

UBS real estate focus

Research Suisse

Janvier 2011



Le marché immobilier en *Suisse* 2011

Moteurs du marché *Le marché de l'immobilier continue sa progression*

Immeubles d'habitation *Un risque accru pour les logements en propriété*

Immeubles commerciaux *La qualité plus que jamais importante*

Immeubles cotés en bourse *La performance de l'an dernier sera difficile à battre*

Sommaire

UBS real estate focus 2011

Ce rapport a été rédigé par UBS SA. Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Les cours de marché mentionnés correspondent aux cours de clôture sur les marchés de cotation respectifs.

Editeur

UBS SA, Wealth Management Research (WMR), case postale, CH-8098 Zurich

Editeur en chef

Claudio Saputelli

Edition

Viviane Vajda, Pierre Weill

Auteurs

Daniel Brüllmann*, Patric Caillat*, Urs Fäs*, Gunnar Herm*, Caesar Lack, Dalibor Maksimovic*, Stefan R. Meyer, Achim Peijan, Claudio Saputelli, Niklaus Scheerer*, Christian Unternährer*, Thomas Veraguth, Markus Wagemann*

Clôture de la rédaction

3^e janvier 2011

Gestion de projet

Caspar Heer

Mise en page

Werner Kuonen, Margrit Oppliger, Linda Sutter

Traduction

24translate, Saint-Gall, Suisse

Photos

www.masterfile.com

Impression

Druckerei Flawil AG, Flawil, Suisse

Langues

Publié en français, anglais, allemand et italien

Contact

ubs-research@ubs.com

*Ces auteurs sont tous d'entités extérieures à Wealth Management Research. Les dispositions légales relatives à l'indépendance de la recherche financière ne s'appliquent pas à toutes ces entités, pas plus que les «Directives sur l'indépendance de la recherche financière» du Conseil d'administration de l'Association suisse des banquiers (ASB).

SAP no 83518F-1101

Editorial	3
En bref.....	4

Moteurs du marché immobilier

Conjoncture et revenus.....	6
Inflation et taux d'intérêt	7
Population et emploi.....	8
Aperçu des moteurs du marché immobilier	8

Immeubles d'habitation

Logements en propriété – risque accru.....	10
Logements locatifs – rendements constants	12
Aperçu des immeubles d'habitation	12
En point de mire	
L'imposition de la valeur locative enfreint la fiscalité classique.....	13
Versement anticipé du 2 ^e pilier: un jeu dangereux.....	15
Le logement avec services est de plus en plus prisé	17

Immeubles commerciaux et usages spéciaux

Surfaces de bureau – une plus grande différenciation selon les qualités.....	20
Surfaces commerciales – croissance zéro à l'horizon.....	22
Aperçu des immeubles commerciaux	22
En point de mire	
Le partenariat public-privé: bien plus qu'une formule toute faite.....	23
L'immobilier hospitalier en pleine mutation.....	25
Les placements immobiliers internationaux offrent des opportunités de diversification.....	27

Immeubles cotés en bourse et fondations de placement

Actions immobilières – une assise solide	30
Fonds immobiliers – un complément intéressant dans le portefeuille	31
Aperçu de l'immobilier cotés en bourse.....	32
En point de mire	
Progression des actions immobilières suisses	33
Evolutions et tendances des fonds immobiliers cotés en bourse	35
Les groupes de placements immobiliers des fondations de placement progressent	37

Nos prestations

Nos prestations complètes dans le domaine immobilier	40
Sