénurie de logements, les surcapacités caractérisant les grands marchés de l'immobilier de bureau constituent un thème central dans le segment des immeubles de bureaux. Si les intérêts négatifs rendent les investissements immobiliers très intéressants, le travail sur les marchés des bureaux est de plus en plus exigeant à cause de la forte concurrence d'éviction. En effet, le marché est dominé par une suroffre et affecté ces dernières années par des changements dans la structure de la demande, la disposition des locataires à payer et les exigences concernant l'espace et l'emplacement. Qui veut avoir du succès doit réaliser une analyse plus poussée des besoins actuellement en présence et des sites disponibles. La situation n'est pas aussi morose qu'on le croirait: les surcapacités sont d'abord un phénomène régional qui touche surtout les grands centres. Le fort taux de vacance n'est ensuite pas lié à un contexte de crise économique, mais résulte du calcul rationnel des investisseurs immobiliers en réaction aux intérêts bas. En d'autres termes, la croissance économique est certes extrêmement timide, la demande par conséquent faible, mais pas négative. Le problème est d'un autre ordre: le marché immobilier s'est ainsi de plus en plus désolidarisé de la situation sur le marché de la location, et l'expansion des surfaces correspond peu à la demande réelle morose.

Demande: faible et en mutation

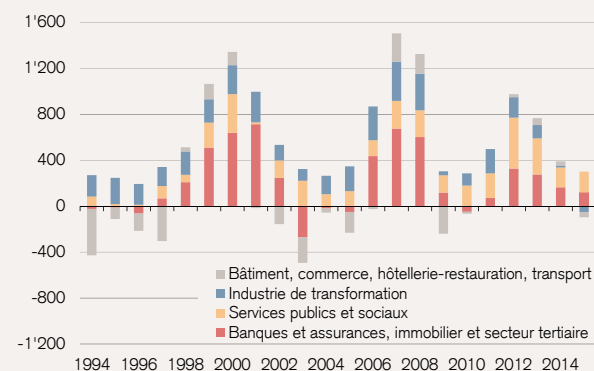
Perspectives réservées sur la demande supplémentaire en 2015

En termes de volume, la demande supplémentaire en surfaces de bureaux devrait rester faible cette année aussi. La propension à investir demeure modérée dans tous les secteurs industriels, tertiaires et administratifs. C'est pour cette raison que nous attendons, au mieux, une demande supplémentaire d'environ 200'000 m², à peu près un huitième à la demande record enregistrée en 2007 (cf. fig. 36). Le soutien provenant de l'étranger devrait rester majoritairement absent. En 2013 déjà, l'implantation de nouvelles entreprises et la création subséquente de nouveaux postes de travail étaient tombées à un niveau extrêmement bas (cf. fig. 37). Au regard des perspectives conjoncturelles moroses et des récents préjudices apportés au site économique, aucune détente n'est attendue en 2014/15 dans le domaine des implantations.

Figure 36

Demande supplémentaire en surfaces de bureaux

Demande annuelle supplémentaire estimée en 1000 m²; 2014/15: prévisions

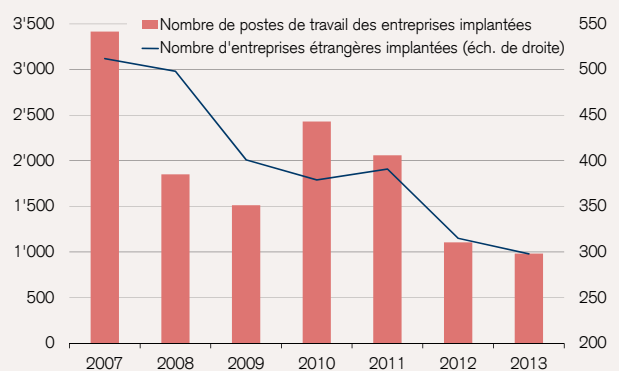


Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Figure 37

Implantations d'entreprises

Nombre d'implantations d'entreprises et effectifs



Source: Conférence des chefs des départements cantonaux de l'économie publique

La réduction des coûts, le regroupement des sites et l'optimisation de l'espace, des moteurs clés de la demande

Pour les investisseurs, le fait que la demande supplémentaire reste faible en termes de quantité est tout aussi révélateur que l'évolution fondamentale des exigences imposées aux objets. Les pouvoirs publics multiplient les efforts visant à concentrer leurs offices dans leurs propres centres administratifs et soulignent ce faisant l'importance d'une amélioration opérationnelle et du détachement durable de solutions locatives chères. Au sein des entreprises, la conscience des coûts relative à l'utilisation des surfaces a considérablement augmenté. Selon l'enquête d'été menée par Colliers pour Zurich, trois raisons principales motivent la demande en surfaces depuis la crise financière: la réduction des coûts, le regroupement des sites et l'optimisation de

l'espace. Le facteur de croissance, lequel n'a pas encore pu renouer avec sa valeur d'avant la crise financière, s'élevait en 2014 à seulement 4%.

La récession de 2009 marque la césure de la demande en surfaces de bureaux

Depuis la crise économique surtout, la sensibilité aux prix s'est accrue côté demande – une augmentation due notamment à la professionnalisation croissante du secteur immobilier. La crise n'a ainsi pas seulement renforcé la conscience en matière de coûts, mais aussi bouleversé durablement la structure de croissance du marché suisse de l'emploi. C'est dans le domaine des services financiers que cette césure s'est manifestée le plus concrètement. Avec une croissance annuelle de 2200 employés, ce secteur a généré, entre 2004 et 2009, une demande supplémentaire de 30'000 à 40'000 m² de surfaces de bureaux de qualité par an. En raison de la prospérité qui caractérisait cette branche avant la crise, la propension à payer et le souhait de s'établir dans des sites à la fois centraux et prestigieux étaient relativement élevés. Les projets emblématiques comme Uetlihof 2 du Credit Suisse, les nouveaux bureaux de l'UBS sur l'Europaallee ou encore l'installation de la Deutsche Bank Suisse dans la Prime Tower témoignent de cette phase d'expansion passée. Depuis 2009, les prestataires financiers ont diminué progressivement leurs effectifs et tentent à présent de réduire considérablement les coûts de surface par collaborateur. L'expansion en surfaces du secteur financier s'est ainsi convertie en une réduction des surfaces de bureaux de 20'000 m² par an qui s'accompagne d'une utilisation plus efficace des surfaces.

Quand fonctionnalité remplace prestige

Au total, la croissance de l'emploi est restée respectable, même après la récession de 2009, mais s'est avérée bien moins influencée par des branches pouvant remplacer les locataires d'immeubles de premier ordre aux loyers proposés initialement. En 2009 par exemple, la demande en surfaces émanant de prestataires de services informatiques a connu une croissance annuelle d'environ 45'000 m². Mais les immeubles de prestige situés dans les centres ne correspondent pas forcément à leurs préférences. En effet, les collaborateurs de ce secteur sont rarement à leur poste de travail et nécessitent souvent un grand nombre de parkings, raisons pour lesquelles les prestataires de services informatiques privilégient des sites décentralisés, mais plus fonctionnels. Il en va de même pour d'autres secteurs d'activité comme le commerce de gros ou les cabinets d'architectes et d'ingénieurs qui ont repris en partie le rôle de pilier de la croissance après 2009. C'est pour cette raison qu'on les retrouve, dans la [figure 38](#), en dessous de la diagonale qui représente la situation d'une demande inchangée sur ces deux périodes. Pour ces nouveaux moteurs de la croissance, le prestige lié à une adresse représentative est moins important que pour les banques, les cabinets d'expertise comptable ou de conseil aux entreprises, qui ont tous perdu de leur dynamisme depuis le début de la crise financière.

Impulsions de la demande 2015 liées principalement aux secteurs de l'informa- tique, du secteur public et des industries de pointe

En 2015, la situation ne changera pas beaucoup. Nous attendons que les domaines de l'enseignement et de la santé restent les moteurs de l'emploi et génèrent un grand besoin de surfaces. Alors que l'administration publique, le commerce de gros et les cabinets d'architecture devraient perdre de leur dynamisme, les prestataires de services informatiques et le secteur de la recherche et du développement devraient rester à un niveau élevé. La croissance de l'emploi dans l'industrie devrait, pour sa part, subir une diminution compte tenu des défis auxquels les exportations sont actuellement confrontées ([cf. fig. 36](#)). Suite à la tertiarisation persistante et à l'accélération de la mutation structurelle au sein de l'industrie, de nouveaux besoins en surfaces se créent ou disparaissent. Les entreprises industrielles en expansion – du moins dans les technologies de pointe – imposent des exigences très spécifiques à leurs bâtiments en raison de leurs activités de recherche et de développement dans les ateliers et laboratoires.

Exemple de Zoug: pôle de technologies et d'innova- tion

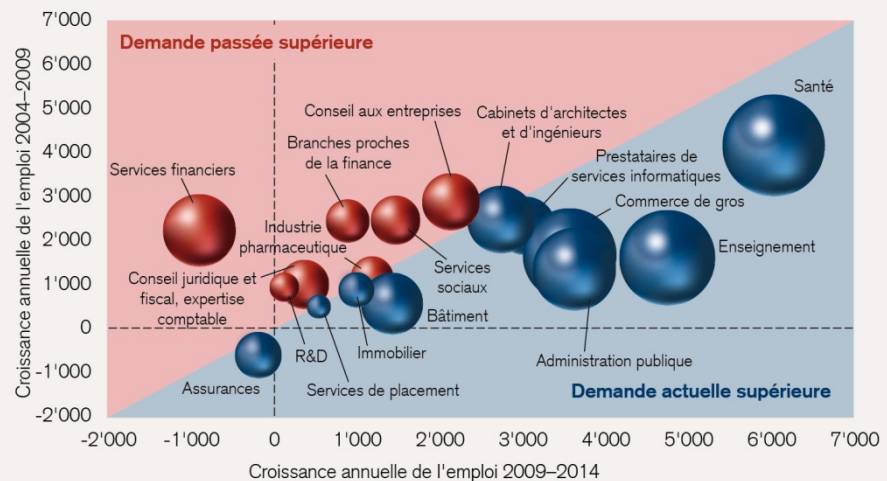
L'évolution des besoins en surfaces émanant des entreprises à forte création de valeur issues des secteurs de l'industrie et du tertiaire peut être, depuis quelques temps, observée à l'exemple du canton de Zoug. Ce canton ne constitue pas uniquement un site important pour le secteur de la finance et des matières premières, il s'est également établi en tant que centre important des techniques médicales. Ces dernières années, des entreprises comme Roche Diagnostics International AG ou Johnson & Johnson se sont ainsi implantées sur de grandes surfaces de services. V-Zug prévoit un pôle de technologies et d'innovation destiné à consolider durablement le site industriel de Zoug et créer un espace supplémentaire pouvant accueillir d'autres entreprises industrielles, start-ups et centres de recherche et de formation. L'entreprise Siemens, elle aussi, compte investir ces prochaines années dans un campus situé en plein cœur de Zoug. Elle prévoit en outre d'une part des surfaces de bureaux et d'autre part un bâtiment de production pour sa division Building Technologies. Les entreprises qui se décident en faveur d'une solution locative malgré les exigences spécifiques imposées aux surfaces louées

doivent impérativement être intégrées suffisamment tôt au processus de planification en leur qualité de locataire. Pour l'investisseur, cela réduit le risque de voir son objet rester vide, même si le taux de vacance augmente au total suite à l'abandon d'autres immeubles. Les projets les plus prometteurs sont actuellement ceux dans lesquels développeurs, investisseurs et futurs locataires travaillent main dans la main.

Figure 38

Structure de la demande en surfaces de bureaux hier et aujourd'hui

Croissance annuelle absolue de l'emploi sur deux périodes; taille du cercle = nombre de salariés en 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Une demande supplémentaire pourrait être générée à court terme par les administrations publiques

Ces dernières années, les différents secteurs des administrations publiques ont généré une hausse de la demande. Compte tenu des efforts accrus entrepris pour faire des économies, le potentiel de demande devrait connaître, à l'avenir, une croissance ralentie, bien que nous attendions une hausse de l'emploi. De nombreuses administrations seraient des locataires idéaux pour les immeubles proposés. En effet, les bureaux fonctionnels situés dans des sites centraux, bien accessibles par les réseaux de transports en commun et garantissant des trajets courts vers les départements voisins et les autres administrations, devraient satisfaire aux exigences de nombreuses administrations. Mais souvent, les pouvoirs publics préfèrent construire eux-mêmes, profitant ainsi de possibilités de financement avantageuses. Dans toute la Suisse, les projets de centres administratifs fleurissent, car les administrations publiques trouvent trop chers les loyers ou parce que les collaborateurs sont trop répartis entre des bureaux hétérogènes. A court terme, un certain potentiel de location persiste, car la réalisation d'immeubles administratifs propres doit suivre un processus politique laborieux, si bien que les surfaces souhaitées devraient être disponibles à moyen terme seulement.

Offre: nombreux projets, mais chances de réalisation faibles

Le zénith de la production est dépassé

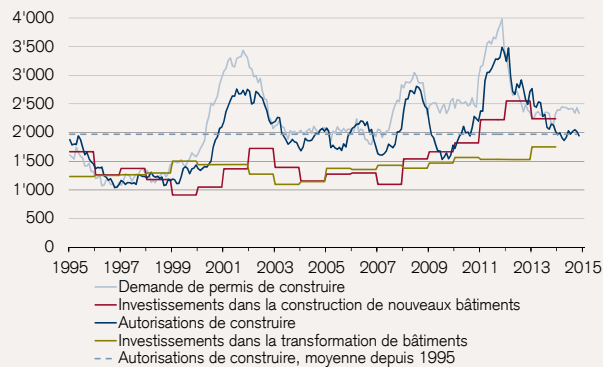
Au vu de la faiblesse persistante de la croissance et de la mutation de la structure de la demande, les nouvelles surfaces onéreuses sont aussi de plus en plus souvent mises sous pression, qu'elles soient déjà érigées ou encore en construction. D'autres objets encore en phase de planification échouent souvent en raison du manque de prélocation et ne sont donc pas réalisés du tout ou seulement ultérieurement. Les incertitudes accrues affectant l'exécution de la planification ont entraîné une réduction du volume des projets autorisés à la moyenne à long terme d'environ 2 mrd CHF. Les intérêts bas empêchent une poursuite de l'affaiblissement. Le volume des demandes d'autorisations de construire se maintient ainsi résolument et clairement au-dessus du seuil des 2 mrd CHF. Du point de vue de la production, on peut dire que le zénith de la construction de surfaces de bureaux est dépassé. Cette perspective est également soutenue par l'évolution des investissements réalisés dans la construction de complexes de bureaux qui était, en 2013, inférieure d'environ 12% à l'année précédente pour les nouveaux bâtiments

(cf. fig. 39). Conformément à cet indicateur, au point culminant du cycle actuel, près de 830 mio. CHF ont été investis de plus qu'en 2002, au point culminant du dernier cycle.

Figure 39

Planification et construction des surfaces de bureaux

Autorisations de construire et demandes de permis de construire: somme mobile sur douze mois; toutes les valeurs en mio. CHF

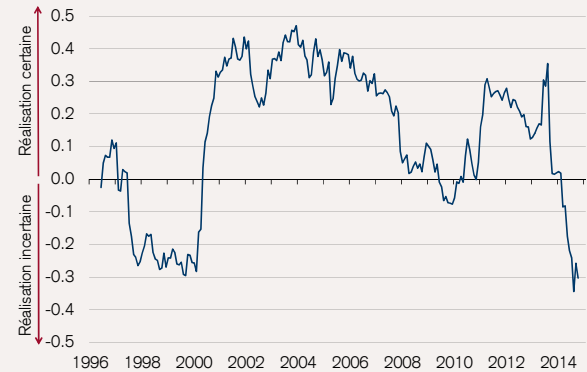


Source: Baublatt, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 40

Sécurité de planification

Estimation sur la base de l'homogénéité de l'évolution des autorisations et demandes de permis de construire; corrélation roulante (30 mois) entre autorisations et demandes



Source: Credit Suisse, Baublatt

Forte hausse des incertitudes en matière de planification

Côté offre, la récente évolution des autorisations de construire et des demandes de permis témoigne de difficultés croissantes, ce qui se manifeste par la forte réduction récente de la corrélation entre les demandes de permis de construire et les autorisations de construire réellement octroyées (cf. fig. 40). Par le passé, les phases de corrélation positive représentaient des périodes marquées par des activités de planification et de construction pratiquement sans obstacle. L'an 2000 s'est caractérisé, par exemple, par un boom des demandes de permis de construire suivi, régulièrement et avec un certain décalage, par les autorisations correspondantes. Cette forte corrélation qui témoigne d'un processus de planification homogène jusqu'à l'autorisation voire l'exécution a aussi été observée pendant le recul de 2002 et les années suivantes plus faibles. C'est le début de la crise financière à l'automne 2008 qui a provoqué l'effondrement du rapport entre les autorisations et les demandes de permis de construire. Compte tenu des perspectives économiques moroses, les investisseurs ont redoublé de prudence et retiré leurs demandes de permis ou adapté leurs projets aux nouvelles circonstances, ce qui rendant nécessaire la remise d'une nouvelle demande. Les volumes totaux des demandes de permis et des autorisations octroyées divergent ainsi largement l'un de l'autre. Aujourd'hui, une évolution très similaire peut être constatée: l'importante corrélation négative actuelle signifie que l'évolution des demandes de permis et des autorisations s'est systématiquement écartée ces 30 derniers mois. Le facteur déterminant pour ce phénomène devrait être moins la situation conjoncturelle que les difficultés de commercialisation dues à une augmentation de la suroffre.

Forte réduction des activités de planification dans les grands centres...

La correction qui affecte actuellement le marché de l'immobilier de bureau ne peut plus être ignorée. Mais tous les marchés et tous les segments ne sont pas touchés de la même manière (cf. aussi page 43), bien que l'extension de la demande motivée par les taux d'intérêt bas et la pénurie de placements soit devenue, ces dernières années, un phénomène plus répandu que la vaste extension enregistrée après le passage de l'an 2000 (cf. fig. 41). La forte expansion des surfaces observée dans les grands centres devrait s'affaiblir, car les autorisations de construire ont récemment baissé à un niveau qui se situe parfois bien en dessous des moyennes à long terme. Il est cependant surprenant de constater la forte expansion attendue dans l'espace urbain (c'est-à-dire en dehors des grands et moyens centres) ainsi qu'en périphérie, où la moyenne à long terme est dépassée de près d'un tiers.

... et renforcement des activités de construction en périphérie

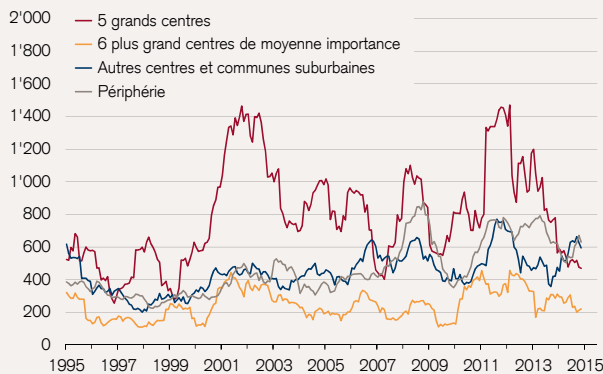
La forte expansion des surfaces attendue en dehors des grands et moyens centres est surprenante, surtout quand on sait qu'elle s'observe depuis des années et qu'aucun signe d'essoufflement n'est décelable. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce phénomène: soit le processus de tertiarisation s'effectue dans un secteur industriel bien moins concentré spatialement et de manière plus dynamique qu'attendu, assurant ainsi l'absorption de ces surfaces de bureaux, soit les surfaces sont créées sous de toutes petites formes, en tant qu'effet secon-

daire de la construction intensive de logements en périphérie. Les consignes de planification prescrivent souvent une part minimale de surfaces commerciales. Les analyses approfondies ont prouvé que la construction intensive d'appartements à la campagne explique une partie des activités de construction renforcées. L'augmentation de la demande en provenance du secteur industriel devrait cependant être le facteur déterminant.

Figure 41

Expansion de l'offre en surfaces de bureaux

Somme mobile des autorisations de construire sur douze mois, en mio. CHF

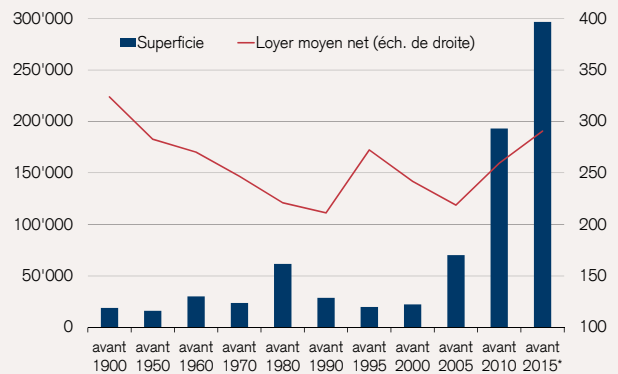


Source: Baublatt, Credit Suisse

Figure 42

Offre en surfaces et loyer net

Par période de construction; seulement les offres ≥ 100 m², 3^e trimestre 2014



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

*ou location initiale

Une multitude de nouvelles surfaces de bureaux disponibles

Les investisseurs doivent, aujourd'hui plus qu'hier, anticiper les préférences sur les bons sites et intégrer dès que possible les locataires afin de pouvoir adapter l'objet à leurs besoins spécifiques. Le nombre de surfaces actuellement annoncées témoigne de l'existence de problèmes de commercialisation. La figure 42 montre la répartition des surfaces proposées en ligne en fonction de différentes périodes de construction ainsi que leur loyer moyen net. Il s'agit d'un échantillon qui englobe toutes les annonces relatives à des immeubles comprenant une surface de bureaux de plus de 100 m² au 3^e trimestre 2014 et pour lesquels une indication de l'année de construction était disponible. 38% des surfaces, mais 16% seulement des annonces concernant cet échantillon, remontent à la dernière période de construction (2010–2015). Avec un loyer moyen net de 290 CHF/m² par an cher en comparaison pour l'ensemble de la Suisse, cette surface totale de 290'000 m² considérée comme nouvelle s'accompagne cependant d'une technique et d'une structure relativement modernes. Leur vente ralentit néanmoins en raison des tendances de saturation qui se dessinent lors de l'optimisation des sites ou des surfaces mises en œuvre par les grandes entreprises. Mais toutes ces surfaces n'ont pas encore été réalisées. Le nombre élevé des surfaces nouvelles est également le résultat des efforts accrus de marketing des projets prêts à être réalisés et qui sont en quête de locataires.

Offre élevée de surfaces existantes construites depuis peu

La commercialisation des surfaces construites entre 2005 et 2010 devrait s'avérer plus difficile. Plus de 190'000 m² de ces surfaces sont actuellement proposés sur le marché au prix relativement élevé de 260 CHF/m² nets. Ce parc devrait également comporter de nombreux objets abandonnés par les locataires initiaux dans la foulée de la nouvelle prise de conscience des coûts. Les objets très anciens ne représentent, du point de vue de la superficie, qu'une faible partie de l'offre. Ceux-ci ne disposent que de petites surfaces et sont relativement chers. Cela s'explique par le fait qu'il s'agit, dans la plupart des cas, de sites attrayants et d'immeubles de bonne qualité. Si ce n'était pas le cas, ils auraient déjà été remplacés depuis longtemps par de nouveaux bâtiments.

Résultat du marché: augmentation persistante du taux de vacance et baisse des loyers

Surcapacité sur le marché de l'immobilier de bureau: 1 mio. m²

En 2015, la planification et la construction réduites des surfaces de bureaux ne pourront pas compenser la hausse du taux de vacance. Lors du recensement partiel, le taux de vacance qui couvre 43% du marché national des surfaces de bureaux a augmenté de 9% par rapport à 2013 pour atteindre 520 000 m² (cf. fig. 43). Le taux de vacance n'a ainsi pas augmenté de manière spectaculaire, mais continue. Cela dit, pour atteindre les plafonds des deux derniers

cycles, une poursuite de la hausse est encore nécessaire. Cependant, on ne doit pas oublier que la dernière hausse du taux de vacance a eu lieu dans le contexte d'une évolution conjoncturelle relativement stable. Entre-temps, les surcapacités de surfaces de bureaux devraient s'élever à près de 1 mio. de m² – tendance à la hausse. L'offre de surface qui atteint aujourd'hui 1.9 mio. m² ainsi que les loyers qui stagnent ou qui ont été majoritairement corrigés dans toute la Suisse depuis 2013 (indice de prix hédoniste) confirment cette impression et laissent présager une hausse des taux de vacance et une baisse persistante des loyers (cf. fig. 44).

Changement de tendance toujours pas en vue

Bien que le nombre d'objets locatifs ait diminué suite à un manque de prélocation, la production de surface reste élevée. Car les entreprises qui font développer de nouvelles surfaces dans le cadre d'un contrat direct libèrent des capacités ailleurs lorsqu'elles déménagent. Cette année, le marché sera donc soumis à une nouvelle correction et ne retrouvera son dynamisme qu'avec l'apparition d'une croissance de la demande plus élevée motivée par des prestataires de services classiques ou la baisse significative des projets de construction. Notamment à Zurich et dans le Glattal, un taux de vacance de base correspondant à celui de 2005 devrait s'établir.

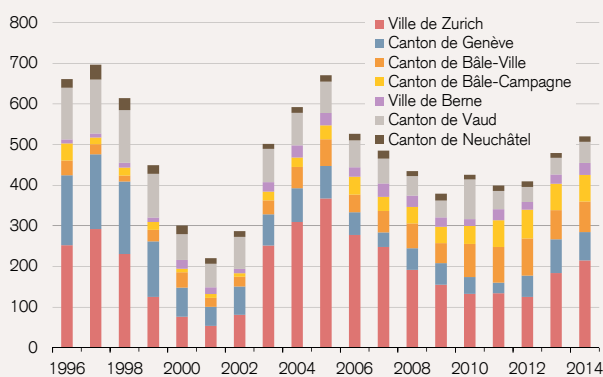
Loyers sous pression

Comme les branches de croissance actuelles du secteur public se concentrent toujours moins sur les grandes agglomérations, le taux de vacance grandissant devrait toucher en premier lieu les grands et moyens centres et affecter, parmi eux, les grands marchés locatifs que sont Zurich et Genève. Ces derniers se caractérisent déjà par des loyers sous pression. Depuis le début de l'année 2013, les loyers sur tous les marchés sont en effet à la baisse. A Zurich, ils ont diminué depuis la mi-2014 de 8%, et à Bâle de 6%. La réduction autour du lac Léman était moins forte, notamment grâce à la situation solide de Lausanne jusqu'il y a peu et à son effet stabilisant. Mais la baisse était aussi faible à Berne, où la vaste expansion des surfaces a pu compter sur l'importante demande émanant du secteur public.

Figure 43

Surfaces de bureaux vacantes

En milliers de m²; recensement partiel: environ 43% du marché suisse

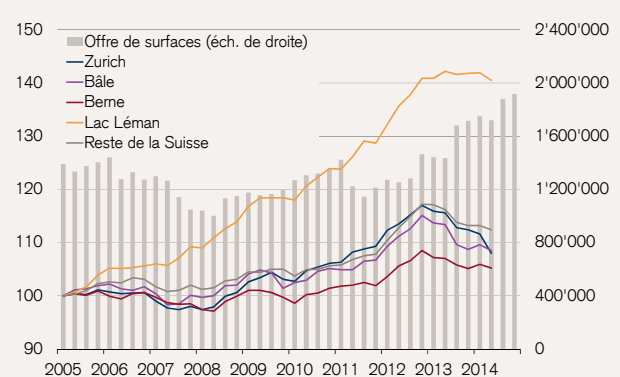


Source: Offices cantonaux de la statistique, Credit Suisse

Figure 44

Offre de surface et évolution du prix

Parc des surfaces annoncées en m²; indice de prix hédoniste: 2005 = 100



Source: Wüest & Partner, Meta-Sys, Credit Suisse

Les nouvelles surfaces sans prélocation garantie sont sous pression

L'évolution du marché des surfaces de bureaux connaît ainsi un revirement qui n'est cependant pas surprenant. Le parc des anciens immeubles n'est plus le seul à faire les frais de l'expansion des surfaces de bureaux combinée à la diminution de la demande. En effet, ce problème affecte de plus en plus les nouvelles surfaces réalisées sans une prélocation certaine. Cette évolution se reflète dans la situation de la demande: la haute conscience des coûts des branches axées sur le marché intérieur et la saturation de l'optimisation des sites et surfaces de la part des grandes entreprises détériorent la situation du marché pour les nouveaux bâtiments chers.

Commercialisation difficile en marge du marché des surfaces de bureaux

Si, ces dernières années, une multitude de nouveaux bâtiments construits dans les agglomérations des grands centres ont attiré de nombreuses entreprises, cette phase semble toucher à sa fin. Les projets de grande envergure actuellement planifiés se font concurrence pour attirer les locataires conscients des prix et disposant ainsi d'un grand pouvoir de négociation. Les entreprises à la recherche d'immeubles fonctionnels caractérisés par un rapport prix/prestations solide – qui devraient constituer la majeure partie de la demande supplémentaire – se voient proposer un parc d'immeubles à la fois bien entretenus et centraux comme alternative à leurs sites actuels. Dans ce contexte, les bailleurs font preuve d'une propension croissante à faire des

concessions. L'augmentation attendue du taux de vacance devrait s'établir dans les bords (du point de vue de la qualité et des prix) du marché des surfaces de bureaux.

Les quinze principaux marchés de surfaces de bureaux en bref

La figure 45 résume les évolutions sur les quinze principaux marchés suisses de l'immobilier de bureau. Au 4^e trimestre 2014, plus de 1.9 mio. m² de surfaces de bureaux faisaient l'objet d'une annonce, soit 14% de plus que l'année précédente. Selon nos estimations, l'ensemble des surfaces de bureaux en Suisse s'élevait en 2012 à 52 mio. m². Le taux d'offre du parc est, avec 3.7%, nettement supérieur à celui de l'année précédente. Mais les disparités régionales sont élevées. Le marché de Zurich, notamment la ville et le Glattal, est très affecté par la hausse persistante de l'offre combinée à la baisse des loyers. Alors que l'offre à Genève ne devrait plus être loin de son zénith cyclique, les loyers devraient y rester sous pression. Dans de nombreux centres moyens comme Saint-Gall/Rorschach, Aarau, Zoug (Lorzenebene/Ennetsee), Winterthur, Baden et Neuchâtel, les marchés sont, pour leur part, relativement stables. Dans l'ensemble, l'offre devrait vraisemblablement continuer d'augmenter en 2015. En raison de la part importante des surfaces chères et de grande envergure annoncées sur les portails en ligne, le niveau des loyers enregistré dans l'échantillon devrait être actuellement surestimé.

Figure 45

Les quinze principaux marchés de surfaces de bureaux en bref

Parc de surfaces (sans premières locations) en m², au 4^e trimestre 2014; loyers moyens (bruts) 2014, pondérés en fonction de la surface en CHF/m² et par an; tendances 2015

Marché de l'immobilier de bureau	Parc de surfaces de bureaux	Surface proposée*	Taux de l'offre*	Tendance de l'offre	Loyer moyen*	Tendance des loyers
Zurich	7'659'000	497'000	6.5%	↗	353	↘
Genève	4'022'000	339'000	8.4%	→	461	↘
Berne	3'455'000	83'000	2.4%	↗	238	→
Bâle	3'153'000	76'000	2.4%	↗	279	→
Lausanne	2'481'000	164'000	6.6%	↗	291	↘
Régions économiques						
Lucerne	1'546'000	38'000	2.5%	↗	213	
Saint-Gall/Rorschach	1'385'000	17'000	1.2%	→	217	
Aarau	1'318'000	22'000	1.6%	↗	167	
Lorzenebene/Ennetsee	1'206'000	44'000	3.6%	→	258	
Lugano	1'226'000	64'000	5.2%	↗	258	
Winterthur-Ville	729'000	28'000	3.9%	↘	206	
Baden	699'000	13'000	1.9%	↗	217	
Neuchâtel	613'000	11'000	1.8%	↘	273	
La Sarine	704'000	30'000	4.2%	→	217	
Olten/Gösgen/Gäu	574'000	17'000	3.0%	↘	169	
Suisse	51'907'000	1'916'000	3.7%	↗	324	↘

* Objets existants seulement

Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Les cinq principaux marchés de surfaces de bureaux en détail

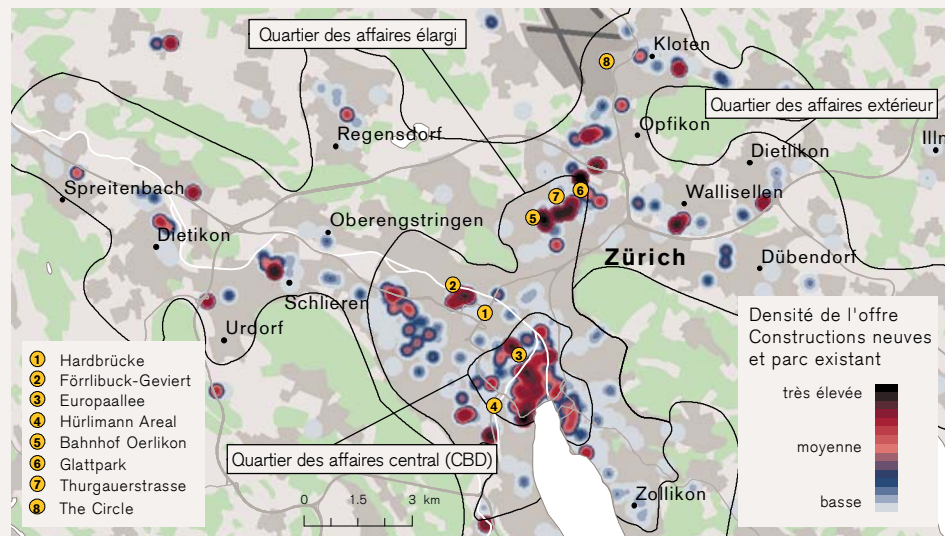
Les marchés de l'immobilier de bureau de Zurich, Genève, Berne, Bâle et Lausanne réunissent 40% de l'ensemble des surfaces de bureaux de Suisse. Ceux-ci présentent donc un intérêt du point de vue de leur évolution générale, et tout particulièrement du point de vue des délocalisations observées sur ces différents marchés d'immobilier de bureau ou entre les différents quartiers des affaires. Ce type de changement permet de tirer des enseignements sur les tendances et évolutions pour l'ensemble du territoire.

Zurich

Figure 46

Densité de l'offre en surfaces de bureaux

Surfaces de bureaux proposées en m² par hectare, au 3^e trimestre 2014



Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de la topographie, Credit Suisse

Offre de surfaces exceptionnellement élevée

Le marché de Zurich est submergé par une offre très hétérogène en surfaces de bureaux pré-existantes de près de 500'000 m². S'y ajoutent environ 200'000 m² en location initiale, dont tous ne sont pas encore réalisés. 32% de toutes les annonces relatives aux surfaces de bureaux récentes construites en Suisse et 28% de toutes les annonces se réfèrent au marché de Zurich qui représente environ 15% du parc de l'immobilier de bureau. Nous estimons ainsi le taux d'offre de la zone urbaine, locations initiales comprises, à 7.2% et, si nous nous limitons au parc d'immeubles préexistant, à 5.1%. Sur les 144'000 m² de surfaces annoncées dans le Central Business District (CBD), les statistiques de la ville de Zurich signalent, en juin 2014, une surface vacante de 96'000 m². L'offre en surfaces concernant le parc existant est principalement ancienne. En moyenne, les annonces relatives aux surfaces du parc existant se réfèrent ainsi à des bâtiments érigés en 1970. Mesurés à la densité de l'offre, les problèmes de commercialisation sont particulièrement grands dans le CBD situé au sud de la gare centrale, entre la Limmat et la Sihl, jusqu'à Zurich Sud. En règle générale, l'offre en surfaces dans ce périmètre est fractionnée, à l'exception des offres pouvant atteindre une superficie de 10'000 m² situées sur des sites parfois très représentatifs comme la Bahnhofstrasse ou le Bleicherweg.

Chances intactes pour les surfaces CBD

Le problème des parcs de surfaces anciennes et fractionnées se trouvant dans le centre ville est que leurs sites de premier plan ne sont pas en phase avec la mauvaise qualité découlant du vieillissement de l'objet. Les loyers élevés sont influencés par le sol cher, mais l'offre en surfaces ne reflète pas de manière adéquate les prix élevés. Dans la plupart des cas, des interventions structurelles pourraient résoudre le problème, mais de tels investissements nécessitent un certain courage. Si les fonds nécessaires ne sont pas investis, une location n'est plus possible qu'avec réduction des loyers et dépréciation correspondante des surfaces. Après plusieurs corrections, une phase de réserve et des interventions structurelles, les surfaces du CBD trouveront cependant de nouveaux locataires, car dans la majorité des cas, leur site est convaincant. Les surfaces de bureaux situées à Zurich Ouest sont elles aussi très prisées. Notamment aux alentours du Hardbrücke, aucune surface locative n'était récemment proposée à la location. Mais vers l'ouest aussi, l'offre a ses limites. Les différentes offres se concentrent uniquement dans le quartier de la Förlibuckstrasse. Compte tenu de la forte croissance des surfaces de bureaux ces dernières années, la faible offre enregistrée à Zurich Ouest est considérable. Les surfaces autour de la gare centrale sont également très recherchées: cinq ans avant son achèvement, l'Europaallee est déjà entièrement louée. Pour les derniers 50'000 m² libres, mais pas encore réalisés, Google a pu être acquis comme unique locataire. L'importance pour le site de Zurich de cette décision émanant de l'entreprise la plus florissante qui soit peut difficilement être surestimée. Google souhaite utiliser l'espace pour sa croissance future. Selon les médias, un abandon du Hürlimann Areal n'est pas prévu.

Suroffre considérable entre Oerlikon et l'aéroport

La situation dans le nord de Zurich est quelque peu différente. Le nombre de surfaces annoncées entre la gare d'Oerlikon et l'aéroport est inférieur à celui du CBD. Ces surfaces, d'entre 4000 et 50'000 m², sont cependant beaucoup plus grandes et destinées à la location initiale, p. ex. les deux nouvelles tours érigées près de la gare d'Oerlikon, la rénovation d'envergure sur la Thurgauerstrasse et les surfaces encore non réalisées dans le Glattpark, une zone en plein essor. En raison de la situation avantageuse des sites à proximité du centre ville, les surfaces vacantes se concentreront, à moyen terme et après une phase de correction, en marge du quartier des affaires élargi et au-delà. Les nouvelles surfaces devraient en outre être plus fortement touchées. Même le grand projet baptisé «The Circle» dont la réalisation a été décidée a des difficultés à trouver des locataires pour ses vastes surfaces de bureaux. L'opérateur aéroportuaire Flughafen Zürich AG est devenu locataire d'une partie des surfaces. Mais des roques de ce type n'aideront pas à résoudre le problème de la suroffre croissante dans la région.

Croissance surestimée de l'emploi

La suroffre croissante est conditionnée par l'effet des taux d'intérêt bas et par trois facteurs principaux: premièrement, le potentiel de croissance de l'emploi a été surestimé après la récession de 2009. Les 700'000 m² de surfaces de bureaux annoncées suffiraient, dans le cas d'une croissance stable, pour accueillir la croissance complète de l'emploi du canton des quatre prochaines années, sachant que tous les employés ne nécessitent pas un poste de travail dans un bureau. Dans la période dynamique de 2004 à 2008, l'emploi dans le secteur tertiaire de l'agglomération zurichoise a enregistré une croissance moyenne de 2.1% par an. Parmi les moteurs de cette croissance figuraient notamment l'industrie financière installée dans la ville ainsi que les branches associées telles que le conseil juridique, fiscal et d'entreprise. Entre 2009 et 2014, cette croissance a ensuite ralenti pour atteindre 1.1%. Deuxièmement, les branches orientées vers le marché domestique comme les secteurs de la santé, de l'enseignement, de l'administration publique, de la construction, de l'immobilier et de la planification sont les principaux moteurs de la croissance depuis la crise financière. Ces branches ne disposent toutefois pas des mêmes besoins en surfaces. La croissance ralentie a tout de même pu empêcher l'augmentation de la suroffre. Troisièmement, les optimisations de sites et surfaces demeurent des motifs importants pour le déménagement des grandes entreprises. Malheureusement, de nombreux prestataires de services d'envergure ont déjà achevé ce processus d'optimisation.

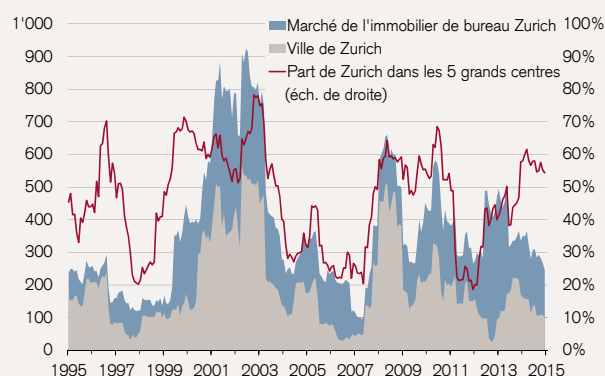
Poursuite de la hausse du taux de vacance ces deux prochaines années

Compte tenu de ces évolutions, la planification de nouvelles surfaces reste trop élevée. Si le nombre de permis de construire octroyés à Zurich pour de nouvelles surfaces de bureaux est retombé sur une base absolue, Zurich concentre aujourd'hui encore 55% de la planification de surfaces de bureaux dans tous les grands centres (cf. fig. 47). Dans ce contexte, le nord de Zurich notamment est en passe de devenir un point de convergence pour les surfaces de bureaux vacantes. Le nombre de surfaces locatives annoncées l'an dernier a augmenté brusquement à quelque 500'000 m² (cf. fig. 48). L'augmentation s'est avérée particulièrement forte dans le quartier des affaires élargi. Le niveau atteint dépasse l'offre de surface de l'année 2006, lorsque le taux de vacance du marché de Zurich venait juste de dépasser le zénith du dernier cycle de surfaces de bureaux. On peut donc en déduire que les surfaces vacantes continueront d'augmenter sur fond d'offre importante et que les loyers resteront sous pression.

Figure 47

Bureaux: volume de construction autorisé

En mio. CHF (éch. de gauche); part dans les 5 grands centres (éch. de droite)

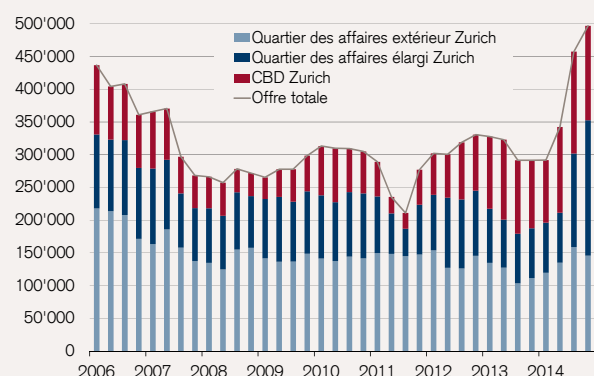


Source: Baublatt, Credit Suisse

Figure 48

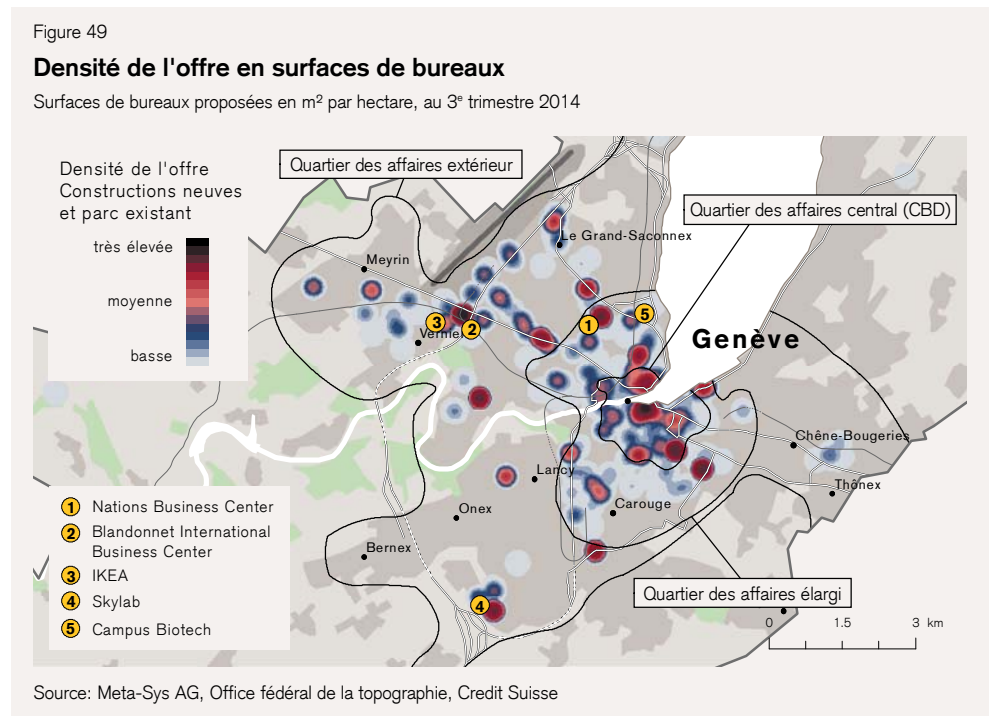
Evolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces existantes proposées par trimestre en m²



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Genève



Densité maximale de l'offre sur le marché de Genève – annonces concernant presque uniquement des surfaces existantes

A l'instar de celui de Zurich, le marché de l'immobilier de bureau de Genève souffre d'une offre en surfaces élevée. Bien que le nombre de surfaces annoncées soit resté pendant des années à un niveau relativement bas, il a doublé brusquement au cours de l'année 2013. L'an dernier, les surfaces annoncées ont continué leur hausse, mais moins rapidement qu'auparavant (cf. fig. 51). Le taux d'offre dans le canton de Genève s'élève à près de 8.4% du parc de surfaces existantes. A Genève, l'offre annoncée se concentre essentiellement sur le Central Business District (CBD), où l'offre en surfaces est plus importante que dans n'importe quel autre grand marché d'immobilier de bureau (cf. carte). Le marché genevois est plus caractérisé par la disponibilité de petites surfaces que celui de Zurich. La structure fractionnée concerne avant tout le CBD et le quartier des affaires élargi. Sur les 229 annonces relatives au CBD, la moitié des surfaces sont inférieures à 180 m², relativement vieilles et chères. Le loyer moyen net des 115 surfaces les plus petites s'élève à 544 CHF/m² et par an, celui des 114 surfaces les plus grandes à 485 CHF/m² et par an. Les loyers les plus chers dépassent les valeurs nettes de 900 CHF/m² et par an pour de très petites superficies de 70 à 110 m². Les faibles activités de construction des dernières années se font en outre nettement ressentir dans l'offre. En effet, seuls 25'000 m² sont annoncés à la location initiale, contre 339'000 m² du parc existant.

Demande genevoise actuellement marquée par l'industrie des sciences de la vie et de pointe

Avec six objets annoncés d'une superficie comprise entre 6000 et 12'000 m², des exceptions à cette offre essentiellement fractionnée existent en dehors du CBD. De fait, seule l'une d'entre elle se réfère au quartier des affaires élargi. Il s'agit du Nations Business Center, un centre entièrement rénové en 2013 situé au cœur du quartier genevois des Nations-Unies. Comme le CBD, le quartier des affaires élargi est également dominé par une multitude de surfaces plutôt petites. En dehors du CBD et du quartier des affaires élargi, les surfaces annoncées se concentrent fortement sur la zone de l'aéroport qui abrite entre autres de vastes surfaces à louer, p. ex. dans le Blandonnet International Business Center et le complexe IKEA. D'autres objets de grande taille sont répartis dans le reste du quartier des affaires extérieur. Parmi des surfaces standard, pour lesquelles la demande fait défaut depuis longtemps à Genève, se cache l'offre de niche du projet Skylab, un centre d'affaires haute technologie situé au cœur de l'industrie horlogère de Plan-les-Ouates à proximité de l'échangeur autoroutier de l'A1, au sud-ouest de Genève. Ces surfaces devraient être disponibles dès 2015. Au vu des changements survenant dans la structure de la demande (cf. pages 38/39), cette offre devrait être bien accueillie en raison de son intégration dans un pôle d'entreprises haute technologie. Deuxième projet remarquable, le Campus Biotech implanté dans l'ancien bâtiment de Merck Serono à Genève Sécheron. Les laboratoires et bureaux pouvant accueillir 1200 personnes ont été reconvertis en centre de recherche pour l'Université de Genève et l'EPFL. Un tiers des capacités est déjà oc-

cupé et le taux d'occupation continue d'augmenter grâce à l'implantation de la partie de l'EPFL responsable du projet phare de recherche européenne baptisé «Human Brain Project» (en français «Projet du cerveau humain»). Ce projet supporté par un consortium privé-public reflète à merveille la complexité de la demande en surfaces de services appelées à offrir simultanément des conditions optimales pour la formation, la recherche et le développement et à permettre la commercialisation de produits médicaux. Représenté par l'organisation faîtière BioAlps, le pôle des sciences de la vie qui a valu le nom de «Health Valley» à la partie de la Suisse romande située entre Viège et Genève, continue sa croissance. Comme elle est fractionnée, vieillie et chère de par sa situation géographique, l'offre en surfaces de bureaux de Genève ne propose à de telles entreprises que peu de surfaces adéquates.

La combinaison défavorable des incertitudes relatives au site économique limite la demande en surfaces de bureaux classiques

Contrairement au besoin croissant en surfaces du cluster des sciences de la vie, les surfaces de bureaux présentant un concept classique et destinées aux quartiers généraux de grands groupes, de banques, d'assurances et de prestataires de services souffrent de l'effet combiné de facteurs négatifs. La pression internationale sur le secret bancaire et les privilèges fiscaux octroyés en Suisse aux multinationales a entraîné un changement structurel profond du secteur bancaire et a également fait naître des incertitudes au sein des holdings internationales. C'est pour cette raison que la demande en surfaces de bureaux de prestige a ralenti à Genève. La vigueur du franc, la pénurie de logements et les incertitudes supplémentaires découlant d'une multitude d'initiatives ont également contribué à cet état de fait. La troisième réforme de l'imposition des entreprises (RIE III) est un facteur limitant la demande à prendre très au sérieux, notamment à Genève. La réforme du système fiscal s'avère particulièrement difficile pour la cité de Calvin: en effet, une grande partie des recettes provient de l'imposition des entreprises, et l'imposition régulière des entreprises ne se trouve aujourd'hui plus à un niveau compétitif sur le plan international. Pour empêcher la délocalisation, le canton prévoit une forte diminution des taux d'imposition ordinaires des bénéficiaires, ce qui provoquera des pertes fiscales considérables.

A Genève, l'offre en surfaces de bureaux devrait avoir (bientôt) dépassé son zénith

La faiblesse de la demande et les incertitudes liées aux sites sont des phénomènes bien connus à Genève qui ont lentement évolué dans le sillage de la crise financière et se manifestent par une augmentation progressive de l'offre. Comme le nombre de nouvelles surfaces planifiées est faible depuis longtemps, l'offre en surfaces annoncées devrait se stabiliser à moyen terme. Actuellement, le volume des surfaces de bureaux pour lesquelles un permis de construire a été établi ces douze derniers mois est passé, avec seulement 35 mio. CHF, bien en dessous des investissements moyens à long terme (cf. fig. 50). Le timide recul du taux de vacance, qui est passé en 2014 de 1.9% à 1.6% du parc de surfaces, constitue une première lueur d'espoir. Compte tenu de l'offre importante en surfaces, nous attendons à court terme une nouvelle hausse du taux de vacance, car la réduction de l'offre en surfaces devrait prendre du temps. Tant que la manière dont Genève appliquera la RIE III n'est pas claire, les multinationales continueront d'ajourner leurs projets d'implantation.

Figure 50

Bureaux: volume de construction autorisé

En mio. CHF (éch. de gauche); part dans les 5 grands centres (éch. de droite)

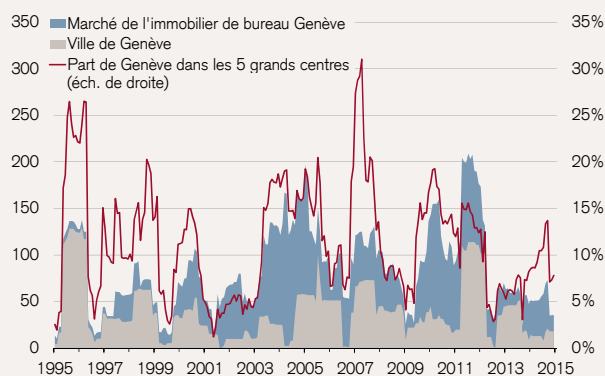
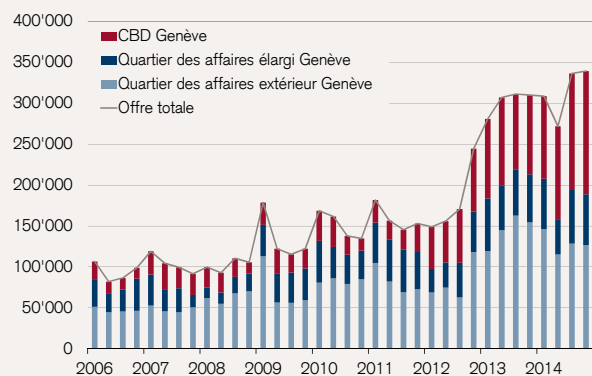


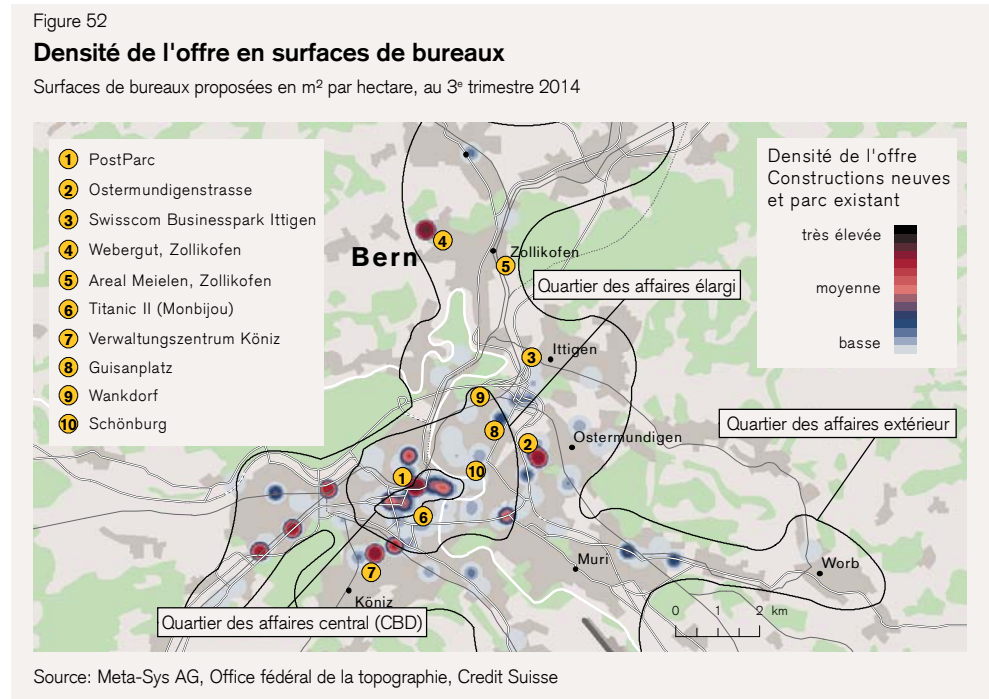
Figure 51

Evolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces existantes proposées par trimestre en m²



Berne



Réduction des grandes surfaces proposées

Le marché de l'immobilier de bureau bernois reste équilibré, malgré une forte expansion de l'offre. L'offre en surfaces annoncées du parc existant de quelque 83'000 m² est marquée par des petites superficies situées en centre ville et le long des axes principaux dans les quartiers des affaires élargi et extérieur. Malgré les fortes activités de construction des dernières années comprenant des projets d'envergure s'étendant sur tous les quartiers des affaires, peu de grandes surfaces sont proposées en marge des nombreuses petites superficies marquées par une fluctuation naturelle. Dans le PostParc, un centre situé au cœur de Berne, à proximité de la gare, la moitié des bureaux a pu être louée à Ernst & Young et à la Haute école spécialisée en économie et informatique (IFA) avant même l'achèvement du projet prévu fin 2015. En raison de la taille du projet, environ 10'000 m² restent encore à louer. Un autre point fort de l'offre se trouve à Ostermundigenstrasse, un site juste en dehors du quartier des affaires élargi. C'est de là que Swisscom a transféré ses collaborateurs en 2014 vers le nouveau parc des affaires d'Ittigen. Les surfaces libres d'environ 31'000 m² sont actuellement commercialisées sous le label «Businesspark Bern» mais ne sont pas proposées sur les portails en ligne. C'est notamment pour cette raison que l'offre en surfaces est sous-estimée. A l'ouest de Berne, dans la région de Bümpliz ainsi que, récemment, à Zollikofen dans la région de Webergut où le Tribunal administratif fédéral avait son siège avant de déménager à Saint-Gall, de grandes surfaces sont annoncées depuis longtemps.

La forte croissance de l'administration absorbe de nombreuses surfaces

Des surfaces qui se libèrent apparaissent à bien des endroits, ce qui a récemment fait augmenter le taux de l'offre (cf. fig. 54). Dans les années à venir, c'est notamment le parc immobilier existant situé dans le centre qui connaîtra une nouvelle expansion de l'offre. Après la Poste, Postfinance, les CFF et Swisscom, la Confédération met aussi progressivement en œuvre la réorganisation durable de l'administration fédérale. La longue liste des nouveaux sites administratifs prévus commence à se concrétiser. Comme de nombreux immeubles sont construits sur la base de motifs de croissance, chaque déménagement n'induit pas forcément ailleurs des appels d'offres ou une augmentation du taux de vacance. C'est ainsi qu'à la fin 2013, 700 postes de travail ont été créés à l'Office fédéral de l'informatique et des télécommunications (OFIT) sur l'Areal Meielen à Zollikofen. Le siège principal de l'OFIT reste cependant le bâtiment représentatif appelé Titanic II situé dans le quartier bernois de Monbijou. D'autres délocalisations de postes de travail feront vraisemblablement augmenter l'offre dans le CBD. A l'automne, l'Office fédéral de la santé publique devrait par exemple quitter le centre pour s'installer dans son nouveau centre à Köniz, où une surface capable d'accueillir 720 postes de travail supplémentaires a été créée. D'ici 2025, d'autres centres administratifs seront construits à Köniz, Ittigen et à Guisanplatz pour 7000 à 8000 postes de travail. Mais même si, dans l'intervalle, l'offre en surfaces devrait continuer à augmenter suite à de grands déménagements, le risque

d'une suroffre importante n'est cependant pas probable, à condition bien sûr que la planification d'objets de rapport supplémentaires soit limitée. Si la croissance de l'emploi reste pratiquement aussi dynamique que ces quatre dernières années, l'administration installée à Berne aura besoin de cet espace supplémentaire. En effet, entre 2008 et 2012, le nombre des employés administratifs dans la région économique de Berne a augmenté de 3.9% par an. Si cette croissance persiste, les surfaces supplémentaires planifiées jusqu'en 2025 suffiront tout juste à satisfaire la demande liée à la croissance de l'emploi.

Les organismes de formation sont également sur la voie de l'expansion

Les CFF possèdent pour Berne une planification qui s'inscrit également sur le long terme. En août 2014, le nouveau siège social de Wankdorf City d'une capacité de 1800 collaborateurs a été inauguré. Mais ici aussi, le nombre de surfaces libérées reste limité. Le canton a acheté deux grands immeubles aux CFF afin de les convertir en surfaces universitaires dans le quartier de Länggasse. Car l'université connaît, elle aussi, une forte croissance et nécessite donc aussi de plus en plus d'espace. Elle achète donc avidement des surfaces libérées dans ce quartier. Avec 17'000 m², l'ancien siège des CFF de la Mittelstrasse est un bâtiment polyvalent qui sera mis à la disposition de plusieurs facultés. Sur le marché bernois, comme dans les quatre autres grands centres, la demande émanant des organismes de formation joue un rôle déterminant pour l'occupation des surfaces de bureaux. Pour les CFF, la prochaine étape consiste à développer, également à Wankdorf (section 6), un site informatique concentré qui pourra abriter, lui aussi, jusqu'à 1800 collaborateurs. Ce projet pourrait être achevé entre 2018 et 2020. A partir de 2016, les autres locataires de Wankdorf City seront Losinger Marazzi, la caisse-maladie CPT dans le projet Twist Again et la Poste, qui investira son nouveau siège social de 34'000 m² dans le cadre du Projet Majowa. Dans ce cas de figure, des surfaces vont aussi être libérées. L'avenir du siège social précédent, le Schönburg, est aujourd'hui encore incertain.

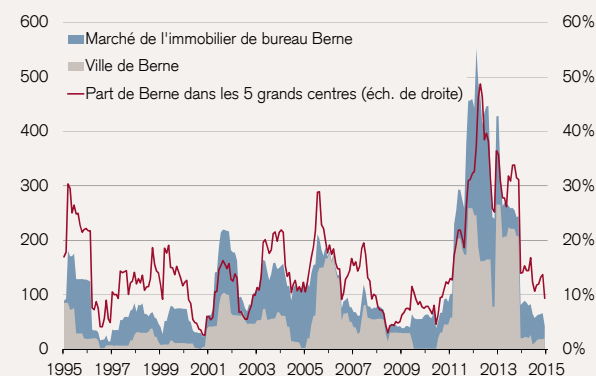
La croissance de l'offre en surfaces ne peut actuellement être freinée – stabilisation à moyen terme

Dans l'ensemble, la tendance devrait évoluer vers une croissance de l'offre en surfaces de bureaux à Berne. Alors que jusqu'à présent, l'offre a augmenté principalement dans le quartier des affaires extérieur (en raison notamment de l'abandon du site d'Ostermundigen par Swisscom), les délocalisations des administrations fédérales assurent également une augmentation dans le CBD. Trois raisons contredisent cependant la probabilité d'une suroffre préoccupante à Berne. Premièrement: après la vague d'expansion, la planification à Wankdorf évolue très lentement. Le nombre de surfaces de bureaux ayant reçu un permis de construire au cours des douze derniers mois correspond, avec 66 mio. CHF, à moins de la moitié de la moyenne à long terme (cf. fig. 53). Deuxièmement: nous pouvons partir du principe que la croissance importante enregistrée dans l'administration publique, les entreprises proches de l'état et le secteur de l'enseignement devrait se poursuivre à Berne, même si un léger affaissement de la dynamique devrait se faire ressentir. L'administration devrait donc procéder avec retenue au moment de quitter des sites centraux et de bonne qualité. Et troisièmement, même si l'offre en surfaces annoncées n'englobe actuellement pas toutes les surfaces disponibles sur le marché, masquant ainsi une partie de la situation, la part des surfaces annoncées se trouve cependant bien en dessous du niveau national de 3.7%.

Figure 53

Bureaux: volume de construction autorisé

En mio. CHF (éch. de gauche); part dans les 5 grands centres (éch. de droite)

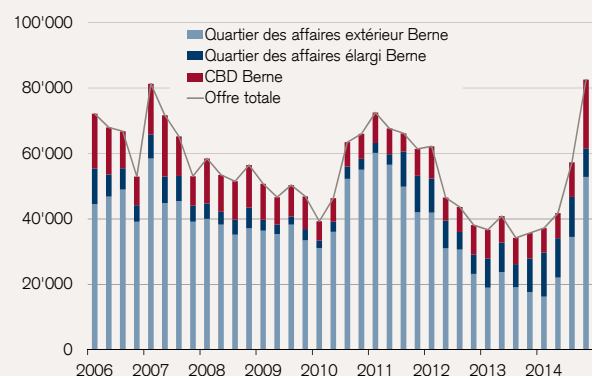


Source: Baublatt, Credit Suisse

Figure 54

Evolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces existantes proposées par trimestre en m²

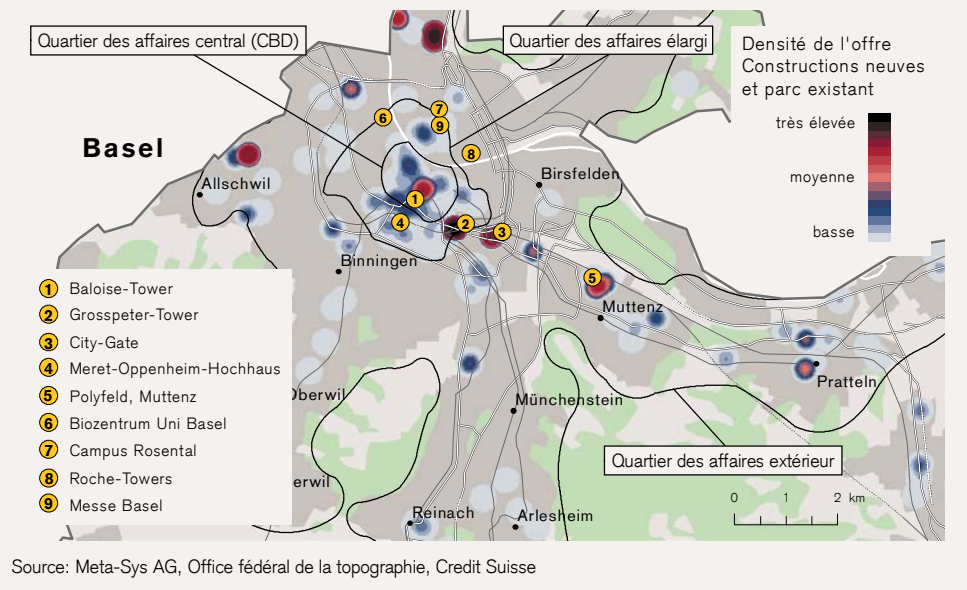


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Bâle

Figure 55

Densité de l'offre en surfaces de bureaux

Surfaces de bureaux proposées en m² par hectare, au 3^e trimestre 2014

Offre en surfaces existantes relativement faible

A Bâle et dans ses environs, différents projets de tours de bureaux courtisent les locataires potentiels. La commercialisation de tels objets est cependant un travail de longue haleine, même si l'offre en surfaces annoncées est relativement timide avec un parc de 76'000 m² et ne connaît aucun centre à proprement parler (cf. carte). Seuls 4.0% de l'offre suisse en surfaces de bureaux existantes annoncées se réfèrent au marché bâlois, alors que celui-ci englobe environ 6% de toutes les surfaces de bureaux disponibles en Suisse. L'offre annoncée est ainsi très fortement fractionnée. La taille moyenne des surfaces disponibles dans les trois quartiers des affaires oscille entre 150 et 220 m². Les surfaces vastes et neuves sont une exception, surtout dans le Central Business District (CBD), où le projet immobilier de la Bâloise se concrétise: sur le site près de la gare où se dresse aujourd'hui le Hilton, trois bâtiments et un parc vont ainsi être érigés. Fin 2019, la Bâloise investira son nouveau siège social avec quelque 700 collaborateurs. Les autres surfaces d'une capacité de 1300 employés supplémentaires seront louées à des tiers. Non loin de là, l'une des plus grandes offres en surface est annoncée avec actuellement 12'000 m²: la Grosspeter Tower. Cette tour de bureaux, tout comme sa consœur la City Gate située plus à l'ouest, sont achevées et n'attendent plus que des locataires. Le Meret Oppenheim Hochhaus – MOH – au sud de la gare CFF a eu plus de succès: après son achèvement fin 2018, cette tour de 81 mètres de haut conçue par Herzog & Meuron accueillera la division culturelle de la SRF qui abandonne son site actuel de Bruderholz.

Enseignement et sciences de la vie désormais moteurs principaux de la demande

Les offres d'envergure, à l'exception d'une surface plus ancienne située à Aesch, s'adressent principalement à des locataires issus des secteurs de l'enseignement et des sciences de la vie. Des surfaces de bureaux étaient par exemple proposées dans le Rennbahncenter au 3^e trimestre. C'est le premier projet réalisé à l'intérieur du périmètre défini par le masterplan Polyfeld Muttenz, dans le cadre duquel différentes utilisations seront développées à proximité de la gare, créant un «site de savoir, d'habitation, de travail et de rencontre». C'est ainsi que sera érigé le campus de Muttenz avec un nouveau bâtiment pour la Haute école spécialisée du Nord-Ouest de la Suisse (FHNW). Ce projet, d'une valeur de 300 mio. CHF, accueillera d'ici 2019 3700 étudiants et 680 collaborateurs. Le secteur des sciences de la vie conserve son rang incontesté de premier investisseur compte tenu du volume des investissements structurels réalisés dans la région de Bâle. Avec la construction du «Biozentrum» de l'université, le nouveau campus Rosental et, avant tout, avec l'annonce faite par Hoffmann La Roche AG de sa volonté de construire une nouvelle tour, le secteur investira fortement, au cours des années à venir, dans les surfaces de ce pôle d'activité. Roche a l'intention d'investir, dans les dix prochaines années, 3 mrd CHF dans la construction d'un nouveau centre de recherche et développement, dans un complexe de bureaux pouvant accueillir jusqu'à 1700 collaborateurs, dans le renouvel-

lement de son infrastructure ainsi que dans la rénovation de son bâtiment administratif historique. Le complexe de bureaux, d'une hauteur de 205 mètres, sera disponible dès 2021.

Roche investit fortement à Bâle

La volonté affichée de Roche de se maintenir sur le site de Bâle est également une bonne nouvelle pour le marché de l'immobilier de bureau. Même si les collaborateurs se concentrent sur des sites propres à l'entreprise, la présence durable des deux grands groupes de sciences de la vie attire d'autres sociétés et prestataires de services désireux de profiter des avantages de ce pôle. Les craintes que la construction de la première Roche Tower ne provoque une suroffre sur le marché bâlois de l'immobilier de bureau ne se confirmeront pas. De fait, la Roche Tower qui sera achevée cette année ne suffira pas à concentrer tous les collaborateurs sur un site. La croissance de l'entreprise semble en effet avoir dépassé l'expansion des surfaces. C'est pour cette raison que même après l'achèvement de la tour baptisée «Bau 1», 3000 collaborateurs continueront de travailler dans plusieurs objets loués répartis dans toute la ville. Motivée par ces perspectives, la Foire de Bâle a présenté son projet de construction d'une nouvelle tour comportant 16'000 m² de surfaces de bureaux sur le site de son parking qui se trouve actuellement dans un état de dégradation. Cette tour renverra aux Roche Towers.

Grand potentiel de surface par les développements de zones industrielles

Autre facteur caractéristique du marché bâlois de l'immobilier de bureau, le passé industriel et logistique de la région confère au marché une disponibilité élevée en zones industrielles. Avec la zone d'Erlenmatt, la zone de Dreispitz et la zone portuaire, de vastes potentiels de surface sont disponibles à moyen et court terme. Le canton de Bâle-Campagne prévoit de développer de vastes zones industrielles pour les convertir en surfaces d'implantation attrayantes pour de nouvelles entreprises. L'objectif est d'augmenter nettement le substrat fiscal dans le cadre d'une «offensive économique» en favorisant les implantations d'entreprises et la croissance. A la base, 37 zones industrielles ont été identifiées dans le canton, dont quatre ont été qualifiées d'importantes du point de vue stratégique. Dans la seule zone de Salina Raurica entre Pratteln, Augst, l'A2 et le Rhin, 50 hectares devraient être disponibles. Une surface susceptible d'accueillir des appartements, mais aussi 4000 à 9000 postes de travail. Ce projet à lui seul représenterait 3.5% à 8.0% des emplois dans le canton de Bâle-Campagne. S'ajoutent plusieurs zones industrielles dans le district de Liestal, sur l'axe de l'Ergolz entre Muttenz et Sissach, dans la zone industrielle ABB à Münchenstein et Arlesheim et la zone industrielle Dreispitz du côté de Münchenstein.

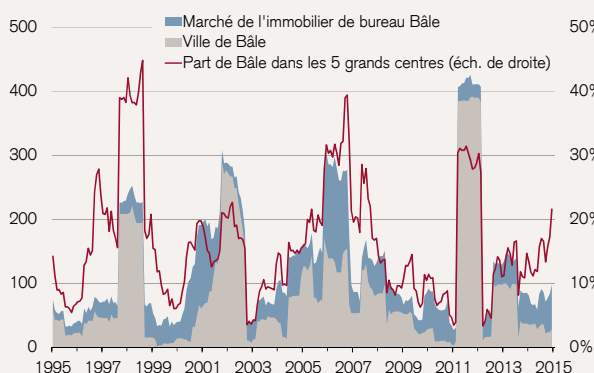
Risque de suroffre écarté pour l'instant

En dehors des centres de formation et des sciences de la vie, la commercialisation des surfaces s'avère plus laborieuse. La branche des assurances est porteuse d'un certain espoir en la matière. La Bâloise n'est en effet pas la seule assurance à planifier de nouveaux bâtiments, car Helvetia fait de même. Malgré la Roche Tower et la phase de taux d'intérêt bas, l'expansion des surfaces mesurée aux investissements autorisés n'a pas dépassé en moyenne ces dernières années la moyenne à long terme et est même, avec actuellement 83 mio. CHF, inférieure de plus d'un tiers (cf. fig. 56). Cela a stabilisé le marché et l'a protégé contre les effets d'une suroffre. Le marché de Bâle se distingue ainsi fortement de la plupart des autres marchés.

Figure 56

Bureaux: volume de construction autorisé

En mio. CHF (éch. de gauche); part dans les 5 grands centres (éch. de droite)

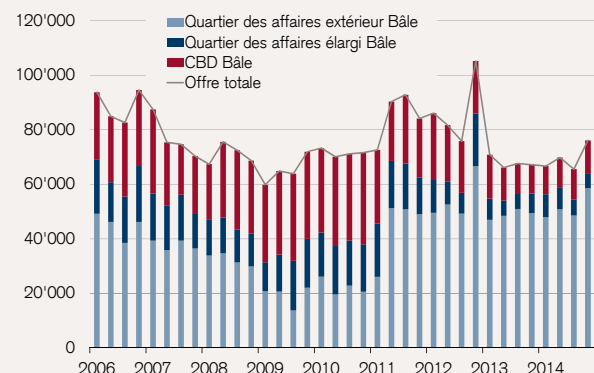


Source: Baublatt, Credit Suisse

Figure 57

Evolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces existantes proposées par trimestre en m²

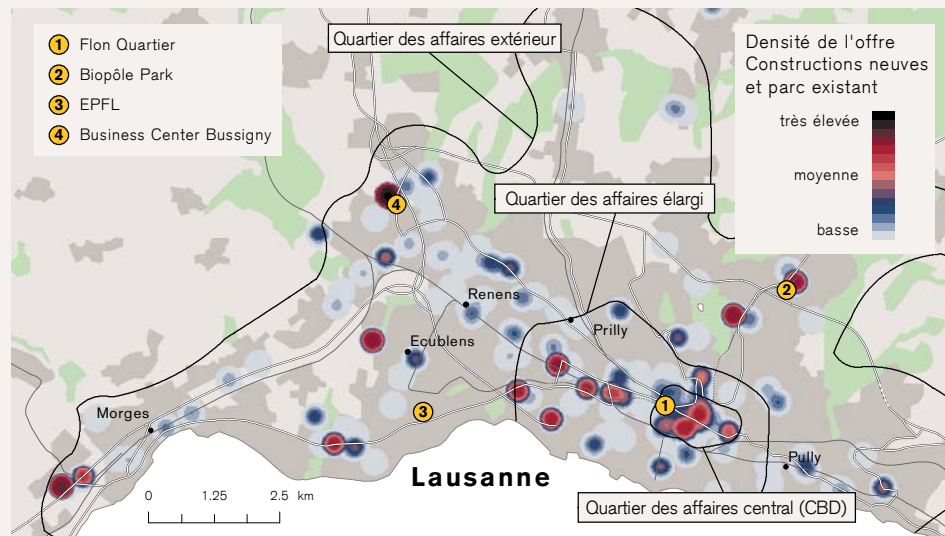


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lausanne

Figure 58

Densité de l'offre en surfaces de bureaux

Surfaces de bureaux proposées en m² par hectare, au 3^e trimestre 2014

Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de la topographie, Credit Suisse

Forte hausse de l'offre en surfaces

Contrairement aux autres grands marchés de l'immobilier de bureau, le marché de Lausanne est moins marqué par certains secteurs d'activité et donc moins dépendant de la santé économique de ces derniers. Mais ce marché ressent tout de même le ralentissement de l'évolution conjoncturelle, le recul des implantations d'entreprises de l'étranger et l'incertitude de certaines entreprises avec la troisième réforme de l'imposition des entreprises. La demande a donc ralenti. L'offre en surfaces annoncées existantes a explosé au cours des derniers trimestres. Le parc de Lausanne comprend actuellement environ 164'000 m² de surfaces de bureaux, soit une évolution du taux de l'offre d'approximativement 6.6% (cf. fig. 60). Dans le Central Business District (CBD) et à l'ouest du quartier des affaires élargi notamment, le nombre des offres en petites superficies a récemment augmenté (cf. carte). En l'espace de deux ans, la taille moyenne des surfaces annoncées dans le CBD est passée de 400 à 180 m². Il semble ainsi toujours plus difficile de trouver suffisamment de petites entreprises désireuses de louer un objet au centre de Lausanne. Les loyers élevés et les voies de circulation souvent encombrées devraient être les raisons principales qui poussent toujours plus les entreprises à privilégier des sites périphériques. Avec un loyer moyen net de 377 CHF/m² et par an, les coûts des surfaces situées dans le CBD sont nettement supérieurs à ceux en vigueur dans le quartier des affaires élargi (266 CHF/m² et par an). Ce dernier propose par exemple des surfaces dans le quartier du Flon, à l'ouest du CBD, modernisé au cours des dix dernières années. La majeure partie de l'offre en surfaces de bureaux annoncées à Lausanne se concentre, à 60%, sur le quartier des affaires extérieur. A Lausanne, les problèmes de surcapacité affectent presque uniquement la périphérie. Mais il convient de jeter un regard nuancé à la situation: Lausanne, un marché influencé par trois facteurs principaux, a en effet connu ces dernières années une augmentation dynamique de sa demande.

Trois moteurs de la demande: CBD, Biopôle et EPFL

Le premier de ces moteurs reste le CBD et les zones situées plus au sud et à l'ouest, en direction du lac. Le centre ville est encore prisé malgré quelques restrictions dues au trafic. En raison d'une offre fortement fragmentée, les plus grandes entreprises ont toutefois du mal à trouver un espace à leur convenance. Fortement orienté vers les sciences de la vie, le deuxième moteur de la demande en surfaces de bureaux est en train de prendre forme dans le parc Biopôle à Epalinges au nord-ouest du CBD. Ce parc, qui connaît une croissance continue, conserve encore des réserves d'espace pour de nouvelles entreprises. Déjà très puissant, le troisième moteur est le campus de l'EPFL à Ecublens. Alors qu'à Zurich et ailleurs, les sites convenant à des parcs d'innovation sont encore en discussion, l'EPFL, l'université et l'industrie de pointe ont déjà formé un grand pôle haute technologie à Ecublens. Le grand maillon qui relie ces différents univers est le Swiss Tech Convention Center, achevé en 2014, qui peut accueillir des congrès de

quelque 3000 visiteurs. Le campus possède encore de grandes réserves d'utilisation, gage de sa future croissance.

Difficultés de location isolées en dehors des pôles de demande

Lausanne est ainsi désormais un marché des surfaces de bureaux tripolaire qui, à l'instar de Genève, Zoug et Bâle, est marqué par des entreprises fortement orientées vers la recherche et le développement et désireuses d'assurer un transfert de connaissance entre théorie et pratique. La récente augmentation de l'offre en surfaces publiée sur les portails en ligne concerne, pour sa part, des surfaces planifiées ou déjà réalisées plutôt en périphérie, mal accessibles par les transports en commun et quelque peu à l'écart des pôles de demande existants. Déjà longtemps ouverte à la prélocation, une surface de près de 30'000 m² située dans le Business Center de Bussigny, par exemple, fait augmenter régulièrement le taux de l'offre dans le quartier des affaires élargi. A proximité du centre ou des autres pôles importants, de vastes surfaces vacantes sont rares. La seule offre de surfaces d'envergure, située non loin du CBD, était, au 3^e trimestre, un nouveau projet de construction de plus de 4000 m² prévu à l'ouest du quartier des affaires élargi et qui devrait voir le jour à la mi-2015.

Le taux de vacance passe de Lausanne à l'Ouest lausannois

Sur le marché de l'immobilier de bureau de Lausanne, le taux de vacance a légèrement augmenté. Quelques rares objets de grande taille, encore inoccupés, marquent de leur empreinte notamment l'Ouest lausannois et témoignent de la dichotomie affectant l'évolution du taux de vacance. Dans la région de Lausanne, les vacances se situent, avec un total de 41'000 m², au niveau de la moyenne à long terme, mais connaissent une répartition entre les deux principaux districts Lausanne et Ouest lausannois complètement différente de celle de 2005. Avec 27'000 m² de surface de bureaux vacants, les surcapacités du district de Lausanne étaient trois fois supérieures à celles du district de l'Ouest lausannois en moyenne pour 2005–2009. Après 2009, le taux de vacance a sensiblement diminué dans le district clé de Lausanne, si bien que la relation entre les deux districts semble s'être établie durablement. Entre 2010 et 2014, le taux de vacance du district de Lausanne était en moyenne deux fois inférieur à celui de l'Ouest lausannois.

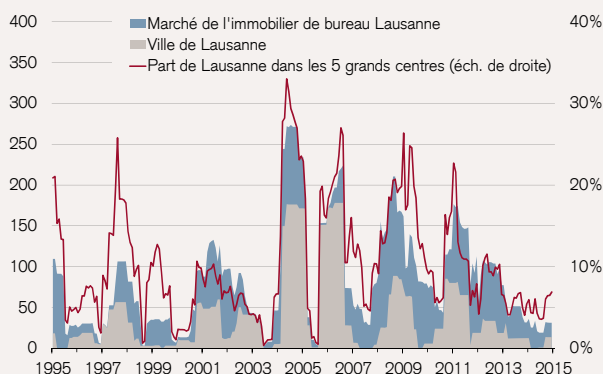
Stabilisation du marché par de faibles extensions futures de l'offre

Si une hausse supplémentaire du taux de vacance sur le marché de l'immobilier de bureau de Lausanne ne peut être exclue, son ampleur devrait cependant rester faible. Comme à Genève, le zénith du cycle actuel semble passé ou proche, un état de fait qui se manifeste par l'absence de planification de nouvelles surfaces. Le volume de construction autorisé ces douze derniers mois évolue à un niveau de seulement 30 mio. CHF, largement en dessous du volume d'investissement à long terme (cf. fig. 59). En 2013 déjà, le nombre de permis octroyés était bas. Sur ce point, le marché lausannois se distingue clairement du marché zurichois. A court et moyen terme, la faible expansion des surfaces amènera une certaine stabilisation sur le marché de l'immobilier de bureau de Lausanne, surtout car il témoigne d'un panorama à moitié intact.

Figure 59

Bureaux: volume de construction autorisé

En mio. CHF (éch. de gauche); part dans les 5 grands centres (éch. de droite)

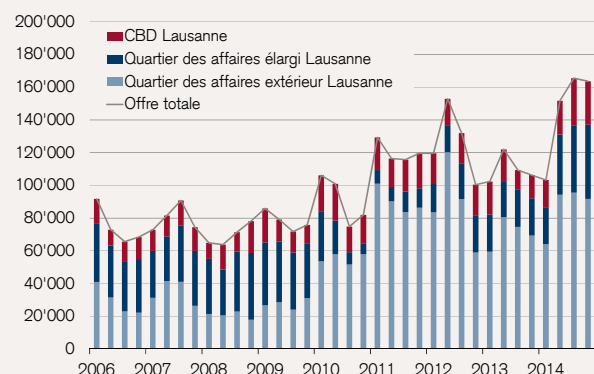


Source: Baublatt, Credit Suisse

Figure 60

Evolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces existantes proposées par trimestre en m²



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Perspectives 2015 pour les surfaces de bureaux

Une demande en berne face à une offre trop étoffée

En dépit de cinq ans d'une croissance économique solide dans une fourchette de 1% à 2%, une offre excédentaire s'est constituée, surtout à Zurich et Genève, essentiellement du fait que l'évolution économique a été marquée par la croissance intérieure après 2009. La dynamique des utilisateurs classiques tels que les banques, les assurances ou les sociétés de conseil aux entreprises s'est nettement essoufflée, voire parfois inversée. En revanche, les branches axées sur la conjoncture intérieure ont développé un besoin accru en surfaces tout en étant moins disposées à payer et/ou en ayant d'autres exigences de superficie. C'est pourquoi une activité d'étude de projets même réduite contribue toujours à surcharger le marché. Cela devrait s'accroître davantage au vu du fléchissement attendu de l'activité économique. Si la demande a été morose jusqu'à présent, elle devrait cette année souffrir des réactions des entreprises face au choc du taux de change. L'exploitation plus efficace des surfaces est l'une des possibilités permettant aux entreprises de réduire les coûts afin de maintenir les marges. Elle ouvre des opportunités pour des objets neufs ou rénovés, à condition que ceux-ci offrent aux entreprises une efficacité accrue en termes de surface. Cependant, d'un point de vue global, cette évolution du marché implique une poursuite de l'augmentation des taux de vacance et de la pression sur les loyers. Notamment dans les grands centres de Zurich et Genève, nous tablons sur une croissance continue des taux de vacance. La situation peut toutefois être très différente d'un emplacement à l'autre. Des sites de premier ordre tels que les zones autour des gares dans les grands centres continuent à maintenir leur excellent positionnement. De même, les marchés de surfaces de bureaux de plus petite taille sont nettement moins touchés par l'offre excédentaire.

Demande, offre et résultat du marché

	Situation initiale	Perspectives
Demande <i>Evolution de la demande:</i> l'industrie et les services doivent tenter de compenser l'effet du choc du taux de change par des mesures de rationalisation, dont l'amélioration de l'efficacité des surfaces. La demande en surfaces, déjà atone, ne devrait guère stimuler l'extension des volumes. Pour tous les secteurs de l'industrie, des services et de l'administration, la demande supplémentaire atteindra au mieux 200'000 m ² . <i>Situation dans les différentes branches:</i> le secteur financier restera soumis à une énorme pression sur les coûts et ne devrait guère contribuer à la création d'emplois de bureau. On peut tabler tout au plus sur une demande supplémentaire modérée de la part des assurances et des sociétés de conseil aux entreprises. L'industrie ne louera probablement des surfaces supplémentaires que si elle a de toute urgence besoin d'espace ou si cela permet une meilleure efficacité des surfaces. Les besoins d'espace les plus importants émaneront, cette année encore, des branches axées sur le marché intérieur.	↘	↘
Offre <i>Activité d'étude de projets:</i> les incertitudes accrues ont réduit l'activité d'étude de projets, mesurée au volume de projets dont la construction a été autorisée, à la moyenne à long terme d'à peine 2 mrd CHF. Les taux d'intérêt bas empêchent la poursuite de ce tassement. Même si une partie importante des projets actuellement autorisés sont destinés aux besoins propres de grandes entreprises et seulement dans une moindre mesure des immeubles dont l'unique but est le rendement, la surface totale qui en résulte est toujours trop grande. <i>Structure de l'offre:</i> dans le parc existant, l'offre porte sur des surfaces de très petite taille. Les centres, surtout, disposent d'une importante offre de surfaces qui sont chères du fait de leur emplacement, mais dont le bâti vieillissant et la qualité des locaux sont en contradiction avec les prix. Aux emplacements périphériques, les grands projets qui arrivent sur le marché locatif sont en outre soumis à une pression de plus en plus forte.	↘	↘
Résultat du marché <i>Taux de vacance:</i> en 2014, en comparaison annuelle, le taux de vacance a augmenté de 9% à 520'000 m ² au sein du relevé partiel qui porte sur 43% du marché suisse des surfaces de bureaux. La surcapacité totale en surfaces de bureaux devrait ainsi s'élever à environ un million de m ² . Cette évolution devrait s'accroître encore. Aucun renversement de tendance ne devrait se produire pendant les deux à trois prochaines années. <i>Loyers:</i> les loyers de bureaux ont varié entre stagnation et légère hausse ces dernières années. En valeurs corrigées de la qualité, on peut observer une nette correction amorcée seulement depuis 2013, mais qui ne devrait pas encore s'arrêter cette année. <i>Performance (rendement total):</i> le cadre régional du marché et la microsituation déterminent les opportunités de rendement dans un contexte exigeant. Les marchés de petite taille, en expansion et situés dans les centres offrent toujours des possibilités d'entrée pour les meilleurs microemplacements. En revanche, la suroffre dans les villes de Zurich et de Genève limite la progression de la valeur et des rendements. La baisse des rendements globaux devrait donc se poursuivre dans ces régions.	↗	↗
	↘	↘
	↘	↘

Source: Credit Suisse

Surfaces de vente

Ces dernières années, le marché des surfaces de vente a fait preuve d'une stabilité étonnamment élevée. Offre et demande ne se sont jamais éloignées l'une de l'autre. Cependant, à l'heure actuelle, les indices suggérant que le marché est bien obligé de payer le prix de l'ivresse sur les surfaces observée jusqu'en 2011 se multiplient. Même s'il demeure quelques projets en cours d'achèvement ou de réalisation, on constate qu'il n'y en a quasiment plus en phase de planification. Une situation qui en dit long. L'incertitude des investisseurs aussi bien que des locataires quant à la manière dont le marché peut faire face aux prochains défis liés à la croissance du commerce en ligne est très palpable.

Demande: sous le signe de la saturation et de la mutation structurelle

Evolution décevante du chiffre d'affaires dans le commerce de détail

Les détaillants ont souffert, ces dernières années, de l'évolution mitigée des chiffres d'affaires nominaux. La stagnation des dépenses de consommation, un climat de consommation morose, des concessions sur le front des prix aux consommateurs ainsi que le tourisme d'achat ont beaucoup pesé sur le commerce de détail local. A cet égard, en 2014, la situation n'a guère changé, en dépit des espoirs nourris (cf. fig. 61). Les chiffres réels ont progressé en 2014 de 1.0%, après 1.8% l'année précédente. Etant donné qu'une nouvelle fois, des baisses de prix ont dû être concédées sur l'assortiment, la croissance nominale a affiché un niveau très médiocre de 0.2%. Les prix du commerce de détail ne se sont toutefois plus affaiblis que de 0.8% – nettement moins que les années précédentes. Tout comme l'année passée, en 2014, seul le commerce de détail alimentaire a contribué à la croissance du chiffre d'affaires, tandis que le non-food subissait une croissance nominale négative.

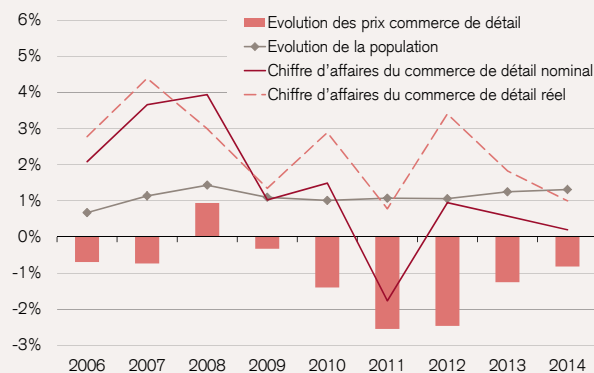
La croissance de la population: dernier pilier des chiffres d'affaires du commerce de détail

Comme les dépenses de consommation réelles stagnent depuis des années, que le tourisme d'achat se maintient à un niveau élevé et que le revenu disponible n'a connu qu'une légère augmentation, la faible hausse des chiffres d'affaires a reposé une fois de plus surtout sur la croissance de la population (cf. fig. 61). De 2009 à 2014, la population a connu une augmentation moyenne annuelle de 1.1%, tandis que les chiffres d'affaires enregistraient une progression réelle de 1.9% et nominale de 0.4% par an. L'évolution de la population, de son côté, dépend fortement de l'immigration internationale, qui ne s'est que légèrement essoufflée, en 2014 en comparaison annuelle. Ainsi, l'immigration a fait office une fois de plus l'an dernier de pilier essentiel de la consommation. A elle seule, elle permet aux chiffres d'affaires de ne pas reculer.

Figure 61

Chiffres d'affaires/prix du commerce de détail et évolution de la population

Croissance annuelle en %; 2014: estimation

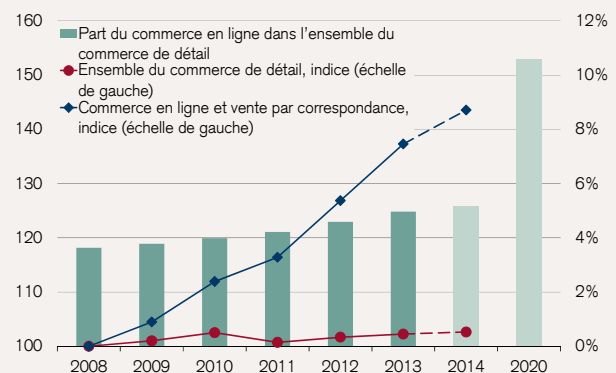


Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 62

Chiffre d'affaires de l'ensemble du commerce de détail par rapport au commerce en ligne

Ech. de gauche: indice: 2008 =100; éch. de droite: 2014, 2020: estimations



Source: Office fédéral de la statistique, GfK, ASVAD, Credit Suisse

2015: la mauvaise nouvelle de la BNS provoque un recul des chiffres d'affaires nominaux

Dès le début de l'année, l'abandon du taux plancher EUR/CHF a détruit tout espoir d'embellie de la situation du commerce de détail. Selon de premières prévisions, du fait du choc du taux de change, la croissance économique attendue pour 2015 sera à peu près divisée par deux, pour s'établir à 0.8%. Une plus faible croissance de la population ainsi qu'une hausse du chômage devraient laisser des traces dans le climat de consommation et modérer l'envie de dépenser. Et si le pouvoir d'achat des consommateurs augmentera notablement du fait de l'inflation négative attendue d'environ -1,3%, le franc sera davantage dépensé à l'étranger, car le tourisme d'achat semble appelé à prendre de l'ampleur compte tenu de l'appréciation de la monnaie helvétique. Ce phénomène affichant déjà un haut niveau, sa croissance prévisible ne devrait pas être comparable à celle de 2011. Les espoirs pour 2015 se fondent donc à nouveau sur la croissance de la population. Conformément à nos prévisions, l'immigration a cependant dépassé son zénith et devrait, cette année, avec un solde migratoire net d'environ 70'000 individus, être inférieure de plus de 10% au chiffre de l'année précédente. En outre, la pression sur les prix devrait de nouveau sensiblement augmenter. Quelques commerçants ont annoncé des baisses de prix peu après la décision de la Banque nationale. Comme en 2011 déjà, le commerce de détail est donc menacé d'un recul nominal de son chiffre d'affaires en 2015.

La croissance se situe en-dehors du commerce stationnaire

Comme si la nouvelle situation initiale n'était pas suffisamment semée d'embûches, le commerce de détail est confronté depuis quelques années au plus grand défi jamais rencontré: le commerce en ligne. Le commerce électronique connaît depuis des années une croissance sensiblement plus forte que l'ensemble du commerce de détail. En 2013, le chiffre d'affaires réalisé dans ce secteur a gagné 8%, tandis que le commerce dans son ensemble n'affichait qu'une légère hausse de son chiffre d'affaires. Dans le commerce de détail, ces dernières années, seul donc le chiffre d'affaires en dehors du commerce stationnaire a progressé, tandis que le commerce stationnaire stagnait. Si l'on tient compte en plus de la croissance relativement élevée de la population, le commerce stationnaire a perdu, au cours des cinq dernières années, un peu plus de 1% de chiffre d'affaires par an et par tête.

En 2020, un franc sur dix sera gagné en dehors du commerce stationnaire

Les perspectives pour le commerce stationnaire sont peu encourageantes (cf. fig. 62). Conformément à un scénario d'avenir fondé sur des valeurs empiriques publié dans le Retail Outlook 2015⁶, nous tablons sur une multiplication par deux, et même plus, de la part du chiffre d'affaires du commerce dans son ensemble réalisé dans le canal en ligne, passant d'environ 5% aujourd'hui à 11% en 2020. Cela correspond à une croissance annuelle du chiffre d'affaires en ligne d'environ 11-13%. Les différences dépendantes des segments, qui sont dès aujourd'hui considérables et résultent de caractéristiques de produits distinctes, persisteront et définiront au final les besoins en surfaces futurs. Par exemple, la part en ligne du commerce de détail alimentaire passera de 1.5% en 2013 à près de 3.4% en 2020. Dans le domaine de l'électronique grand public, nous escomptons une hausse de 23% à 38%. Dans le segment de l'habillement/chaussures, une hausse de 12% à 27%, chiffre impressionnant, est pronostiquée. Les répercussions sur le marché des surfaces de vente devraient donc être considérables dans cinq ans seulement, lorsque plus d'un franc sur dix sera gagné en dehors du commerce stationnaire.

Le commerce en ligne réduit la demande en surfaces directement et indirectement

Le commerce en ligne fait bouger les structures du commerce de détail et place en particulier le marché des surfaces de vente face à de grands défis. Au final, en raison du déplacement des chiffres d'affaires et des fréquentations vers le canal numérique, la demande en surfaces baissera. Ce processus durera au moins jusqu'à ce que le degré de saturation du commerce électronique soit atteint. Mais le commerce en ligne freine aussi indirectement la demande en surfaces. Etant donné qu'il conditionne des niveaux d'investissements élevés, il reste au final moins de fonds pour les stratégies d'expansion des surfaces. Un site Internet devient de plus en plus une nécessité pour les détaillants. Conformément à une enquête de l'E-Commerce-Center de Cologne, en 2012, en Suisse, en termes de chiffre d'affaires, 25% des achats stationnaires ont été précédés d'une recherche en ligne. En Allemagne, ce chiffre atteignait déjà 50%. Le commerçant stationnaire sans site Internet est exclu de la grille d'évaluation, tant en matière de produit qu'en matière de site. Ce que les moteurs de recherche ne trouvent pas n'existe pas: telle est la perception des consommateurs, notamment des jeunes. Le lancement et l'exploitation d'une boutique en ligne exigent toutefois des investissements. Mais ce n'est pas tout: les coûts des ajustements intervenant dans le sillage de nouvelles stratégies et structures d'entreprise

6 Cf. Credit Suisse (2015): «Swiss Issues Branches – Retail Outlook 2015», pp. 18–32.

mobilisent des fonds. En complément, des investissements dans les surfaces existantes s'imposent; en effet, pour s'imposer face à la montée en puissance des achats en ligne, le commerce stationnaire doit se concentrer sur ses avantages comparatifs. Ceux-ci prennent la forme de l'expérience d'achat ainsi que d'un conseil de qualité et personnalisé. Des exemples de cette démarche sont les mises en scène de produits ou saisonnières ainsi que le recours à du personnel formé. Dans les deux cas, au bout du compte, les coûts augmentent.

Le commerce en ligne modifie le rôle du commerce stationnaire

Comme les différents canaux de vente se conditionnent de plus en plus, un nombre croissant de commerçants en ligne est demandeur de surfaces de vente (p. ex. showrooms, locaux de vente et de conseil). Les formes mixtes de commerce stationnaire et en ligne (multichanneling/crosschanneling) comptent parmi les concepts les plus prometteurs. Toutefois, il faut s'attendre à ce que la demande en surfaces dans son ensemble recule. Quand le client se rend chez un détaillant stationnaire, c'est de plus en plus le fruit d'une quête réfléchie et ciblée d'un point de vente. Une grande partie de la phase d'évaluation précédant l'achat a lieu sur Internet – à l'exception des achats spontanés. L'achat plus ciblé se traduit par des fréquentations plus faibles. Aux Etats-Unis, par exemple, le niveau de fréquentations pendant la principale période d'achats de novembre et décembre a connu une baisse spectaculaire depuis 2010. Selon ShopperTrack, qui dispose de 60'000 points de mesure, les fréquentations dans le commerce de détail ont chuté de 49% entre 2010 et 2013. Ce qui n'équivaut pas à des pertes de chiffre d'affaires, puisque le chiffre d'affaires par tête est sensiblement plus élevé. Mais au total, des fréquentations moins élevées devraient exiger moins de surface. Il reste, pour le commerce stationnaire, à trouver son nouveau rôle dans un monde omnichannel numérisé. Sachant qu'il n'existe pas *un seul et unique* modèle commercial qui marche. Selon l'importance du commerce électronique dans le segment du commerce respectif ou dans la catégorie de produit respective, plusieurs concepts s'établiront.

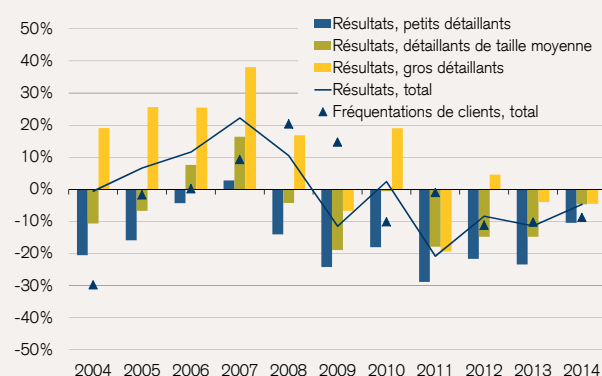
Un environnement commercial toujours difficile pour les détaillants

Evolution mitigée du chiffre d'affaires, tourisme d'achat, besoins d'investissements élevés et croissance du commerce en ligne: le commerce de détail est confronté à un nombre non négligeable de défis. C'est ce que confirme l'enquête auprès des détaillants du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (cf. fig. 63). Depuis quatre ans, les détaillants font état d'une détérioration de leurs résultats. Les détaillants petits et moyens ne sont pas les seuls à se plaindre d'un affaiblissement croissant des résultats, c'est également le cas des gros commerçants. Ces derniers ont été les gagnants de l'expansion des surfaces au cours de la décennie écoulée. Il en va de même pour les fréquentations de clients. Pour la cinquième année consécutive, davantage de détaillants se plaignent d'une évolution négative des fréquentations de clients que d'un développement positif – le commerce électronique se fait sentir.

Figure 63

Situation bénéficiaire et fréquentations de clients

Solde de la part de réponses positives (=amélioration) et négatives (=détérioration) au sujet des bénéfices, évolution des fréquentations de clients (par rapport à l'année précédente)

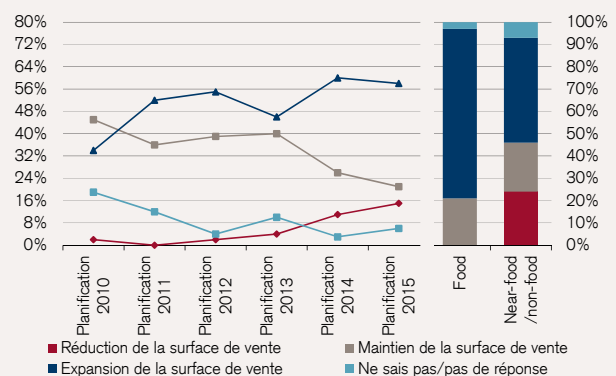


Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF)

Figure 64

Evolution prévue de la surface de vente

Ech. de gauche: commerce total, n = 47 (2011) à 90 (2014); éch. de droite: planification 2015 par segment (food: n = 33; near-food/non-food: n = 57)



Source: Furrer & Hotz

Faible demande en surfaces de vente

Compte tenu de la situation initiale décrite, il règne dans l'ensemble, sur le marché des surfaces de vente, une faible demande, laquelle résulte de la croissance de la population, des projets d'expansion de chaînes de détaillants déjà établies et étrangères et de la demande en surfaces

des commerçants en ligne. Le renchérissement marqué de la monnaie suisse suite au retour du franc à des taux de change flexibles stimulera par exemple la demande des chaînes de détaillants étrangères en implantations de filiales dans le pays à fort pouvoir d'achat qu'est la Suisse. L'environnement commercial local comporte également des chances d'accès au marché: c'est ce que suggèrent les chiffres des inscriptions au registre du commerce de Teledata. Le taux de création d'entreprises continue d'évoluer, en dépit d'une légère baisse, à un niveau considérable depuis 2002 (2002: 6.5%; 2013: 5.9%), ce qui témoigne de la mutation structurelle brutale que traverse le commerce de détail local. Comme les créations de boutiques en ligne sont également intégrées aux données, toutes les créations d'entreprises ne s'accompagnent pas forcément d'une demande de surfaces supplémentaire. Les chiffres illustrent cependant le fait qu'en dépit de l'environnement commercial difficile, les commerçants, qu'ils soient étrangers ou suisses, n'hésitent pas à pénétrer le marché. L'enquête annuelle sur la planification de surfaces de vente de Furrer & Hotz est habituellement optimiste lorsqu'il s'agit des gros commerçants. La part des commerçants qui prévoient une expansion des surfaces de vente en 2015 se situe à 58%, soit un niveau similaire à celui de l'année dernière (cf. fig. 64). Le fait que les commerçants du secteur food, en particulier, ont l'intention d'augmenter leurs surfaces n'étonne pas au regard de l'évolution des chiffres d'affaires, sensiblement meilleure, dans le segment alimentaire. Un constat notamment observé là où la croissance de la population est élevée et où des quartiers résidentiels entiers voient le jour.

L'attention se porte vers les fermetures de sites

Le tableau habituellement très optimiste de la planification des surfaces de vente, qui ne correspond que peu, actuellement, à la situation du commerce, s'est fissuré. Depuis cinq ans, la part des détaillants qui prévoient une réduction de surface augmente constamment. Pour 2015, 15% des détaillants interrogés s'expriment déjà en ce sens. Au premier plan, il y a, dans neuf cas sur dix, la fermeture de points de vente existants. Ce sont presque exclusivement des commerçants issus du segment near-food/non-food qui songent à réduire les surfaces de vente (24%): une tendance qui souligne le fait que le commerce en ligne laisse de plus en plus de traces. Celui-ci progresse en particulier dans le segment non-food et affiche dès aujourd'hui une pénétration de marché élevée. Il devrait y avoir à l'avenir davantage de fermetures d'établissements. Ces fermetures s'inscrivent depuis bien longtemps dans le cadre de la mutation structurelle persistante, mais concernaient jusqu'à présent principalement les petites villes; c'est pourquoi elles n'ont que peu été perçues par les médias.

Offre: plancher record pour l'expansion des surfaces

Les investissements au plus bas

Une activité d'investissement extrêmement élevée a marqué le marché des surfaces de vente au cours de la dernière décennie. L'offre s'est sensiblement accrue, avant tout sous la forme de centres commerciaux et de magasins spécialisés. Cette phase s'est maintenue jusqu'en 2010; depuis lors, les investissements de construction s'affaiblissent constamment (cf. fig. 65). En 2013, le volume de construction s'est établi à 600 mio. CHF, soit un niveau inférieur de près d'un tiers (31%) à la moyenne depuis 1995 de 860 mio. CHF. En 2014, les investissements de surfaces de vente en Suisse ont sans doute été encore moins élevés. Selon les projets de construction, le montant des investissements s'est élevé à seulement 360 mio. CHF. Il s'agit du niveau le plus bas enregistré depuis le début de la collecte de données, et correspond à l'évolution des autorisations de construire, qui fait attendre, à l'exception d'un grand projet en Suisse centrale, un recul sensible de l'expansion des surfaces depuis plus de trois ans.

L'expansion future des surfaces sera encore plus faible

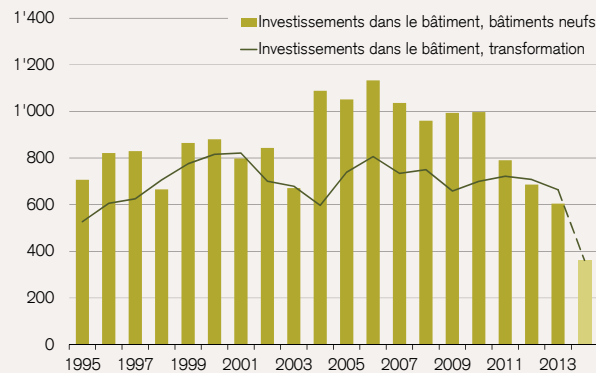
La poursuite du recul du niveau des taux d'intérêt l'année dernière a indubitablement accru les différences de rendement et, partant, l'attractivité des investissements immobiliers. Tandis que sur le marché des surfaces résidentielles et de bureaux, l'activité d'investissement continue d'afficher un niveau inhabituellement élevé, la planification de nouvelles surfaces de vente ne connaît, depuis deux ans, qu'une direction (cf. fig. 66). En 2014, les surfaces de vente autorisées se sont maintenues, avec un montant de 322 mio. CHF, à un plancher record. Sur fond d'activité de demandes également faible, il faut donc tableer, en 2015/2016, sur une expansion des surfaces qui devrait être à nouveau bien inférieure à la moyenne à long terme. Les valeurs très basses, en termes absolus et relatifs – dans un environnement d'ailleurs même marqué par des taux de swap à moyen terme à intérêts négatifs – laissent entrevoir la faiblesse effective de la demande non mesurable en chiffres. Il faut ajouter un autre paramètre à l'équation: des surfaces qui ne peuvent plus être louées de manière rentable et doivent être affectées à d'autres

utilisations disparaissent continuellement du portefeuille. Compte tenu de la situation commerciale ressortant de la figure 63, ce sont les petits détaillants qui sont le plus sous pression. Selon Furrer & Hotz, on investit moins dans de petits centres commerciaux de moins de 5000 m² et en-dehors des centres et agglomérations, mais davantage dans de grands centres commerciaux de plus de 20'000 m² ainsi que dans les centres-villes et leurs agglomérations.

Figure 65

Activité de construction de surfaces de vente

En mio. CHF, constructions/transformations; 2014: projets de construction*



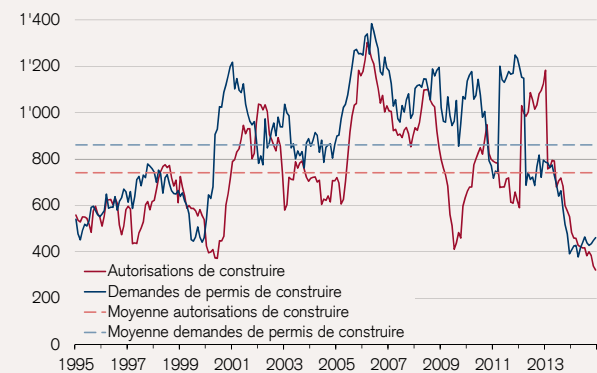
Source: Office fédéral de la statistique

* valeur provisoire

Figure 66

Planification de surfaces de vente

En mio. CHF, bâtiments neufs



Source: Baublatt, Credit Suisse

De nouveaux centres commerciaux ne voient le jour que de façon isolée

Le reflux de l'expansion des surfaces s'observe également dans les centres commerciaux et confirme les estimations résultant de l'activité de construction et de la planification des surfaces. Si un centre commercial sur trois a ouvert ses portes au cours de la décennie écoulée, seuls des projets isolés arrivent désormais sur le marché. En 2014, l'Esplanade de Porrentruy a été le seul centre commercial d'une surface minimum de 7000 m² à ouvrir ses portes; cette année, il y en aura deux: l'Allmendcenter à Frauenfeld et les Stades de Bienne. Dans la mesure où quelques édifices se trouvent encore en phase de planification/réalisation, l'expansion des centres commerciaux ne s'arrêtera pas complètement au cours des prochaines années. Nous tablons sur une cadence similaire à celle observée en 2014/2015.

Malgré des rendements non négligeables, les investisseurs font la fine bouche

Après l'expansion des surfaces audacieuse au cours des années 2000, dont un certain nombre de répercussions ont marqué les années suivantes jusqu'à ce jour, une consolidation était inévitable. Déjà, à l'époque, la consommation du commerce de détail était considérée comme largement saturée. La crise financière a suscité, par la suite, une envie de consommer mitigée, accompagnée d'une incertitude latente et d'une pression à la hausse du franc suisse qui a fait fleurir le tourisme d'achat. Dans un tel contexte, il a été et est difficile de convaincre les investisseurs de se lancer dans de nouveaux projets. Il règne sur le marché des surfaces de vente une concurrence très âpre, visant plus ou moins à évincer les autres acteurs. Quelques projets en cours de construction ont donc dû batailler ferme pour trouver des locataires et des investisseurs. Le fait que le commerce en ligne, avec la marche triomphale de l'Internet mobile, est devenu plus que jamais un défi pour le commerce de détail stationnaire, y a sans doute contribué.

Résultat du marché: le temps de l'insouciance est révolu

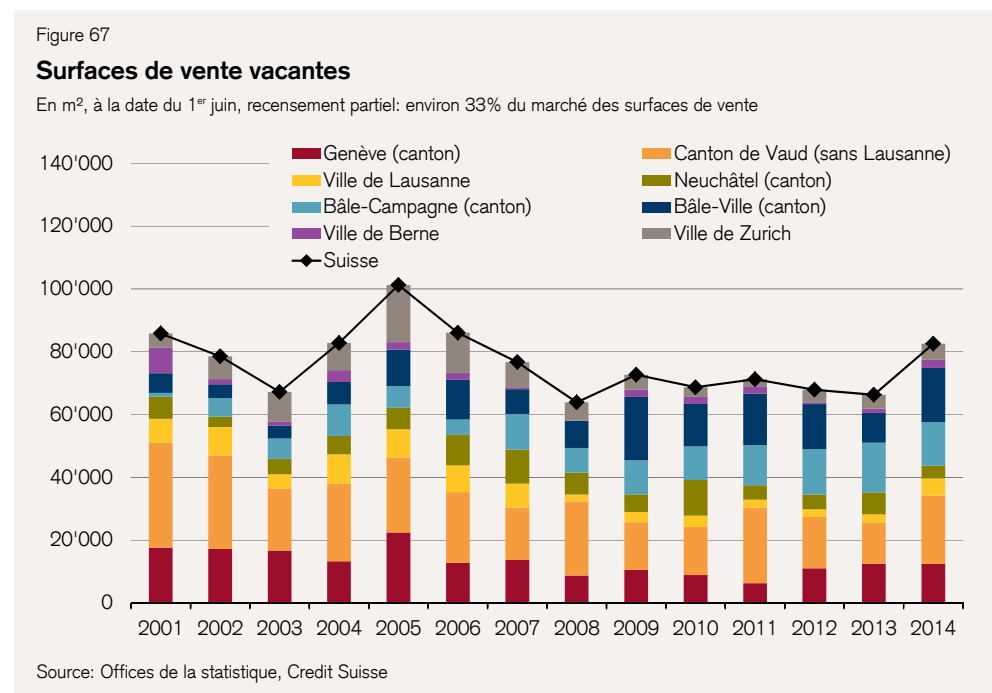
Retournement de tendance dans l'évolution des taux de vacance

Le marché des surfaces de vente a tiré profit du coup de frein donné à l'expansion des surfaces. Ainsi, la demande en surfaces mitigée n'a pas débouché sur une suroffre. C'est ce qui ressort des chiffres de vacances recueillis par quelques offices de la statistique. Il s'agit d'une enquête partielle qui ne couvre qu'environ un tiers du marché. De 2007 à 2013, le marché des surfaces de vente a reflété, avec des surfaces vacantes de 64'000–73'000 m², une situation très stable (cf. fig. 67). Cette longue phase d'évolution stable semble désormais terminée: en 2014, les surfaces vacantes se sont établies aux alentours de 83'000 m². Au vu de l'expansion modérée des surfaces, cette hausse de près de 25% par rapport à 2013 suggère que la demande est peu dynamique. Il ne s'agit néanmoins pas encore d'une évolution très large. La mise en perspective régionale des chiffres met en évidence le fait que l'augmentation est princi-

palement à mettre au compte de la ville de Bâle ainsi que de la commune de Villeneuve (VD). C'est dans cette commune vaudoise que se trouve le Villeneuve Outlet Center (10'000 m²) qui, faute de rentabilité, affichait une majorité de surfaces vacantes et a été fermé.

Offre de surfaces en hausse

Les surfaces vacantes reflètent bien l'évolution de la situation du marché et les défis sur le front de la demande sont de plus en plus manifestes – c'est ce que souligne l'évolution de l'offre de surfaces (cf. fig. 68). Celle-ci s'est notablement accrue au cours de l'année écoulée; une évolution qui a débuté dès 2012, mais qui n'a attiré les regards qu'avec la hausse marquante de 2014. Etant donné que les annonces sont de plus en plus souvent passées plusieurs fois et qu'il est impossible d'épurer les données à 100%, l'évolution est sans doute quelque peu grossière. Cependant, les deux signaux, surfaces vacantes comme offres de surfaces, vont dans la même direction et attirent, sans ambiguïté, l'attention sur des déséquilibres futurs.



En dépit d'investissements réduits, les surfaces vacantes devraient continuer à progresser

Compte tenu de la progression constante de la part en ligne du chiffre d'affaires du commerce de détail dans son ensemble, il n'est pas réaliste d'escompter une reprise prochaine de la demande en surfaces de vente. Fermetures de magasins, changements de locataires ainsi que surfaces vacantes devraient être davantage à l'ordre du jour à l'avenir sur le marché des surfaces de vente. Dans un monde numérisé, les surfaces de vente ne sont toutefois pas obsolètes. Le commerce stationnaire demeure, mais sous une autre forme. Internet peut servir, pour le commerce stationnaire, de vitrine géante et le rendre plus indépendant des fréquentations de passants coûteuses. Le terrain de jeu de concepts audacieux et nouveaux est actuellement très grand – cependant, il en va de même pour l'incertitude. Les répercussions de la révolution numérique devraient être considérables pour le marché des surfaces de vente.

Difficile de trouver un premier locataire pour les emplacements au rez-de-chaussée

Afin de pouvoir donner une estimation grossière d'une part du commerce électronique en pleine croissance, il est pertinent d'effectuer une comparaison avec la Grande-Bretagne. Ce pays a une structure de demande et d'offre du commerce de détail similaire à la Suisse, mais avec 13.5% (2014) une part en ligne sensiblement plus élevée, et est donc considérée, à cet égard, comme plus développée. Le résultat est peu encourageant: au cours de la période de 2008 à 2014, lorsque la part du commerce en ligne dans le chiffre d'affaires du commerce de détail dans son ensemble en Grande-Bretagne est passée de 8.3% à 13.5% (Centre for Retail Research), les surfaces de vente vacantes sont passées, selon Local Data Company, de 5.4% à 13.4%. Etant donné qu'on ne dispose pas, pour la Suisse, de taux de vacance sur le marché du commerce de détail et que la Grande-Bretagne a été aux prises, durant la période concernée, à des difficultés conjoncturelles considérables, une comparaison directe n'est pas possible. Cependant, cet exemple illustre de façon impressionnante la direction qui s'annonce. Il faut s'attendre à ce que les surfaces vacantes continuent à augmenter au cours des prochaines an-

nées. Nous voyons de grands défis dans un tel environnement, avant tout lorsqu'il s'agit de trouver de premiers locataires pour les surfaces de rez-de-chaussée à affectations mixtes. La crainte d'avoir éventuellement commis une erreur a fortement augmenté, non seulement chez les investisseurs, mais aussi chez les locataires. A de nombreux égards, dans le contexte actuel, le courage nécessaire afin d'ouvrir de nouveaux points de vente établis sur des sites ayant moins fait leurs preuves fait défaut.

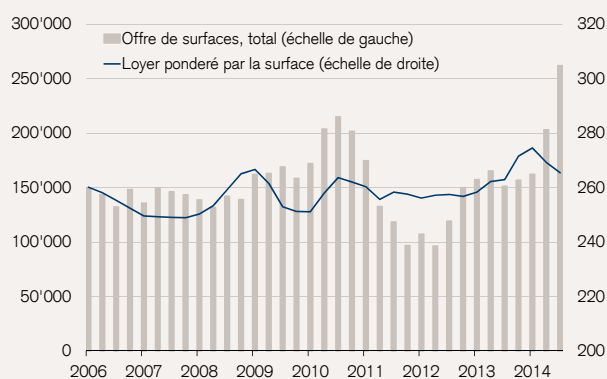
Faible croissance des locations depuis 2002

Le loyer médian calculé à partir des conclusions de contrats des investisseurs institutionnels s'est élevé, en 2014, à 416 CHF par m² et par an (cf. fig. 69). Depuis 2002, cela signifie, avec une hausse annuelle de seulement 1.5%, une faible croissance. La croissance des loyers contractuels dans le percentile de 10% et 30% a été encore plus faible (0.1% resp. 0.9% par an.). La volatilité élevée des loyers contractuels dans le segment supérieur (le quantile de 90% a évolué, au cours de la période de 2002 à 2014, entre 740 et 1790 CHF/m² et par an) est un résultat des rapports de location prolongés et de la propension élevée des clients à payer sur les sites exclusifs. Si l'on compte, au cours d'une année, une hausse du nombre de conclusions de contrats situés sur des sites exclusifs, cela a une répercussion sur les prix des loyers des quantiles supérieurs. Comme les investisseurs institutionnels investissent de préférence dans des immeubles affichant une qualité d'implantation supérieure à la moyenne, les loyers contractuels évoluent à un niveau supérieur aux loyers proposés, qui couvrent un marché beaucoup plus large. Le loyer brut pondéré en fonction de la surface basé sur les données de l'offre s'est établi, au 3^e trimestre 2014, à 265 CHF/m² et par an et ne change que peu sur le long terme, comme les loyers contractuels (cf. fig. 68).

Figure 68

Surfaces de vente annoncées et loyers proposés

Ech. de gauche: offre de surfaces existantes proposées, en m²; éch. de droite: loyer brut (lissé), en CHF/m² et par an

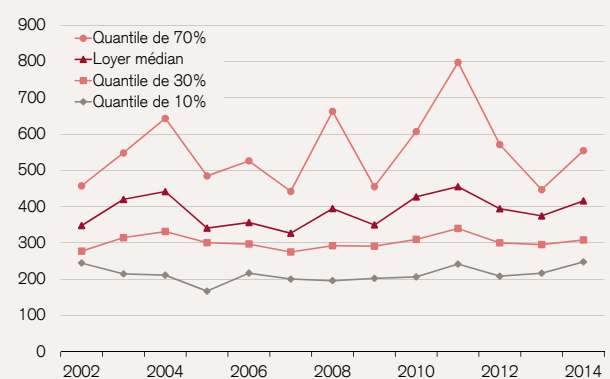


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Figure 69

Loyers contractuels surfaces de vente

Loyer brut (médian) en CHF/m² et par an, selon l'année de conclusion du contrat; n = 42 (2002) à 203 (2010)



Source: REIDA, Credit Suisse

Quasiment pas de potentiel de hausse des loyers, à l'exception des emplacements exclusifs

Si l'on prend en compte toutes les catégories de surfaces de vente et de prix, nous ne voyons quasiment pas de potentiel de hausse des loyers, car l'évolution très moyenne des chiffres d'affaires et la croissance du commerce en ligne pèsent sur le chiffre d'affaires des surfaces. Même les centres commerciaux les plus performants en termes de chiffre d'affaires par surface sont eux aussi concernés: entre 2010 et 2013, ils ont connu, en moyenne, une diminution du chiffre d'affaires de -2.7% par an. En particulier les surfaces de sites à faible qualité d'emplacement (emplacements de catégorie C) seront davantage confrontées à des résiliations de locataires et à des changements d'affectations. La marge d'augmentation des loyers est donc sans doute réduite. Pour les sites présentant une qualité d'implantation un peu plus élevée, nous ne voyons guère de potentiel de hausse des loyers. Seuls les sites exclusifs devraient continuer à pouvoir faire l'objet de loyers toujours très élevés – et parfois même encore plus élevés, parce que la propension à payer pour la visibilité et le prestige s'est accrue. Par conséquent, nous escomptons que l'écart entre les loyers des ces sites et des sites B et C va continuer à s'accroître.

Perspectives 2015 pour les surfaces de vente

Encore des défis à relever

Le commerce de détail compte sans doute parmi les premiers concernés par l'abandon du taux plancher face à l'euro. Le contexte économique du commerce de détail, qui n'est d'ailleurs pas excellent, continuera à se dégrader suite au choc de l'appréciation. Le tourisme d'achat bénéficiera d'un élan important et l'envie de consommer restera hésitante, tandis que la baisse des prix s'accélénera de nouveau. Le commerce en ligne, qui affichera également en 2015 une croissance des chiffres d'affaires largement plus dynamique que le marché global, viendra encore renforcer cette évolution. La concurrence du commerce en ligne se traduira avant tout par des fermetures de succursales et un manque de ressources financières pour agrandir les surfaces de vente du commerce stationnaire. Par conséquent, la demande de surfaces baissera. Cependant, il ne faut pas s'attendre à une flambée de la suroffre en 2015, du fait à la fois de la faible production de surfaces et de la demande soutenue par la croissance démographique ainsi que par les stratégies d'expansion de grandes chaînes de distribution suisses et étrangères. S'agissant de ces dernières, elles devraient susciter un plus grand intérêt en raison du bond du pouvoir d'achat du franc. Néanmoins, les taux de vacance progresseront et l'offre en surfaces restera pour le moins à un niveau élevé. Les déséquilibres qui s'amorcent devraient concerner principalement des emplacements ne disposant pas de facteurs clés tels que l'accessibilité, la visibilité ou la fréquentation et dont la reconversion est chère ou difficilement réalisable.

Demande, offre et résultat du marché

Demande

Situation initiale Perspectives

Commerce de détail: l'abandon du taux plancher face à l'euro pèsera lourd sur le commerce de détail. Compte tenu de la plus faible croissance de l'économie et de l'emploi ainsi que de la progression du chômage, le climat de consommation restera atone. Le tourisme d'achat devrait profiter d'un nouvel élan et la pression sur les prix devrait de nouveau se renforcer nettement. De plus, du fait des chiffres plus faibles de l'immigration, les impulsions émanant de la croissance démographique seront moins fortes en 2015 qu'en 2014. Par conséquent, nous tablons pour 2015 sur un repli nominal des chiffres d'affaires dans le commerce de détail.



Mutation structurelle: le commerce en ligne modifie les structures du commerce de détail et la demande en surfaces de vente dans une mesure jamais atteinte auparavant par une mutation structurelle. Tandis que la tendance à la filialisation, qui favorise les magasins de grande taille et le commerce de proximité, soutient en principe la demande en surfaces, le commerce en ligne finira par faire diminuer cette demande. Fin 2015, la part du chiffre d'affaires total réalisée en ligne devrait atteindre près de 6%. D'après des estimations, la part de l'e-commerce devrait s'élever à 11% dès 2020.



Offre

Activité d'étude de projets: en dépit du contexte de taux bas, les investisseurs font preuve de retenue sur le marché des surfaces de vente: les risques découlant de la saturation du marché et de la mutation structurelle sont jugés trop élevés. En 2014, le total des surfaces de vente autorisées a atteint un plancher historique de 322 mio CHF. Nous prévoyons donc une faible extension des surfaces de vente.



Agrandissement de centres commerciaux: du fait de la saturation du marché, la recherche d'investisseurs et de locataires pour de nouveaux centres commerciaux s'avère difficile. Parmi les centres commerciaux encore en projet, deux seront inaugurés en 2015 (avec une surface > 7000 m² et proposant des denrées alimentaires). Après 2015, nous tablons sur un rythme modéré d'expansion, similaire à celui que nous avons observé en 2014/2015.



Résultat du marché

Taux de vacance: après des années d'évolution stable, les surfaces inoccupées ont augmenté en 2014 de 25% à 83'000 m². Puisque les défis du côté de la demande évolueront en parallèle à l'extension du commerce en ligne, nous tablons sur une progression continue des taux de vacance.



Loyers proposés: au 3^e trimestre 2014, le loyer proposé moyen (brut) s'est élevé à 265 CHF par m² et an, ce qui équivaut à une hausse de 1% en comparaison annuelle. En 2015, nous n'entrevoions que très peu de potentiel de croissance pour les loyers, à l'exception des emplacements de premier ordre qui profitent de la disponibilité élevée à payer pour la visibilité et le prestige. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les écarts entre les loyers des emplacements de premier ordre et ceux des sites classés B et C se creusent davantage.



Source: Credit Suisse

Student Housing: de hauts rendements malgré une faible propension à payer?

Les appartements pour étudiants à prix abordables sont une denrée rare

Les appartements pour étudiants à prix abordables sont une denrée rare, notamment sur les sites universitaires. En raison de leurs revenus très faibles voire absents, de nombreux étudiants présentent une faible propension à payer, ce qui limite considérablement la palette des logements pouvant être pris en considération. La réurbanisation et l'immigration ont de plus raréfié les logements dans les centres, à proximité des institutions de formation, et fait exploser les loyers. C'est surtout dans les grandes villes universitaires que l'offre est rare. Sur leur site Internet, les Universités de Genève et de Lausanne avertissent expressément les étudiants potentiels de la pénurie de logements existant et à Zurich, les étudiants ont même déjà dû être logés temporairement dans les abris de la protection civile. La demande en logements supplémentaires pour étudiants est donc énorme. Dans un environnement marqué par la baisse continue des rendements, les investisseurs du marché immobilier recherchent de plus en plus souvent des possibilités de placement alternatives. Les marchés de niche, comme le «Student Housing», constituent l'une de ces alternatives convenant parfaitement à une telle diversification.

Les foyers étudiants modernes jouent la carte de l'intimité

Fondamentalement, les étudiants peuvent se loger de trois façons différentes: ils peuvent habiter chez leurs parents, se chercher un appartement sur le marché libre ou habiter dans un foyer ou un appartement étudiant conçu exclusivement à cette fin. Ces foyers étudiants et résidences universitaires correspondent au concept du «Student Housing» au sens strict du terme.

Groupes cibles: étudiants étrangers, participants à un programme d'échange universitaire et étudiants de la périphérie

Les groupes cibles auxquels s'adressent les foyers étudiants sont en premier lieu les étudiants qui n'ont pas la possibilité d'habiter chez leurs parents, à savoir les étudiants suisses dont les parents habitent à une distance qui ne leur permettent pas de faire la navette entre la maison et l'université, les étudiants étrangers et les étudiants participant à un programme d'échange. Les étudiants étrangers sont des étudiants dont le domicile se trouve hors de Suisse au début de leurs études, des étudiants qui ne connaissent pas le marché local et n'ont pas la possibilité de sonder la situation sur place avant d'entamer leurs études. Il en va de même pour les étudiants qui participent à un programme d'échange. La recherche est, pour eux, encore plus difficile, car ils doivent trouver un logement pour une durée limitée. Mais le cercle des personnes intéressées comprend également les étudiants qui apprécient une grande mobilité résidentielle, qui cherchent une colocation avec des personnes partageant les mêmes intérêts ou qui privilégient les structures contractuelles plus flexibles que celles d'appartements de location classiques.

A la fois central et bon marché: des critères de demande qui génèrent une certaine tension

Les exigences des étudiants quant à leur logement sont très spécifiques: comme ils disposent d'un budget limité, les étudiants recherchent des appartements bon marché, mais souhaitent toutefois que l'offre universitaire se trouve aussi près que possible de leur logement. Cinq étudiants sur six (soit 83%) habitent dans un foyer étudiant situé à moins de cinq kilomètres de l'université. Le facteur de divertissement joue parfois aussi un rôle non négligeable. La proximité avec un quartier en vogue ou des activités de loisirs peut rendre un site encore plus attrayant. Les sites privilégiés sont, par conséquent, des lieux facilement accessibles, urbains et, si possible, proches des centres villes. Plus les sites sont attrayants, plus ils deviennent chers et donc inabordable pour les étudiants. C'est pour cette raison que de nombreux compromis doivent être faits, par exemple des concessions sur le micro-emplacement. Pour illustrer notre propos, citons l'exemple actuel du foyer étudiant planifié à Zurich, à la Rosengartenstrasse. Le site est à la fois central, à deux kilomètres seulement de l'Université d'Irchel, possède des liaisons de bus vers le Höggerberg et une bonne connexion avec les quartiers en vogue de Langstrasse et d'Escher-Wyss. Mais ce site se caractérise également par une nuisance sonore due à la circulation supérieure à la moyenne. La réalisation de foyers étudiants échoue souvent dans la phase exigeante de recherche d'un site approprié. Les sites décentralisés peuvent certes être pris en considération, mais ils doivent être bien desservis par le réseau de transport en commun.

Grand écart entre intimité et sentiment d'appartenance communautaire

La situation géographique n'est pas le seul facteur important: la structure et l'équipement du logement sont également déterminants pour la location de foyers étudiants. Ici, l'interaction entre sphère privée et communauté joue un rôle crucial. Les foyers étudiants classiques où les chambres s'articulent autour d'un grand couloir avec salle de bain et cuisine communes ne sont plus d'actualité et sont peu appréciés des étudiants. Ainsi, 75% des étudiants préfèrent disposer d'une salle de bain privée dans leur chambre et souhaitent aussi souvent un balcon et une cuisine intégrée. Les foyers étudiants modernes résolvent ce problème en créant plusieurs chambres individuelles avec salle de bain privée, reliées entre elles par une cuisine commune et une vaste salle de séjour. Cette structure rappelle de petites colocations réunies sur un même immeuble. La résidence souvent prise pour modèle est la «Tietgenkollegiet» située à Copenhague. Ce foyer étudiant se compose d'une trentaine de colocations regroupant, chacune, douze personnes. Chaque unité se divise en douze chambres individuelles avec salle de bain qui s'organisent autour d'une salle de séjour, d'une cuisine et d'une terrasse communes. Ces concepts modernes sont de plus en plus souvent repris par les foyers étudiants suisses. En règle générale, ces appartements sont loués meublés.

Malgré la forte demande en logements étudiants, la Suisse est à la traîne dans la construction de foyers

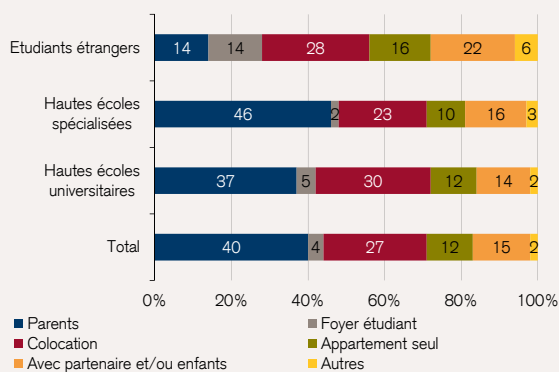
Les foyers étudiants ne représentent qu'une faible part de marché

En 2013, 230'000 personnes se sont inscrites pour un cursus d'études en Suisse. Selon les derniers chiffres disponibles, 40% d'entre eux vivent chez leurs parents (cf. fig. 70), ce qui signifie que près de 138'000 étudiants nécessitent un logement propre. Seuls 4% vivent dans des foyers étudiants, un chiffre très faible par rapport à d'autres pays. En Suède, environ un tiers de tous les étudiants habitent dans des foyers étudiants; dans d'autres pays, ce pourcentage est plus élevé qu'en Suisse: en Angleterre ils sont 17.7% et en Allemagne 11.3%. Ces grandes disparités sont dues au moins en partie aux particularités nationales et aux traditions, mais également aux subventions.

Figure 70

Types de logements pour étudiants en 2009

Pourcentage par groupes d'étudiants, étudiants étrangers: données de 2005

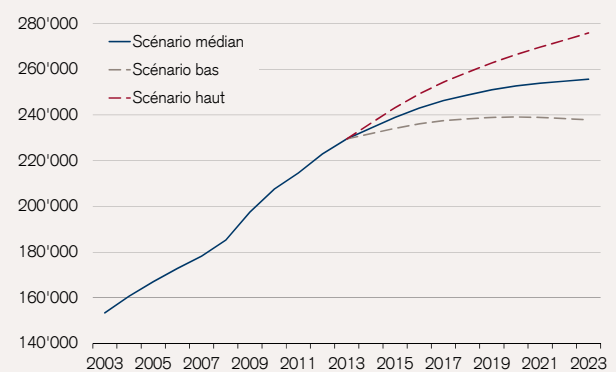


Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Figure 71

Croissance des étudiants

Trois scénarios



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Le potentiel de la demande est plus élevé qu'il n'y paraît

Le fort taux d'occupation des foyers étudiants en Suisse montre que le faible pourcentage ne découle pas d'un manque de demande, mais d'une offre insuffisante. Le potentiel pour des foyers supplémentaires est là. Une enquête menée en Allemagne a montré que 13% de tous les étudiants préféreraient habiter dans un foyer étudiant. Le potentiel possible estimé à environ 10% pour la Suisse ne semble pas exagéré si le loyer, la situation géographique et l'équipement conviennent. Le potentiel théorique de la demande en places dans des foyers étudiants serait ainsi aujourd'hui de 23'000 chambres.

Universitaires et étudiants étrangers les plus représentés dans les foyers étudiants

La demande en offres de logements spécifiques pour étudiants recèle de grandes disparités (cf. fig. 70). La part des étudiants des écoles supérieures habitant dans un foyer étudiant est inférieure de moitié à celle des étudiants d'universités. Un phénomène qui devrait s'expliquer par le fait que les hautes écoles spécialisées sont organisées de manière plus régionale que les

universités et que les étudiants ont donc plus la possibilité d'habiter chez leurs parents. La part des étudiants étrangers, qui sont plus dépendants d'une chambre dans un foyer étudiant, est plus représentée dans les universités (16%) que dans les hautes écoles spécialisées (12%) ou dans les hautes écoles pédagogiques (5%). La dépendance des étudiants étrangers des places en foyers étudiants se manifeste par un pourcentage élevé: 14% de tous les étudiants étrangers habitent dans les foyers, un chiffre considérablement supérieur à la moyenne suisse de 4%.

Demande croissante, mais moins dynamique

Ces dernières années, l'environnement universitaire suisse a fortement changé. La demande en formations tertiaires a enregistré un fort accroissement. La valorisation des hautes écoles spécialisées a encore renforcé cette tendance. C'est ainsi que les hautes écoles ont connu, entre 2003 et 2013, une augmentation du nombre d'étudiants de 76'000, soit un taux de croissance annuel de 4.1%. Les années à venir devraient voir un affaiblissement de cette tendance. Selon le scénario médian de l'Office fédéral de la statistique, une croissance annuelle d'environ 1.1% peut être attendue d'ici 2023, ce qui signifie une augmentation de 2600 étudiants par an (cf. fig. 71). Si le pourcentage des étudiants qui vivent chez leurs parents reste constant, on peut attendre une croissance de la demande d'environ 1570 logements étudiants par an. En partant du principe qu'environ 10% de tous les étudiants recherchent un logement dans un foyer étudiant, le potentiel supplémentaire augmenterait de 260 personnes par an. S'ajoute encore le potentiel décrit ci-dessus qui résulte du fait qu'aujourd'hui, le nombre de chambres proposées dans les foyers étudiants est trop faible.

Moteur supplémentaire induit par la croissance supérieure à la moyenne de la demande provenant de l'étranger

Le volume précis de la demande dans les prochaines années dépend fortement du nombre d'étudiants étrangers et d'étudiants participant à des programmes d'échange universitaires. Entre 2003 et 2013, le nombre d'étudiants de nationalité étrangère inscrits à l'université a augmenté de manière supérieure à la moyenne, à savoir de 18'000 personnes. Cependant, les étudiants étrangers qui concentrent fortement leurs recherches de logement sur les foyers étudiants n'en représentent qu'une partie. La hausse la plus significative découle de la collaboration internationale accrue avec d'autres universités, comme le programme Erasmus.

Demande dépendante de la situation sur le marché du logement

Un autre facteur qui motive la demande en foyers étudiants est le marché du logement régional. Compte tenu d'un taux de vacance faible et d'un niveau de loyers élevé, les étudiants devraient avoir du mal à trouver un logement sur le marché libre. En effet, ils ne peuvent souvent pas se permettre un appartement et doivent faire face à des bailleurs qui privilégient fréquemment des locataires aux revenus plus sûrs. Les foyers étudiants sont nettement plus prisés dans un tel environnement de marché que dans des villes caractérisées par un taux de vacance relativement élevé et des loyers relativement faibles.

Expansion de la demande avant tout à Zurich

Ces cinq prochaines années, la demande augmentera de 15% selon les estimations

En Suisse, les foyers étudiants offrent un logement à près de 16'000 étudiants. Mais les places sont également louées, en partie, à des apprentis et d'autres jeunes qui ne suivent pas forcément de cursus universitaire. Plus de 2400 places supplémentaires sont planifiées pour les années à venir, le foyer étudiant du Höggerberg devant, à lui seul, proposer 900 places supplémentaires. Le parc suisse devrait ainsi augmenter, dans les cinq prochaines années, d'environ 15%. A Zurich, outre le projet sur le Höggerberg, un foyer étudiant supplémentaire est prévu à la Rosengartenstrasse avec quelque 130 chambres, 200 chambres étudiantes à Freilager et 60 dans le Manegg. Ces capacités devraient venir étoffer le volume de l'offre dans les années à venir. A Lausanne aussi, 200 chambres supplémentaires sont actuellement planifiées.

Toujours plus de foyers étudiants financés par le secteur privé

Les foyers étudiants suisses sont proposés par des institutions privées, ecclésiastiques et d'utilité publique. Le facteur déterminant pour ces institutions est une étroite collaboration avec les universités ou les différentes représentations étudiantes. La grande part des institutions ecclésiastiques mettant à disposition des foyers étudiants est frappante. Mais le nombre de coopératives et associations qui subventionnent le logement étudiant est également très important. La coopérative de logement estudiantine (Studentische Wohngenossenschaft, WOKO), par exemple, loue à Zurich et à Winterthur plus de 2500 chambres à des étudiants. De telles organisations existent dans toutes les villes universitaires. Dans le même temps, de plus en plus de personnes privées investissent dans des foyers étudiants avec, comme dernier exemple en date, la résidence universitaire de Stöckacker à Berne qui a ouvert ses portes l'été dernier.

Les investissements dans le Student Housing peuvent être très attractifs

Comme la demande en logements supplémentaires pour étudiants est importante et que les investisseurs recherchent de nouveaux marchés de niche, le marché des foyers étudiants devrait rester attractif pour les institutions privées dans les années à venir. Reste toutefois à voir, pour que ces projets soient un succès, si le prix que les étudiants sont prêts à payer coïncide avec les rendements attendus par les investisseurs privés.

Loyers pratiquement identiques pour résidences universitaires et immeubles locatifs

Les foyers étudiants modernes souvent désignés comme modèle en termes de Student Housing prévoient pour chaque étudiant une surface de 31 m² entre la chambre, la cuisine, la salle de séjour et la salle de bain. Les prix exigés en Suisse pour un logement en foyer étudiant varient fortement, mais la moyenne devrait se situer entre 550–600 CHF environ par étudiant et par mois. Le loyer moyen d'un appartement sur le marché libre des logements s'élève, dans les villes universitaires suisses, à 234 CHF net par m² et par an. Si l'on multiplie ces 234 CHF par la consommation de surface moyenne d'un étudiant dans un foyer étudiant moyen, on obtient un loyer de 605 CHF par mois sur le marché libre. La propension des étudiants à payer est ainsi relativement proche du rendement qu'apporterait la même surface sur le marché libre.

Loyers considérablement plus élevés dans les villes universitaires

Avec 390 CHF nets, soit 341 CHF par m² et par an, le prix moyen d'un appartement de location à Genève et à Zurich est considérablement plus élevé que la moyenne suisse. Pour obtenir des revenus locatifs par mètre carré identiques à ceux réalisés sur le marché libre, une chambre en foyer étudiant à Genève devrait coûter 1007 CHF et à Zurich 881 CHF par mois. Comme la situation du logement dans ces villes est très tendue, notamment pour les étudiants, en raison du faible taux de vacance et des loyers élevés sur le marché libre, les chambres dans les foyers étudiants devraient pouvoir être louées à ces prix, à condition que le foyer soit moderne et construit de manière adéquate.

Les résidences étudiantes, un exemple de foyers étudiants modernes en Suisse

C'est ce que montre également l'exemple de la résidence Stöckacker récemment inaugurée à Berne. Les institutions privées proposent ici des logements allant de studios à des colocations pour quatre personnes et demandent, pour les chambres, un loyer mensuel net de 750 à 1140 CHF. Un semestre seulement après l'ouverture de la résidence, les chambres confortables dotées d'un balcon sont pratiquement toutes louées (taux d'occupation de 91 % à 94%), alors que le taux de vacance à Berne est plus élevé et les loyers moyens sur le marché libre, avec 253 CHF nets par m² et par an, nettement inférieurs à ceux de Genève ou de Zurich. Notons par ailleurs que la résidence de Stöckacker est tout près d'une gare de S-Bahn et est donc bien accessible par les transports en commun, mais se situe bien en dehors du centre ville. En raison de la proximité immédiate des rails, les habitants de la résidence sont en outre exposés à des fortes nuisances sonores. Avec 31.4 m² par étudiant, la consommation de surface de cette résidence correspond presque exactement à la valeur calculée pour les foyers étudiants modernes. Si l'on multiplie le prix de 253 CHF par m² et par an typique d'un appartement de location à Berne par la consommation de surface par étudiant de la résidence, on obtient le montant de 653 CHF par mois. Ce prix est encore inférieur au loyer le moins cher de 750 CHF par personne proposé dans la résidence universitaire. De telles différences devraient découler, en grande partie, du fait que les appartements dans les foyers étudiants sont souvent prémeublés alors que les loyers moyens du marché libre se réfèrent à des objets non meublés. De plus, en fonction de leur concept, les foyers étudiants disposent de nombreuses salles de bain, ce qui renchérit le prix de l'immeuble. Les frais d'administration d'un foyer étudiant devraient également être plus importants en raison des fortes fluctuations.

Le Student Housing, une niche intéressante

En Suisse, le Student Housing est plus populaire qu'il n'y paraît au premier abord. La demande étant de loin supérieure à l'offre, il existe aujourd'hui un grand potentiel de rattrapage dans ce domaine. Et comme le nombre d'étudiants continuera de croître dans les années à venir, le besoin en logements dans des foyers étudiants ne cessera d'augmenter. Les sites idéaux pour de tels projets sont notamment les grands pôles universitaires qui disposent de peu d'appartements et où les possibilités de logement alternatives sont réduites. A l'exception de Zurich et de Lucerne, l'offre ne devrait pas sensiblement s'étoffer. Si les foyers étudiants satisfont aux besoins actuels et aux préférences des étudiants, les prix exigés pour une chambre peuvent être attractifs aussi bien pour les étudiants que pour les investisseurs. Les foyers étudiants récemment construits peuvent en outre être loués sans grand risque et à long terme à des exploitants spécialisés qui connaissent parfaitement le marché.

L'immobilier comme placement

L'année dernière, les placements immobiliers suisses se trouvaient en haut de la liste d'achats des investisseurs. Les différentiels de rentabilité par rapport aux placements sans risques ont réamorcé une progression, si bien que les placements immobiliers tant directs qu'indirects (fonds immobiliers et sociétés immobilières par actions) ont encore gagné en attractivité. La demande en placements immobiliers a dépassé l'offre et a donc stimulé les prix. En conséquence, les rendements initiaux des investissements directs ont continué à céder du terrain, tandis que les rendements totaux des placements immobiliers indirects sur le marché boursier se sont avérés clairement supérieurs à la moyenne en comparaison à long terme. D'un point de vue fondamental, les risques latents ont dans l'ensemble légèrement augmenté au cours de l'année. Pour les immeubles de rendement, c'est surtout le risque de vacance qui s'est intensifié. Or, cela n'est pas le cas partout, et les fonds immobiliers cotés en bourse bénéficient d'un positionnement géographique avantageux.

Placements immobiliers directs

Aucune fin de la hausse des prix en vue pour les immeubles de rapport résidentiels

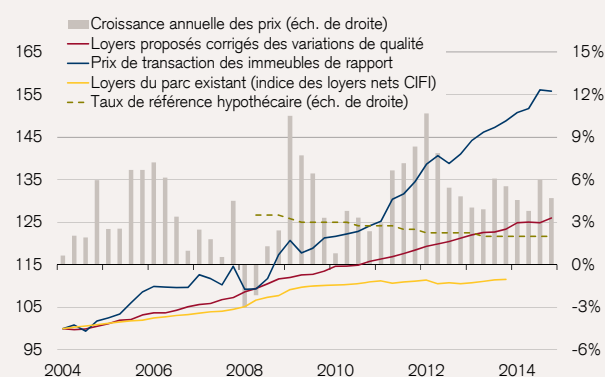
Les prix se détachent des valeurs fondamentales

Contrairement aux logements en propriété, le fléchissement de la dynamique des prix ne se fait encore que peu ressentir dans le segment des immeubles de rendement résidentiels et mixtes (cf. figure 72). Pendant une longue période, la forte demande en immeubles de rendement a évolué parallèlement à la demande sur le marché des utilisateurs; cependant, à l'heure actuelle, un découplage se dessine de plus en plus. Avec une croissance des prix de 4.7% sur une base annuelle au 4^e trimestre 2014, l'écart se creuse davantage entre les prix de transaction et les loyers. Depuis 2004, les prix des immeubles de rendement résidentiels ont augmenté de 55.8%. Sur la même période, les prix des loyers proposés ont progressé de seulement 26.0%, et les loyers du parc existant, qui dépendent largement de l'évolution du taux de référence, n'ont quant à eux gagné que 11.6% (jusqu'à fin 2013). Comme le taux de référence baissera de nouveau à 1.75% au premier semestre, il faut s'attendre à un décalage grandissant.

Figure 72

Évolution des prix des immeubles de rapport

Immeubles résidentiels et mixtes, taux de croissance annuel en %, indices de l'évolution des prix: 1^{er} trimestre 2004 = 100

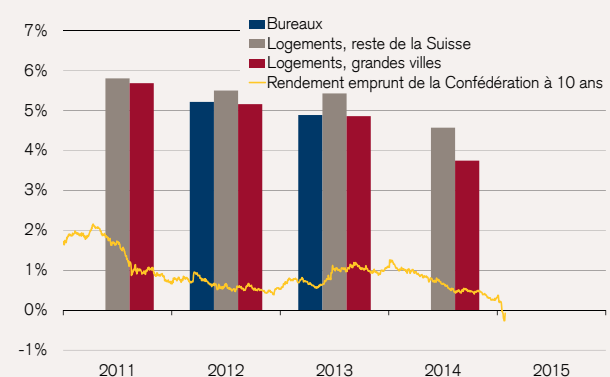


Source: CIFI, Homegate, Office fédéral de la statistique, OFL, Credit Suisse

Figure 73

Rendements initiaux

Rendements initiaux bruts (médiane) = produit locatif brut/prix de transaction en %, échantillonnage 2011 et 2014 trop limité pour les immeubles de bureaux



Source: Credit Suisse, REIDA, Bloomberg

La pression sur les investissements a encore diminué les rendements

L'évolution divergente des prix et des loyers débouche sur une tendance continue à la baisse des rendements initiaux bruts (cf. figure 73). Selon une évaluation de la base de données REIDA, qui regroupe des chiffres clés relatifs aux immeubles appartenant à des investisseurs institutionnels, les rendements initiaux moyens d'immeubles résidentiels situés dans les grandes villes sont tombés à 3.7% en 2014 (année précédente: 4.9%). Dans le reste de la Suisse, une

baisse à 4.6% (année précédente: 5.4%) a été observée. Ce recul marqué reflète non seulement l'évolution des prix, mais également le fait que les investisseurs visent davantage les objets de premier ordre, caractérisés par des rendements peu élevés. Comme la plupart des observations portent sur des investisseurs institutionnels de grande taille, investissant avant tout dans des objets clés dont l'emplacement est d'une qualité supérieure à la moyenne, les rendements devraient se situer plutôt en dessous de ceux du marché global. Pour ce qui est des surfaces de bureaux, le volume de transactions effectuées en 2014 est trop faible pour calculer un chiffre de rendement valable. Le nombre insignifiant d'observations suggère que, d'une part, il existe entre les vendeurs et les acheteurs des divergences non résolues concernant le prix et que, d'autre part, la qualité des objets proposés ne correspond pas à celle recherchée par les acheteurs. Par conséquent, peu d'objets ont changé de main.

Le tassement des rendements initiaux des placements immobiliers directs devrait se poursuivre

Avec l'abandon du taux plancher EUR/CHF par la Banque nationale suisse le 15 janvier 2015 et la nouvelle baisse de la marge de fluctuation du LIBOR, qui a été communiquée par la même occasion, les investissements directs dans l'immobilier gagnent encore en attractivité en dépit des rendements déjà très bas. D'autant plus que les rendements des emprunts d'État à dix ans sont pour la première fois dans l'histoire passés en territoire négatif (cf. figure 73). Alors que la suroffre sur le marché des surfaces de bureaux s'accroît dans certaines villes et que le marché des logements en location devra à l'avenir faire face à une demande plus faible, les immeubles de rendement attirent toujours autant les investisseurs. Comme la hausse des taux reste loin à l'horizon, la forte pression sur les investissements, elle-même liée à l'érosion des rémunérations du capital sur le marché des emprunts d'État, devrait persister à l'avenir. Par conséquent, les prix des immeubles de rendement résidentiels augmenteront encore en 2015. En parallèle, nous tablons pour 2015 sur un ralentissement de la croissance des loyers, de sorte que la pression baissière sur les rendements initiaux demeurera. Pour les immeubles de bureaux, plus avancés dans le cycle, les rendements initiaux devraient avoir tendance à se stabiliser au niveau actuel, bien qu'il y ait d'importantes différences régionales.

Changements du côté des investisseurs

Les caisses de pension feront preuve de retenue en matière de nouveaux placements

Les investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension, les fonds immobiliers et les assurances sont des acteurs importants du marché des immeubles de rapport. Selon la statistique des caisses de pension, établie par l'Office fédéral de la statistique, la valeur comptable des immeubles et terrains suisses détenus par l'ensemble des institutions de prévoyance suisses en 2013 s'élevait à quelque 113 mrd CHF. Depuis 2004, ce montant a connu une croissance annuelle moyenne de 5.9%. De 2009 à 2011, la croissance a même atteint des taux d'environ 7%; depuis, l'évolution de la valeur comptable des biens immobiliers n'est plus aussi vigoureuse (2013: 4.6%). La quote-part immobilière, c.-à-d. la part consacrée à l'immobilier dans l'ensemble des actifs des institutions de prévoyance (hors contrats d'assurance), est même en léger recul depuis 2011 (2013: 15.8%). Dans la mesure où la performance des placements immobiliers directs a été très dynamique entre 2011 et 2013 (cf. fig. 72), ces chiffres laissent à penser que les caisses de pension font preuve d'une certaine retenue avant d'investir dans l'immobilier. Les prix élevés, associés à la disponibilité limitée d'objets clés attrayants, ont pour conséquence que les investisseurs ne choisissent plus à tout prix le placement immobilier, et ce, malgré les taux historiquement bas.

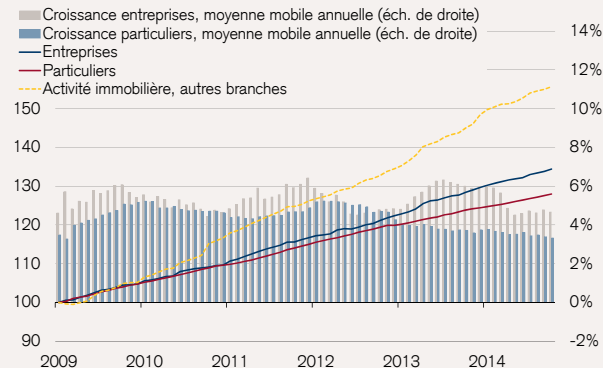
Importance croissante des micro-entreprises en tant qu'acteurs du marché immobilier

Contrairement aux placements des caisses de pension, les investissements des sociétés immobilières par actions et des promoteurs immobiliers sont essentiellement financés par des crédits hypothécaires. Tant que l'activité de production dans la construction de logements reste élevée, de tels investissements effectués avec des capitaux empruntés pourraient continuer d'avoir le vent en poupe. Un coup d'œil sur l'évolution des volumes hypothécaires le montre (cf. fig. 74): tandis que la croissance annuelle des crédits octroyés aux particuliers s'est atténuée – du fait de la réglementation plus restrictive et du niveau de prix élevé – pour s'établir à 3.3%, le volume des crédits hypothécaires concédés aux entreprises a encore progressé de 4.7%. Cependant, ici aussi, on a pu observer une baisse marquée des taux de croissance dès la mi-2013.

Figure 74

Evolution du volume de crédits hypothécaires

Indice: 2009 = 100 (éch. de gauche), taux de croissance sur une base annuelle en %

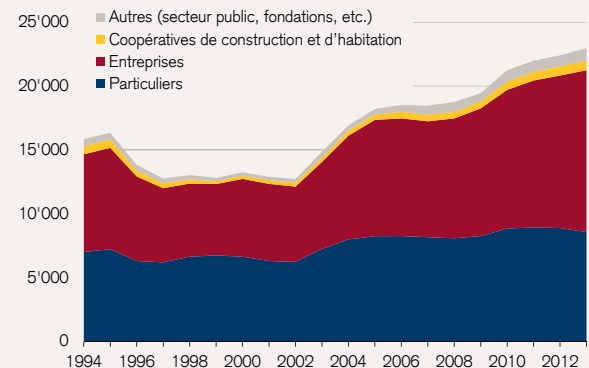


Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Figure 75

Investissements dans la construction de logements selon les donneurs d'ordre

Nouvelles constructions, en mio. CHF



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Le rôle des petites entreprises n'est pas clair: promoteurs ou propriétaires?

Les crédits octroyés à la branche qui comprend l'activité immobilière, entre autres, ont particulièrement augmenté ces dernières années. Depuis 2009, le volume de crédits accordés à ces entreprises a atteint une croissance de 56%. Plus de deux tiers des crédits sont accordés aux petites ou de très petites entreprises comptant moins de dix collaborateurs. L'attention accrue que les investisseurs privés portent au marché immobilier depuis la crise financière ainsi que la performance positive sur une période prolongée attirent davantage d'investisseurs privés et de petits acteurs dans ce marché. Selon les chiffres de l'Office fédéral de la statistique, le nombre de créations annuelles de micro-entreprises dans le secteur de l'activité immobilière avec un effectif inférieur à un équivalent temps plein a été quasiment multiplié par quatre entre 2001 et 2012. Cela suggère que derrière ces entreprises, on trouve essentiellement des particuliers aisés qui, notamment pour des raisons fiscales, ne souhaitent pas conserver leurs portefeuilles immobiliers dans leur patrimoine privé. La statistique des investissements immobiliers indique également un engagement renforcé dans l'immobilier de la part des entreprises (cf. fig. 75). Les entreprises sont à 66% à l'origine de la forte hausse des investissements immobiliers, qui atteint 80% entre 2002 et 2013. Cependant, le rôle que jouent ces entreprises n'est pas clair. S'agit-il de promoteurs qui revendent les immeubles à un moment donné ou de propriétaires qui entendent conserver les biens immobiliers? Au vu des risques, il serait utile de disposer de données supplémentaires, puisqu'il est probable que les entreprises dédiées à la promotion d'immeubles financés par des crédits – dans le but de les vendre ou de les louer – soient exposées à des risques accrus lors de futures hausses des taux, car ces hausses conduisent à la fois à une plus grande pression sur les valeurs immobilières et à une augmentation des coûts de financement. Les investisseurs institutionnels qui, eux, ne financent leurs immeubles que dans une faible mesure par le biais de crédits hypothécaires en seraient moins affectés.

Le risque de suroffre grandit également sur le marché des logements en location

Les taux de vacance sont mieux acceptés en période de taux bas

Les taux de vacance croissants, qui sont depuis un certain temps la règle sur le marché des surfaces de bureaux et de vente, ont désormais atteint le marché des logements en location: en 2014, le taux de logements locatifs inoccupés a fortement augmenté. Dans le même temps, il semble que la demande ait dépassé son zénith. En ce qui concerne les investissements dans des segments et régions présentant des taux de vacance élevés, les investisseurs doivent être conscients des risques inhérents – notamment des pertes de loyer ou de valeur de marché, même si ceux-ci semblent modérés compte tenu du faible niveau actuel des taux d'intérêt. Nous pensons que l'activité de construction dans le segment du logement locatif restera élevée encore pendant un certain temps. En effet, des études montrent que les investisseurs acceptent plus facilement des surfaces inoccupées durant les phases de taux d'intérêt bas, étant donné que le capital non exploité génère moins de coûts d'opportunité.

Où la prudence sera-t-elle de mise à l'avenir?

La comparaison à moyen terme de la demande et de l'offre (cf. fig. 76)⁷ montre que des déséquilibres se profilent actuellement exclusivement en dehors des grands centres urbains. Certaines régions du nord-ouest (de l'Arc jurassien à la région d'Argovie) et du nord-est de la Suisse (arrière-pays de Glaris, Toggenburg, Rheintal saint-gallois, Appenzell), des Préalpes centrales et occidentales (Einsiedeln, Entlebuch, Haut-Emmental, Schwarzwasser) ainsi que de nombreuses régions alpines, notamment dans les cantons du Valais et des Grisons, sont exposées à un risque supérieur à la moyenne. Dans ces dernières régions, le principal responsable du risque accru d'une suroffre est la faible demande, qui est due à la stagnation ou au déclin démographique dans un grand nombre de vallées des Alpes. D'autres régions (telles que l'Argovie, Einsiedeln) enregistrent continuellement une forte activité de construction qui devrait dépasser la demande à moyen terme. Certaines de ces régions plus fragiles présentent en outre déjà des taux de vacance élevés ou une durée d'insertion plus longue (p. ex. Olten/Gösigen/Gäu, Thal). En revanche, non seulement les grands centres et leurs agglomérations, mais également les régions de centres moyens tels que Lugano, Lucerne, Zoug, Winterthur et Saint-Gall sont moins que la moyenne exposés au risque de suroffre.

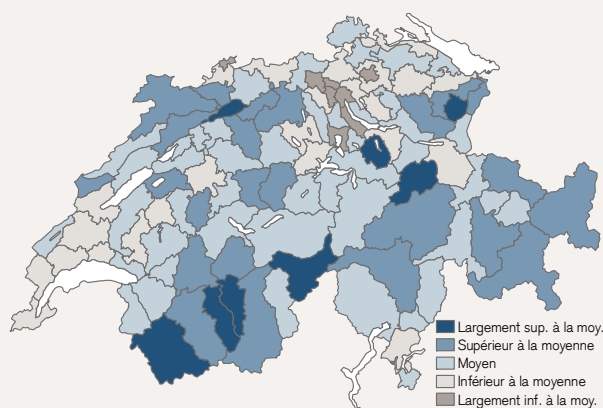
Le choix de l'emplacement est déterminant afin d'éviter des taux de vacance élevés

Dans la figure 77, nous pouvons représenter un lien intéressant à ce sujet. Nous avons déjà plusieurs fois souligné l'importance de l'accessibilité par les transports pour la qualité d'un emplacement. Comme le graphique l'indique, le risque de vacance diminue considérablement avec l'augmentation du degré d'accessibilité. Du point de vue des investisseurs, les risques de vacance peuvent être réduits, voire pilotés en choisissant l'emplacement en conséquence. Il va de soi que d'autres aspects de la qualité de l'emplacement jouent également un rôle. Ils expliquent en partie les autres différences significatives entre les régions. Outre la macro-situation, une bonne micro-situation au sein d'une commune réduit le risque de vacance de manière déterminante. Néanmoins, dans le cadre d'un portefeuille immobilier bien diversifié, des investissements sur des sites dont la qualité se situe en-deçà de la moyenne peuvent s'avérer pertinents, d'autant plus que le rendement attendu augmente de pair avec le risque. Cependant, aux emplacements en dehors des centres et d'une qualité inférieure à la moyenne, les investisseurs feraient bien d'analyser le marché de très près afin d'adapter la taille des appartements, leur aménagement, etc., aux besoins des locataires.

Figure 76

Risque de suroffre pour les logements locatifs

A moyen terme; sur la base de divers indicateurs de l'offre et de la demande

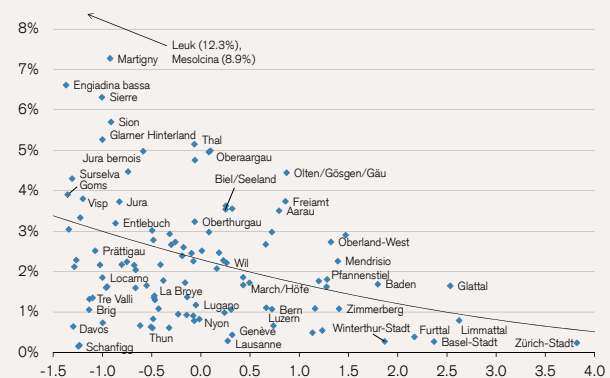


Source: Credit Suisse, Geostat

Figure 77

Taux de vacance et qualité du site

Taux de vacance en % du parc locatif (axe vertical) et accessibilité de la population par les transports (>0: supérieure à la moyenne)



Source: Office fédéral de la statistique, Navteq, search.ch, Credit Suisse

⁷ Des facteurs liés à la demande tels que la qualité du site, l'évolution démographique et l'attractivité touristique ainsi que des facteurs liés à l'offre comme l'activité d'étude de projets actuelle et le potentiel d'expansion future ont été pris en compte. Afin d'inclure également la situation actuelle du marché, l'indice comprend en outre des indicateurs relatifs aux taux de vacance actuels et à la durée d'insertion.

Le droit locatif et l'évolution démographique limitent la mobilité sur le marché locatif

Le droit locatif nuit à la mobilité résidentielle

Comme le montre la figure 72, l'écart entre les loyers proposés et les loyers du parc existant s'est fortement creusé ces dernières années. Cette évolution repose sur le fait que le droit locatif prévoit l'indexation des loyers des contrats en cours sur le taux de référence qui a été à plusieurs reprises ajusté vers le bas ces dernières années en raison des faibles taux d'intérêt. Ce loyer géré ne représente plus de manière adéquate le manque de surfaces résidentielles. Conséquence de l'évolution divergente des loyers de marché et des loyers du parc: un changement d'appartement ne présente aucun intérêt pour les locataires de longue date. On parle dans ce contexte d'un effet «lock-in»: du fait de l'augmentation massive du loyer à laquelle ils doivent s'attendre en cas de déménagement, les ménages restent dans leur appartement même si celui-ci ne correspond plus vraiment à leurs besoins, lesquels évoluent en raison des changements de la situation personnelle (p. ex. nouveau lieu de travail, départ des enfants, etc.). Il en résulte une perte de bien-être au niveau de la société, car les loyers gérés faussent les décisions en matière de qualité et de quantité des surfaces de logement.

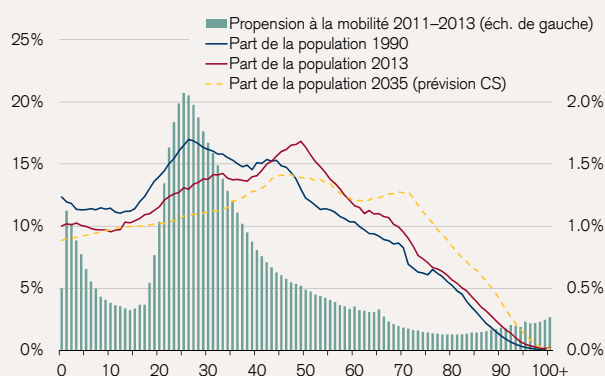
Le vieillissement démographique réduit la propension à déménager et les rendements immobiliers

L'effet négatif que le droit locatif actuel exerce sur la mobilité des locataires est encore renforcé par un deuxième effet, celui-ci à long terme: le vieillissement démographique (cf. figure 78). L'âge moyen de la population ne cesse d'augmenter. En parallèle, la propension au déménagement diminue avec l'âge et, par conséquent, également la probabilité d'un changement de commune de résidence, que nous pouvons mesurer ici en tant que propension à la mobilité. Cette probabilité atteint son maximum pour la tranche d'âge autour de 25 ans, âge auquel bon nombre de jeunes terminent leur formation ou fondent un foyer avec leur partenaire. Ensuite, la propension à la mobilité s'amenuise continuellement avec l'âge. Entre 60 et 65 ans, la propension à la mobilité finit par se stabiliser, étant donné que certains ménages se réorientent à l'occasion du départ à la retraite et optimisent leur logement en vue des besoins dictés par l'âge. Une nouvelle augmentation de la propension à la mobilité, bien que légère, s'observe à partir de 80 ans. Dans ce cas, les causes déterminantes sont probablement les déménagements dans des résidences pour seniors ou des établissements médico-sociaux.

Figure 78

Propension à la mobilité et population selon l'âge

Propension à la mobilité: part annuelle de la population changeant de commune de résidence

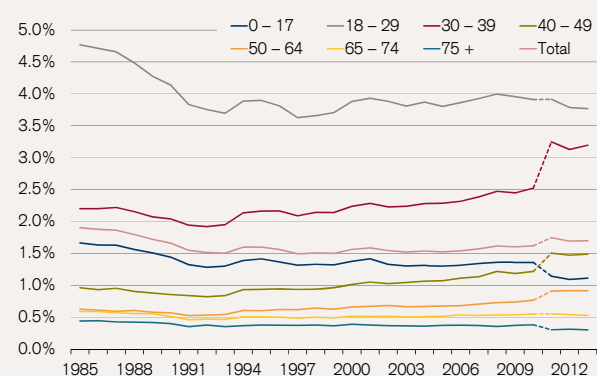


Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 79

Évolution de la propension à la mobilité selon l'âge

Part de la population changeant de canton de résidence, selon la tranche d'âge, 2010/11: rupture structurelle (passage d'ESPOP à STATPOP)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Les investisseurs axés sur le long terme devraient tenir compte de la mobilité des locataires avant de prendre des décisions

Par conséquent, le vieillissement de la population entraîne une baisse de la mobilité des locataires. Du point de vue des investisseurs, une faible mobilité des locataires équivaut à une perte de revenus locatifs, la fréquence moindre des changements de locataire impliquant moins d'occasions pour adapter le loyer au marché. En général, la mobilité des locataires atteint son niveau le plus bas dans les régions périphériques des Alpes et du Jura ainsi que dans celles des grandes villes. Une mobilité plus élevée s'observe dans de nombreuses zones suburbaines et périurbaines ainsi que dans les régions touristiques. En supposant une mobilité constante au sein de chaque tranche d'âge au fil du temps, la probabilité de déménager devrait globalement diminuer d'environ 10% d'ici 2035. À ce jour, cependant, cet effet ne se fait pas encore vrai-

ment ressentir. En effet, les chiffres relatifs à la mobilité intercantonale indiquent que la propension à la mobilité de la génération des 30 à 64 ans a légèrement augmenté au cours des dix dernières années (cf. figure 79). Jusqu'à présent, cet effet contraire a plus ou moins compensé la perte de mobilité liée au processus de vieillissement. Les investisseurs axés sur le long terme devraient cependant tenir compte de la mobilité des locataires avant de prendre des décisions, puisqu'on ne peut pas s'attendre à ce que la mobilité des ménages âgés poursuive une croissance constante. En revanche, le vieillissement démographique progresse lui inexorablement.

Placements immobiliers indirects

Du point de vue des investisseurs, les placements immobiliers sont un choix attrayant

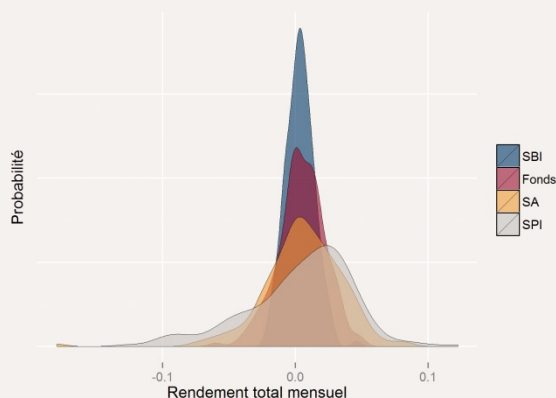
2014: résultat sensationnel des placements immobiliers indirects

La performance des placements immobiliers indirects a largement dépassé les pronostics en matière de potentiel d'appréciation du début de l'année dernière. Les facteurs clés étaient moins des changements au niveau de l'évaluation du marché immobilier sous-jacent que la nouvelle baisse étonnamment forte des taux d'intérêt à long terme. Les rendements des emprunts de la Confédération à dix ans ont fléchi continuellement l'an dernier, ont plongé en décembre et se sont inscrits en territoire négatif pour la première fois dans l'histoire peu après l'abandon du taux plancher EUR/CHF. Rien étonnant à ce que le rendement total moyen des fonds immobiliers cotés à la SIX se soit élevé à 15.0% en 2014, contre 13.6% pour celui des sociétés immobilières par actions. Pour comparaison, le Swiss Performance Index (SPI) a fourni un rendement de 13.0%. Divers nouveauxancements et des augmentations du capital de fonds immobiliers témoignent de l'intérêt intact pour les placements immobiliers. En 2014, le volume des augmentations de capital de dix fonds immobiliers en tout s'est élevé à 1.18 mrd CHF tandis que le volume des trois nouveauxancements s'est chiffré à 345 mio. CHF.

Figure 80

Profil de rendement de placements immobiliers

Répartition estimée de la fréquence (axe vertical) des rendements totaux mensuels de 01/2000 à 12/2014 (axe horizontal)



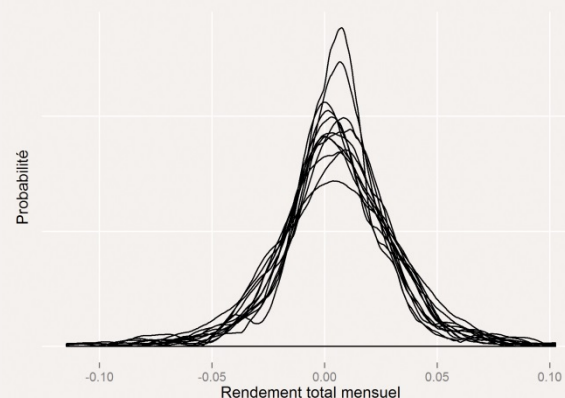
Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de performances futures. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Credit Suisse, Datastream

Figure 81

Profil de rendement des fonds immobiliers cotés

Individuellement; répartition estimée de la fréquence (axe vertical) des rendements totaux mensuels de 01/2000 à 12/2014 (axe horizontal)



Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de performances futures. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Credit Suisse, Datastream

Faible dispersion des rendements pour les placements immobiliers indirects

Ignorons pour un instant que la performance des titres cotés en bourse est basée sur des biens immobiliers et considérons le rendement total comme un simple mouvement en bourse. Outre la corrélation avec d'autres classes d'actifs, que nous avons analysée auparavant⁸ et le rendement global, l'investisseur s'intéresse tout particulièrement à la répartition des rendements. À cet

8 Cf. Credit Suisse (2009): «Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2009», p. 59–60.

égard, nous examinons les rendements mensuels au cours de la période de 2000 à 2014 et comparons les placements immobiliers indirects aux obligations et actions. La [figure 80](#) montre que la volatilité des rendements mensuels est nettement inférieure pour les supports immobiliers que pour le SPI, un indice d'actions très large, ce que les investisseurs préfèrent. Cela ressort de la répartition de fréquence beaucoup plus étroite des rendements mensuels, le Swiss Bond Index (SBI) affichant les meilleurs résultats en la matière.

Dans une faible mesure, les placements immobiliers aussi présentent une répartition inégale du rendement

La [figure 80](#) permet de voir à l'œil nu que les rendements mensuels de l'indice d'actions SPI présentent non seulement une dispersion plus large mais également une asymétrie moins favorable et des bouts relativement épaisses dites «fat tails». Cela signifie que des bénéfices et pertes mensuelles d'une certaine importance sont plus fréquents pour les actions que pour les placements immobiliers. Si l'on calcule à cet égard les mesures statistiques correspondantes, à savoir l'asymétrie et l'aplatissement (kurtosis), on constate que les répartitions des rendements des fonds immobiliers et des sociétés immobilières cotés affichent aussi des caractéristiques défavorables. Des événements extraordinaires notamment se trouvent plus souvent en territoire négatif qu'en territoire positif, quoiqu'ils soient moins prononcés que dans l'indice d'actions SPI.

Des pertes mensuelles de plus de 2.8% ne sont probables pour les fonds immobiliers que dans 5% des cas

La dispersion moins risquée des rendements de placements immobiliers se constate également dans le fait que la perte, qui, avec une probabilité de 5% ou au cours des plus mauvais 5% de tous les mois, n'a pas été dépassée, s'élevait pour le SPI à 8.2%, pour les actions immobilières à seulement 4.6% et pour les fonds immobiliers à tout juste 2.8%. Par conséquent, ces dernières n'enregistrent que très rarement des pertes mensuelles importantes. Cette mesure du risque est également connue sous le terme de «Value at Risk» et peut être calculée pour n'importe quelle probabilité. Parmi les différents fonds immobiliers qui ont été cotés pendant toute la période de janvier 2000 à décembre 2014, il y a également des différences dans la répartition estimée des rendements (cf. [fig. 81](#)). Ces différences sont toutefois moins prononcées que celles entre les classes d'actifs figurant à la [figure 80](#), et leur importance pour les investisseurs est donc moindre.

Quelle sera l'évolution des agios?

Les taux d'intérêt à long terme devraient encore longtemps persister à un niveau historiquement bas

Pour les investisseurs qui tiennent à obtenir des distributions stables, les placements immobiliers indirects peuvent se substituer aux obligations d'entreprises et d'État, raison pour laquelle il existe une corrélation négative entre les taux d'intérêt à long terme et les surcoûts payés à la bourse (agios ou primes) sur les valeurs nettes d'inventaire. Le front des taux d'intérêt ne présente actuellement aucune menace directe pour les surcoûts des placements immobiliers indirects, puisque nous supposons que les rendements des emprunts d'État à dix ans n'augmenteront que très graduellement au cours des cinq prochaines années. Dans notre scénario le plus probable, ils resteront inférieurs à 1% en moyenne sur cette période.

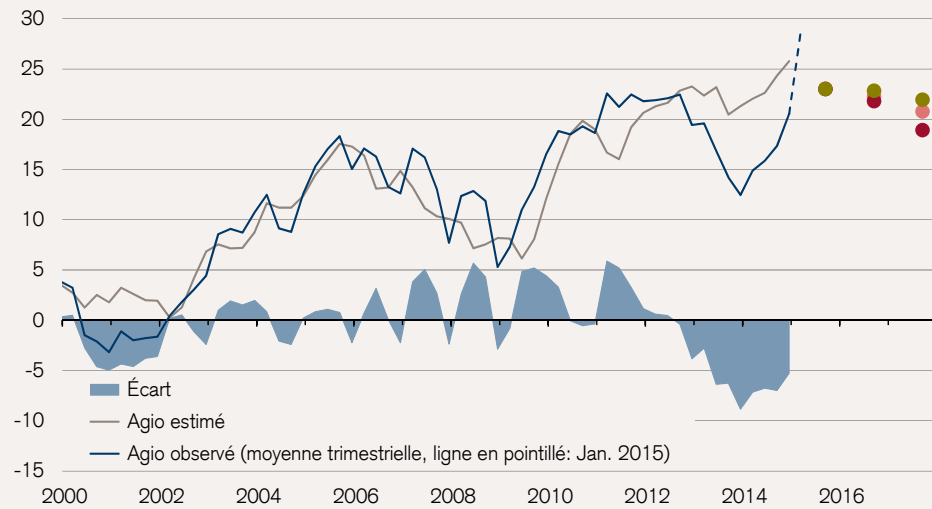
Les taux d'intérêt bas ont entraîné des surcoûts élevés mais pas exagérés

Dans le sillage de la baisse marquée des taux d'intérêt à long terme courant 2014 et début 2015, les agios des fonds immobiliers cotés et négociés hors bourse ont bondi d'un niveau moyen de 13.6% à la fin de 2013 à 29.1% à la fin janvier 2015. En parallèle, la décote moyenne de 1.8% pour les sociétés immobilières par actions s'est transformée en une prime de 8.2%. Il est intéressant de noter que, d'après le modèle, les agios auraient très bien pu se situer à un niveau encore plus élevé jusqu'à la fin 2014. Ainsi, l'écart marqué entre l'agio observé et l'agio estimé sur la base de corrélations antérieures, qui persistait depuis le milieu de 2012, s'est fermé soudainement en janvier 2015 (cf. [fig. 82](#)). Deux raisons expliquaient pour l'essentiel la différence: d'abord, il n'est pas évident de savoir si les mêmes corrélations sont valables aux bords du modèle sur lesquels les agios se trouvent actuellement en raison des taux bas. C'est pourquoi les investisseurs n'exploitaient pas toute la marge de manœuvre et préféraient miser sur la prudence. Et puis, les défis prévisibles sur les marchés de location devraient avoir encouragé les investisseurs à rester prudents. La nouvelle situation des taux négatifs a changé la donne pour les investisseurs. La peur des taux négatifs semble être plus grande et explique pourquoi les investisseurs ont abandonné leur prudence.

Figure 82

Agio des fonds immobiliers, pronostic compris

Agio estimé et observé, en % de la valeur nette d'inventaire (pondéré, fonds immobiliers cotés et non cotés); points: valeurs prévisionnelles pour trois scénarios (vert: économie faible, rose: scénario principal, rouge: économie forte)



Source: Credit Suisse, rapports annuels et semestriels des fonds

Aucun de nos scénarios ne préfigure une chute des agios

Sur la base de notre modèle, nous supposons que les agios des fonds immobiliers ne baisseront que lentement dans tous les scénarios économiques sous-jacents. Ces prévisions s'appuient sur trois scénarios à long terme relatifs à la croissance économique ainsi qu'à l'évolution des taux de vacance et d'intérêt. Des effets opposés font que les différents scénarios sont assez proches les uns des autres. Dans un scénario prévoyant une économie faible, l'agio serait même le plus élevé d'après le pronostic puisque, dans ce cas, le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt à long terme contrebalancerait largement les effets négatifs de l'évolution économique et des taux de vacance. En revanche, dans le cas d'une économie forte, les taux d'intérêt devraient le plus rapidement retrouver un niveau normal, ce qui ferait pression sur les agios malgré les taux de vacance plus faibles et les perspectives de rendement positives.

Les effets positifs et négatifs s'équilibrent à peu près dans les comptes

Les placements immobiliers indirects vus d'une perspective fondamentale

Les véhicules de placement immobilier profitent doublement des taux d'intérêt exceptionnellement bas. D'une part, les engagements financiers peuvent être souscrits à des prix encore plus bas et assortis de durées plus longues. En moyenne, le taux d'intérêt appliqué aux capitaux étrangers par les quatre grandes sociétés immobilières par actions s'élève à tout juste 2.1% selon le dernier rapport intermédiaire. D'autre part, les taux d'intérêt plus faibles élargissent la marge de manœuvre pour baisser les taux de capitalisation, ce qui fait augmenter les valorisations des immeubles ceteris paribus. C'est pourquoi les prévisions en demi-teinte relatives aux rendements sur le marché immobilier sous-jacent ne se retrouvent que lentement dans les rapports d'activité. Au compte de résultat, les rendements locatifs plus bas du parc sont compensés par des coûts d'emprunt plus faibles et, au bilan, du fait des taux d'escompte réduits, les rendements locatifs plus bas ne se répercutent pas encore sur les valorisations des immeubles ou sont même plus que compensés. Non seulement les agios, mais également les rendements globaux devraient donc être relativement proches les uns des autres dans les scénarios jugés réalistes, d'autant plus que les taux de capitalisation qui ont tendance à baisser sont valables dans le scénario plutôt négatif et font augmenter ou au moins se stabiliser les valorisations des immeubles en dépit des mauvaises perspectives de location. Par conséquent, l'évolution de la valeur d'inventaire devrait dépendre moins que prévu de la conjoncture. Il faudrait s'attendre à un effondrement du rendement global uniquement dans le scénario d'une stagflation – une inflation forte associée à une faible croissance. Cependant, un tel scénario paraît très peu probable pour les cinq prochaines années.

La plupart des fonds immobiliers sont bien diversifiés régionalement

Cependant, du fait de leurs indicateurs financiers, les placements immobiliers indirects suisses peuvent tout aussi bien être évalués «bottom-up», c.-à-d. sur la base de chaque immeuble. La diversification sur le territoire est l'un des arguments clés en faveur des placements immobiliers indirects en comparaison d'un petit portefeuille de placements directs, et c'est pourquoi nous l'examinons de très près. Notamment en ce qui concerne le risque de vacance, les régions suisses diffèrent considérablement (cf. ci-dessus les figures 76 et 77), et une diversification est par conséquent pertinente. Pour cette raison, nous avons examiné la diversification régionale des fonds immobiliers suisses cotés sur la base de l'indice de Herfindahl, qui est une mesure de la concentration. La plupart des fonds ont assez bien diversifié leurs immeubles sur les 110 régions économiques suisses (cf. fig. 83). Les immeubles résidentiels d'un fonds immobilier sont au maximum répartis sur 47 régions; pour les immeubles commerciaux, le maximum est de 28 régions. Du fait du plus grand nombre d'unités, la diversification est un peu plus accentuée pour les immeubles résidentiels que pour les immeubles commerciaux et mixtes. Une bonne répartition des immeubles devrait cependant tenir compte non seulement des régions économiques mais aussi des grandes régions, ce qui est le cas pour la plupart des fonds.

Figure 83

Diversification régionale des fonds immobiliers

1: diversification parfaite (répartition homogène), 0: aucune diversification

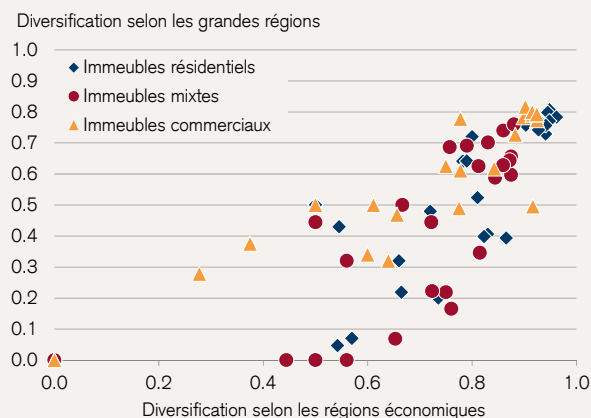
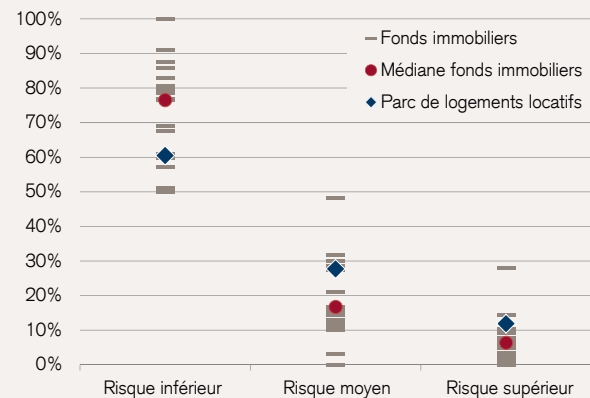


Figure 84

Répartition régionale des immeubles

Part des immeubles selon les régions en fonction du risque d'absorption



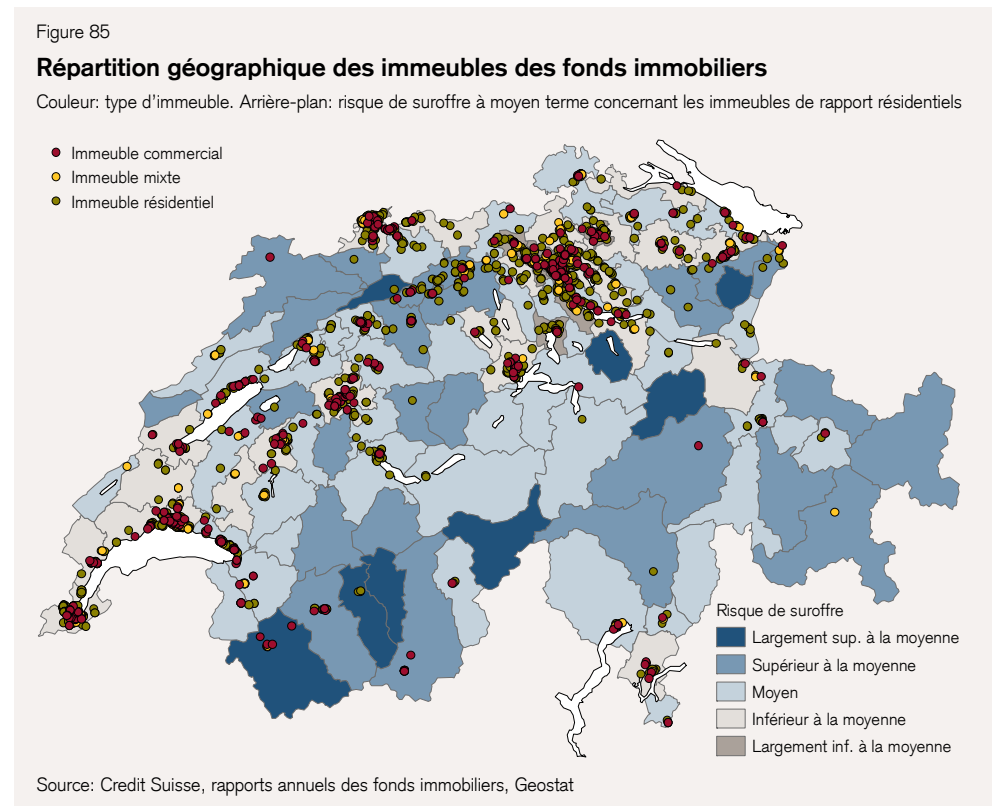
Risque d'absorption prévisible pour les immeubles résidentiels des fonds

Si on concrétise la diversification en comparant la répartition des immeubles résidentiels au risque d'absorption à moyen terme de la section «Placements directs», il en ressort que les immeubles des fonds immobiliers se situent en moyenne à 77% dans des régions présentant un risque d'absorption inférieur à la moyenne (cf. fig. 84). 17% se trouvent dans des régions présentant un risque moyen et seulement 6% des immeubles sont implantés dans des régions ayant un risque d'absorption supérieur à la moyenne. La figure 84 montre également la dispersion des différents fonds. En moyenne, la qualité des emplacements est meilleure pour les fonds que pour l'ensemble du parc de logements locatifs. Les fonds sont donc moins exposés que la moyenne au risque d'absorption. La figure 85 illustre la dispersion géographique des immeubles des fonds immobiliers selon les derniers rapports d'activité.

Les sociétés immobilières par actions sont fortement concentrées sur les cinq grands centres

Nous avons également effectué l'analyse régionale ci-dessus pour les immeubles des quatre plus grandes sociétés immobilières par actions suisses (Swiss Prime Site, PSP, Allreal et M-bimo). Du fait de l'orientation plus forte de ces sociétés sur l'immobilier commercial, nous avons réalisé l'analyse géographique non pas à l'échelon régional mais au niveau des zones commerciales, tout en nous limitant aux immeubles commerciaux. Les sociétés se concentrent avant tout sur les cinq grands centres: Zurich, Genève, Bâle, Berne et Lausanne. À chaque fois, 36% du parc immobilier total des sociétés se répartissent entre les Central Business Districts (CBD) et les zones commerciales élargies/extérieures de ces centres. La valeur de marché de ces objets atteint même 84% du total. Les sociétés immobilières sont beaucoup moins représentées dans les six prochains plus grands centres moyens de Suisse (Winterthur, Saint-Gall, Argovie, Lugano, Lucerne et Zoug). Seulement 9% des immeubles ou 7% de leur valeur se répartissent

sur ceux-ci; cependant, les emplacements en centre-ville ont clairement plus de poids dans les centres moyens que dans ceux de grande taille. N'oublions pas enfin les 19% d'immeubles ou 9% de la valeur de marché situés dans les autres régions de Suisse.



Placements immobiliers indirects internationaux

Les évaluations historiques peuvent être comparées à l'échelle internationale

Au regard des surcoûts relativement élevés des placements immobiliers indirects suisses ainsi que du fait que les marchés immobiliers suisses se trouvent d'un point de vue fondamental dans l'automne de leur cycle, il vaut la peine de jeter un coup d'œil aux marchés étrangers. Pour les placements immobiliers commerciaux, l'accent international est en général placé sur les surfaces de bureaux et de vente. En revanche, le marché des immeubles de rendement résidentiels a relativement peu d'importance. Les pourcentages plus élevés des logements en propriété et, partant, des marchés du logement locatif en partie sous-développés ou surréglementés sont déterminants à cet égard. Une comparaison transfrontalière du cycle des indices immobiliers s'avère difficile, puisque les sociétés immobilières par actions investissent dans des segments différents selon les pays. La comparaison des placements immobiliers indirects sur la base de leurs évaluations historiques est en revanche relativement simple. Pour ce faire, nous comparons les indices de chaque pays, mesurés à l'échelle de leurs évaluations historiques. La [figure 86](#) montre le positionnement des indices d'actions immobilières FTSE EPRA/NAREIT de quelques pays européens en comparaison à long terme, d'une part en matière de primes payés sur les valeurs nettes d'inventaire et, d'autre part, concernant leurs écarts de rendement (yield spreads) par rapport aux emprunts d'État nationaux à dix ans.

Les évaluations sont élevées sans être exceptionnelles en comparaison européenne

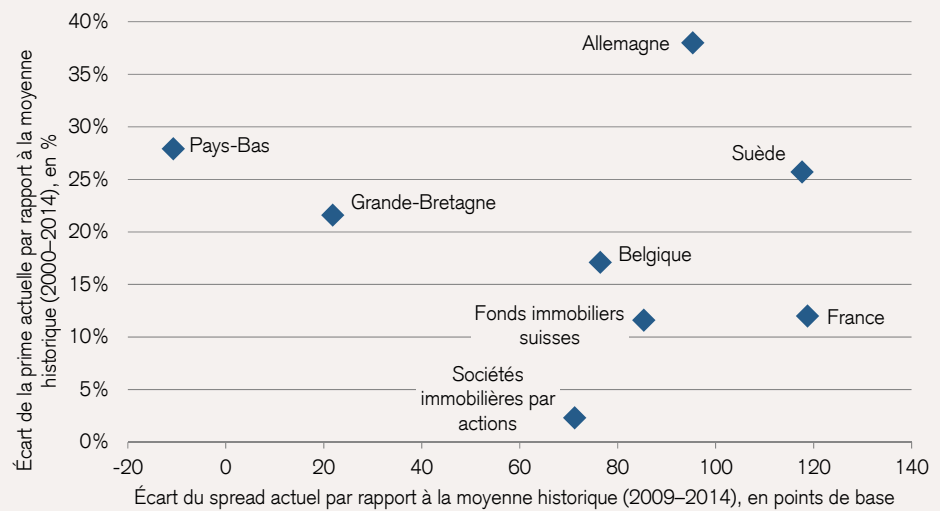
Les évaluations actuelles des fonds immobiliers et sociétés immobilières par actions suisses se situent au-dessus de la moyenne à long terme, ce qui n'est pas étonnant au vu des taux d'intérêt très bas. Le yield spread pour les fonds s'élevait par exemple à 273 points de base à la fin 2014 et se situait donc 85 points de base au-dessus de la valeur moyenne depuis mars 2009. Pour les sociétés anonymes suisses, l'écart était de 71 points de base à la fin 2014. Les surcoûts également dépassaient les moyennes historiques, avec 11.6% (fonds) et 2.3% (actions) à la fin 2014. La [figure 86](#) montre que ce ne sont pas des valeurs exceptionnelles en comparaison internationale. Par rapport aux autres pays, les agios/primes des supports suisses

sont relativement proches des moyennes historiques. En ce qui concerne les yield spreads, les placements immobiliers suisses ne dépassent pas la moyenne malgré les rendements extrêmement faibles des emprunts d'État. Cela confirme notre point de vue selon lequel on ne peut pas dire que les agios des fonds immobiliers suisses soient excessifs dans le contexte actuel.

Figure 86

Évaluation des placements immobiliers indirects en comparaison européenne

Prime sur la valeur nette d'inventaire (VNI) ainsi que yield spread comparé à l'emprunt d'État à dix ans; écart par rapport à la moyenne historique



Source: Credit Suisse, EPRA, Bloomberg, Datastream

Perspectives 2015 pour les placements immobiliers

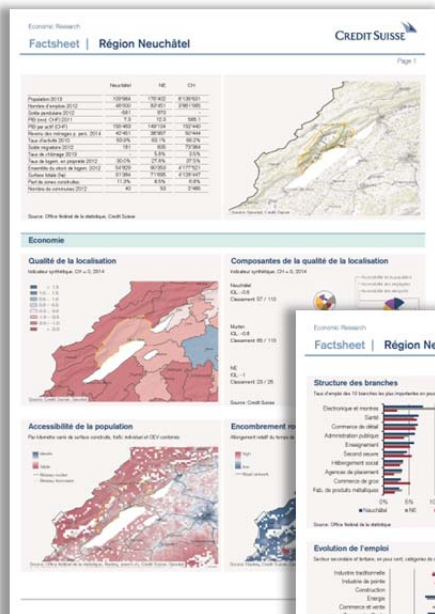
2015: une nouvelle année de baisse des rendements pour les placements immobiliers

L'année passée, les placements immobiliers suisses ont profité de circonstances extraordinaires sur les marchés des capitaux. Cette tendance devrait se poursuivre cette année, mais probablement sans atteindre les mêmes résultats exceptionnels. Selon toutes prévisions, les conditions-cadres favorables aux évaluations ne devraient guère changer. Nous estimons que les taux d'intérêt à court et à long terme demeureront faibles en 2015. L'attractivité des placements immobiliers pour les investisseurs restera donc intacte. L'écart entre les rendements sur distribution des placements immobiliers et les rendements des obligations restera énorme, si bien que les placements immobiliers continueront de s'imposer comme incontournables. En conséquence, les rendements initiaux des placements immobiliers suisses notamment devraient diminuer une fois de plus.

Les placements immobiliers restent une possibilité d'investissement extrêmement attractive

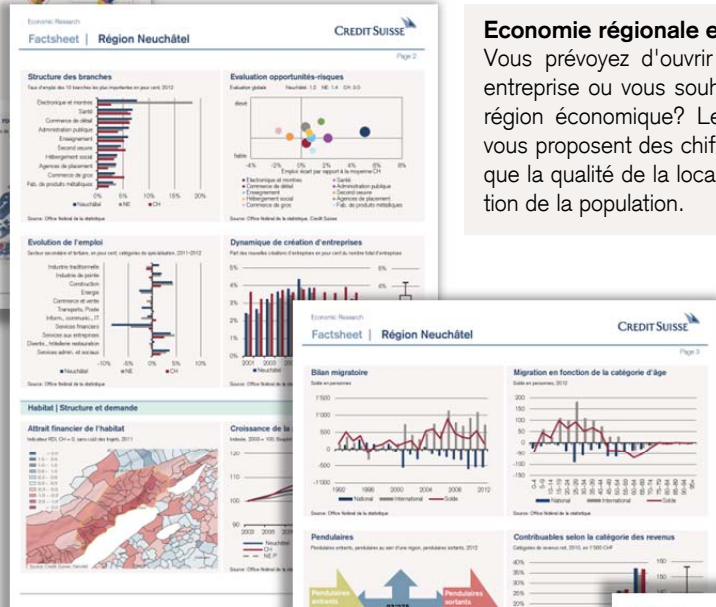
En termes d'évolution des agios, les placements immobiliers indirects devraient être épuisés en grande partie, mais pas complètement. L'accent est donc mis sur les rendements sur distribution relativement élevés et les yield spreads importants. Tant que ceux-ci ne sont pas limités par l'évolution du marché, l'immobilier reste une possibilité d'investissement extrêmement attractive. Comme nous l'avons montré, les fonds sont moins exposés au risque d'absorption grandissant. Des possibilités d'investissement intéressantes se présentent en outre depuis peu dans les pays voisins. Par le passé, l'appréciation du franc suisse a souvent neutralisé, voire inversé, les rendements légèrement supérieurs de l'immobilier à l'étranger. Avec l'abandon du taux plancher EUR/CHF, le franc suisse s'est envolé à un point tel que l'on peut parler d'un créneau favorable aux investissements dans la zone euro. Il est peu probable que le franc suisse poursuive sa tendance d'appréciation – bien au contraire. Les investisseurs peuvent donc actuellement profiter non seulement des avantages en termes de diversification, mais encore des rendements sur distribution souvent plus élevés des placements immobiliers étrangers.

Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux

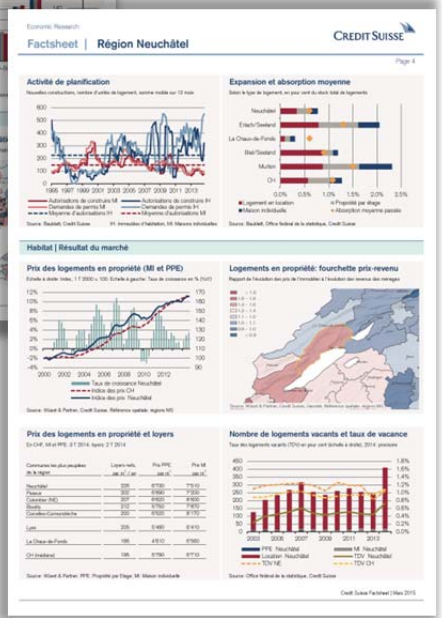


Indicateurs mis à jour régulièrement sur les 110 régions économiques
 Quelle est la qualité de la localisation de la région économique Neuchâtel? Quels secteurs sont particulièrement importants pour cette région? Quels sont les prix de l'immobilier dans les communes de cette région? Les factsheets du Credit Suisse répondent à ces questions et à de nombreuses autres sur l'économie régionale, la démographie et les marchés immobiliers. Des chiffres régulièrement actualisés sont présentés sous forme de graphiques, tableaux et cartes parfaitement représentatifs.

Economie régionale et démographie
 Vous prévoyez d'ouvrir de nouveaux sites avec votre entreprise ou vous souhaitez vous faire une idée d'une région économique? Les factsheets du Credit Suisse vous proposent des chiffres actuels sur des thèmes tels que la qualité de la localisation, l'accessibilité et l'évolution de la population.



Marchés régionaux de l'immobilier
 Vous prévoyez un déménagement, vous souhaitez acheter un logement en propriété ou investir dans un immeuble de rendement? Les factsheets du Credit Suisse vous donnent des informations fondamentales sur le marché régional de l'immobilier avec des indicateurs tels que l'âge du parc immobilier, les chiffres des logements vacants, l'activité de planification etc.



Prix de l'immobilier et location
 Vous souhaitez avoir un aperçu des prix régionaux ou comparer les prix entre différentes communes et régions? Vous trouverez également ces informations dans les factsheets du Credit Suisse.

Voici comment commander les factsheets du Credit Suisse:

Les clients du Credit Suisse peuvent commander des factsheets sur les différentes régions économiques dans la langue souhaitée (français, allemand, italien ou anglais) sous le lien suivant:

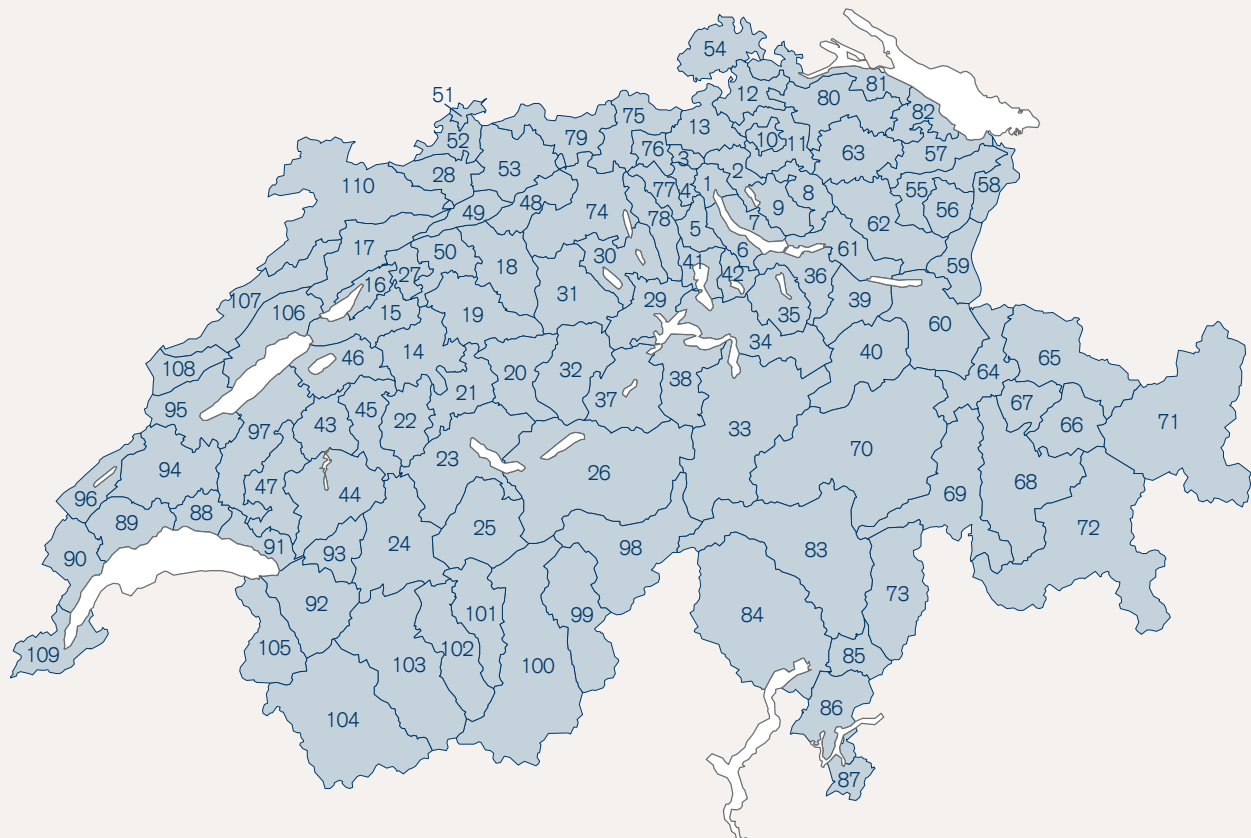
www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Vous trouverez la liste des 110 régions économiques de Suisse à la page 79.

Annexe: régions économiques de Suisse

Les régions économiques ont été définies par le service Credit Suisse Economic Research à partir des régions MS (Mobilité Spatiale) de l'Office fédéral de la statistique. Cette délimitation repose moins sur les frontières politiques que sur des phénomènes économiques, des structures spatiales et des schémas de mobilité. Ces régions économiques peuvent donc être à cheval sur plusieurs cantons.

Régions économiques de Suisse



1 Zürich-Stadt	23 Thun	45 Sense	67 Scharfigg	89 Morges/Rolle
2 Glattal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittelbünden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 Knonaeramt	27 Grenchen	49 Thal	71 Engiadina bassa	93 Pays d'Enhaut
6 Zimmerberg	28 Laufental	50 Solothurn	72 Oberengadin	94 Gros-de-Vaud
7 Pfannenstiel	29 Luzern	51 Basel-Stadt	73 Mesolcina	95 Yverdon
8 Oberland-Ost	30 Sursee/Seetal	52 Unteres Baselbiet	74 Aarau	96 La Vallée
9 Oberland-West	31 Willisau	53 Oberes Baselbiet	75 Brugg/Zurzach	97 La Broye
10 Winterthur-Stadt	32 Entlebuch	54 Schaffhausen	76 Baden	98 Goms
11 Winterthur-Land	33 Uri	55 Appenzell A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzell I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 Sarneraatal	59 Werdenberg	81 Untersee/Rhein	103 Sion
16 Biel/Seeland	38 Nidwalden/Engelberg	60 Sarganserland	82 Oberthurgau	104 Martigny
17 Jura bernois	39 Glarner Mittel- und Unterland	61 Linthgebiet	83 Tre Valli	105 Monthey/St-Maurice
18 Oberaargau	40 Glarner Hinterland	62 Toggenburg	84 Locarno	106 Neuchâtel
19 Burgdorf	41 Lorzenebene/Ennetsee	63 Wil	85 Bellinzona	107 La Chaux-de-Fonds
20 Oberes Emmental	42 Zuger Berggemeinden	64 Bündner Rheintal	86 Lugano	108 Val-de-Travers
21 Aaretal	43 La Sarine	65 Prättigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Source: Credit Suisse, Geostat

Avertissement sur les risques

Chaque investissement implique des risques, notamment en matière de fluctuations de valeur et de rendement. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu.

Pour une discussion sur les risques afférents aux placements dans les titres mentionnés dans ce rapport, veuillez consulter ce lien Internet:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Le présent rapport comporte des informations concernant des placements impliquant des risques particuliers. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques particuliers dans le négoce de titres» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers.

Le prix, la valeur ou le revenu de tout titre ou instrument financier mentionné dans ce rapport peuvent diminuer ou augmenter. La valeur des titres et des instruments financiers est subordonnée aux fluctuations des taux de change et d'intérêt au comptant ou à terme, des indicateurs économiques, de la capacité financière de l'émetteur ou de l'émetteur de référence, etc., qui sont susceptibles d'affecter positivement ou négativement le prix ou le revenu de ces titres ou de ces instruments financiers. En achetant des titres ou des instruments financiers, vous vous exposez à des pertes ou à une perte nette du capital en raison des fluctuations des cours ou d'autres indices financiers, etc. Les investisseurs qui ont effectué des placements en ADR, dont la valeur est affectée par la volatilité des monnaies, assument effectivement ce risque.

Les taux de commission pour les opérations de courtage seront conformes aux taux convenus entre le CS et l'investisseur. Pour les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre entre le CS et l'investisseur, le prix d'achat ou de vente constituera le prix total. Les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre, y compris les opérations sur dérivés hors bourse, seront négociées sous la forme d'un prix/cours d'achat ou d'un prix/cours de vente, auquel cas une différence ou un écart peut être constaté. Les frais associés aux transactions seront convenus avant lesdites transactions, conformément aux lois et aux réglementations applicables. Veuillez lire attentivement la documentation préalable au contrat, etc., pour le détail des risques et commissions, etc., des titres ou des instruments financiers concernés avant l'achat.

Les titres structurés sont des instruments complexes comportant de par leur nature un degré de risque élevé; ils sont destinés à être vendus uniquement à des investisseurs avertis capables de comprendre et d'assumer les risques qu'ils impliquent. La valeur sur le marché d'un produit structuré peut être affectée par des changements induits par des facteurs d'ordre économique, financier et politique (y compris, sans toutefois s'y limiter, les intérêts au comptant et à terme et les taux de change), la date d'échéance, les conditions et la volatilité du marché ainsi que la solvabilité des émetteurs ou de l'émetteur de référence. Tout investisseur intéressé par l'achat d'un produit structuré doit effectuer sa propre recherche et sa propre analyse du produit; il doit consulter ses propres conseillers professionnels quant aux risques que comporte l'achat d'un tel produit.

Certains des investissements décrits dans ce rapport comportent un niveau élevé de volatilité. Les investissements soumis à une forte volatilité sont sujets à des baisses soudaines et fortes de valeur causant une perte au moment de la vente des titres. Ces pertes peuvent égaler votre investissement initial. Dans le cas de certains investissements, le risque de perte est même susceptible d'excéder le montant de l'investissement initial et vous pourriez dans de telles circonstances être tenu de déboursier une somme plus élevée pour couvrir ces pertes. Les rendements des investissements peuvent fluctuer et, par conséquent, il est possible que le capital initial versé soit utilisé afin d'assurer une partie du rendement. Il se peut que certains investissements ne soient pas aisément réalisables et qu'ils soient dès lors difficiles à vendre ou à réaliser. De même il vous sera peut-être difficile d'obtenir des informations fiables sur la valeur d'un tel placement ou sur les risques auxquels il est exposé. Pour toute question, veuillez contacter votre Relationship Manager.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Des commissions, des frais ou toute autre charge comme les fluctuations du taux de change peuvent avoir des répercussions sur les performances.

Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent aucune garantie de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif

sur la valeur, le prix ou le revenu. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres.

Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

Marchés émergents

Lorsque le présent rapport traite des marchés émergents, vous devez avoir conscience qu'il existe un certain nombre de risques et d'incertitudes inhérents aux investissements et transactions dans différents types de placements ou, relatifs ou liés, aux émetteurs et débiteurs constitués en société, implantés ou exerçant des activités commerciales sur les marchés des pays émergents. Les placements relatifs aux marchés des pays émergents peuvent être considérés comme des placements spéculatifs et leur cours seront bien plus volatils que le cours des placements concernant les marchés des pays les plus développés. Les investissements dans des placements relatifs aux marchés émergents sont destinés uniquement aux investisseurs avertis ou professionnels expérimentés qui connaissent les marchés en question, sont capables d'apprécier et de tenir compte des divers risques inhérents à ce type de placements et possèdent les ressources financières nécessaires pour supporter le risque substantiel de perte d'investissement inhérent à ce type de placements. Il vous incombe de gérer les risques liés à tout placement relatif aux marchés des pays émergents et l'affectation des actifs de votre portefeuille. Vous devriez demander l'avis de vos conseillers concernant les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale.

Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

Risques de taux d'intérêt de crédit

La valeur d'une obligation dépend de la solvabilité de l'émetteur et/ou du garant (le cas échéant), laquelle peut changer sur la durée de l'obligation. En cas de défaillance de l'émetteur et/ou du garant de l'obligation, celle-ci ou tout revenu en découlant n'est pas garanti(e) et vous pouvez perdre tout ou partie de l'investissement initial.

Notifications

Les informations et opinions exprimées dans ce rapport (autres que les contributions apportées à des articles par des stratégies en investissement) sont celles du département Research de la Division Private Banking & Wealth Management du CS au moment de la rédaction; toute modification demeure réservée sans préavis. Les opinions exprimées en relation avec un titre spécifique dans ce rapport peuvent être différentes ou ne pas concorder avec les observations et les opinions du département Research de la Division Investment Banking du Credit Suisse en raison de différences dans les critères d'évaluation.

Les contributions apportées à des articles par des stratégies en investissement ne sont pas des rapports de recherche. Les stratégies en investissement ne dépendent pas du département Research du CS. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour garantir l'indépendance du département Research du CS, y compris des politiques relatives aux restrictions en matière de négoce des titres concernés avant la publication des rapports Research. Lesdites politiques ne s'appliquent pas aux stratégies en investissement.

Le CS décline toute responsabilité à l'égard de toute perte découlant de l'utilisation des éléments présentés dans ce rapport; cette exclusion de responsabilité ne saurait être invoquée dans les cas prévus par la législation ou la réglementation applicable au CS. Ce rapport ne doit pas être substitué à l'exercice d'un jugement indépendant comme fondement à la prise de décision. Le CS peut avoir émis ou pourrait émettre à l'avenir une idée d'investissement concernant ce titre. Les idées d'investissement sont des opportunités à court terme basées sur des événements et des éléments déclencheurs sur les marchés, tandis que les notations des sociétés s'appuient sur la performance absolue escomptée sur une période de six à douze mois tel que cela est défini dans la section notification. Les idées d'investissement et les notations de sociétés reflètent des hypothèses sous-jacentes et des méthodes d'analyse différentes. Par conséquent, il est possible que les idées d'investissement diffèrent des notations de sociétés. En outre, le CS peut avoir publié d'autres rapports, ou pourrait en publier à l'avenir, qui contredisent les informations présentées dans ce rapport ou qui en tirent des conclusions différentes. Ces rapports reflètent les diverses suppositions, visions et méthodes d'analyses des analystes qui les ont rédigés et le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdits rapports soient portés à l'attention de tout destinataire du présent rapport.

Certification par les analystes

Chacun des analystes mentionnés dans le présent document certifie que les points de vue exprimés dans cette brochure à l'endroit des entreprises et des titres qu'il ou elle est amené(e) à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Il affirme que sa rémunération n'est et ne sera jamais liée, directement ou indirectement, à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document.

Les analystes Knowledge Process Outsourcing (KPO) mentionnés dans le présent rapport sont employés par Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited.

Indications importantes

Le CS publie ses brochures au moment qu'il estime le plus approprié. C'est le cas dès lors qu'il juge que l'évolution de l'entreprise, du secteur ou du marché soumis à son évaluation est susceptible d'avoir des répercussions sensibles sur les points de vue et opinions exprimés dans la brochure. Le CS se fait fort de publier uniquement des analyses impartiales, indépendantes, honnêtes, claires et intelligibles.

Le code de conduite du Credit Suisse, auquel la totalité des employés doit adhérer, est accessible par Internet sous:

https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_en.pdf

Pour des détails complémentaires sur la méthodologie de notation du Credit Suisse, veuillez vous référer aux informations sur l'indépendance des recherches financières qui se trouvent sous:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

L'analyste responsable de la rédaction de cette brochure se voit rétribué en fonction de plusieurs paramètres parmi lesquels la totalité des revenus touchés par le CS, dont une partie est générée par les activités d'investissement banking du Credit Suisse.

Notifications complémentaires

Royaume-Uni: En ce qui concerne la notification des informations sur titres à revenu fixe pour les clients de Credit Suisse (UK) Limited et de Credit Suisse Securities (Europe) Limited, veuillez téléphoner au +41 44 333 33 99.

Pour des informations sur les notifications relatives aux sociétés recommandées par Credit Suisse Investment Banking et mentionnées dans le présent rapport, veuillez vous référer au site de la division Investment Banking sous:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour toutes informations complémentaires, y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de la division Private Banking & Wealth Management sous:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction ou une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

Les références au Credit Suisse effectuées dans ce rapport comprennent Credit Suisse AG, la banque suisse, ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant:

http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL:

Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le Credit Suisse, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées

aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

Distribution des rapports de recherche

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est préparé et distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Bahrein:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG, Dubai Branch, dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority (DFSA). Les produits ou les services financiers liés sont réservés à des clients dotés du statut de client professionnel ou de contrepartie de marché au sens des règlements de la DFSA, qui possèdent une expérience et une compréhension suffisantes pour participer aux marchés financiers et qui satisfont au critère de régulation afin de devenir client. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (France), autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (France) est placé sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Allemagne:** Credit Suisse (Deutschland) AG est agréée et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht); elle adresse à ses clients des études qui ont été préparées par l'une de ses sociétés affiliées. **Gibraltar:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited est une entité légalement indépendante détenue en totalité par Credit Suisse et elle est réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Hong Kong:** Le présent document a été publié à Hong Kong par Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, qui possède une licence en tant que société agréée par la Hong Kong Monetary Authority et qui est réglementée par la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 de la législation du pays). **Inde:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India», n° CIN U67120MH1996PTC104392), qui est réglementé par le Securities and Exchange Board of India (SEBI) sous les numéros d'enregistrement SEBI INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631, INP000002478, et dont l'adresse enregistrée est 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Inde, tél. +91-22 6777 3777. Pour de plus amples informations sur les activités et les antécédents disciplinaires de Credit Suisse India, veuillez vous référer aux sections III et IV du document d'information disponible à l'adresse <https://www.credit-suisse.com/media/pb/docs/in/privatebanking/services/disclosure-portfolio-management.pdf>. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Japon:** Ce rapport est publié uniquement au Japon par Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membre de la Japan Securities Dealers Association, de la Financial Futures Association of Japan, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited ne publiera ni ne transmettra ce rapport en dehors du Japon. **Jersey:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, qui est réglementé par la Jersey Financial Services Commission.

L'adresse professionnelle à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Singapour:** Ce rapport a été élaboré et publié à Singapour exclusivement à l'intention des investisseurs institutionnels, des investisseurs accrédités et des investisseurs avertis (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations), et est également publié par Credit Suisse AG, Singapore Branch, à l'intention des investisseurs étrangers (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations). Credit Suisse AG, Singapore Branch, peut distribuer les rapports établis par ses entités étrangères et sociétés affiliées sous le régime prévu au Règlement 32C des Financial Advisers Regulations. Les bénéficiaires singapouriens doivent prendre contact avec Credit Suisse AG, Singapore Branch, par téléphone au +65-6212-2000 pour toute question résultant du ou en rapport avec le présent rapport. En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité, d'investisseur averti ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, Singapore Branch, est dispensé de respecter certaines exigences de conformité selon le Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour («FAA»), les Financial Advisers Regulations et les notifications et les directives qui en découlent, en relation avec les prestations de conseil financier que Credit Suisse AG, Singapore Branch, est susceptible de vous fournir. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España. **Thaïlande:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, qui est réglementé par l'Office of the Securities and Exchange Commission, Thaïlande, et dont l'adresse enregistrée est 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, tél. 0-2614-6000. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations.

ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS.

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

15C027A_R

Autres publications du Credit Suisse



Global Real Estate Monitor Q1 2015

The Global Real Estate Monitor is a quarterly overview of the key real estate markets and trends around the world. We analyze both direct and indirect real estate investments.

10 mars 2015



Moniteur Suisse 1^{er} trimestre 2015

Le Moniteur Suisse synthétise les résultats d'analyses et prévisions macro- et micro-économiques.

17 mars 2015



Indice de la construction suisse 2^e trimestre 2015

L'Indice de la construction suisse publié chaque trimestre vous informe sur la conjoncture actuelle de la branche de la construction et présente des estimations et explications relatives à l'évolution du chiffre d'affaires dans le secteur de la construction.

21 mai 2015



Moniteur immobilier 2^e trimestre 2015

Le Moniteur immobilier établit trois fois par an un état des lieux des évolutions du marché immobilier et s'inscrit ainsi en complément des analyses fondamentales annuelles et des thèmes spéciaux de l'Etude immobilière du Credit Suisse.

28 mai 2015



Le canton du Tessin Structure et perspectives

Du fait de sa situation géographique, le Tessin est confronté à des défis spécifiques. L'étude régionale se concentre sur les perspectives économiques du canton.

10 juin 2015



Facteurs de succès pour PME Suisses – Les placements en point de mire

Cette étude annuelle interroge les PME suisses sur leurs facteurs de succès en Suisse. L'édition de cette année revient tout particulièrement sur l'importance des placements pour les PME, dans le contexte notamment de la force du franc.

1^{er} septembre 2015



Bonnes perspectives de rendement à long terme.

©Adrien Barakat

Tirez profit du savoir-faire du Credit Suisse

Fournisseur mondial de produits de placement immobiliers, le Credit Suisse offre l'accès à un portefeuille immobilier diversifié en Suisse et à l'étranger. Profitez des bonnes perspectives de rendement à long terme, en bénéficiant de la stabilité des revenus immobiliers.

www.credit-suisse.com/ch/realestate

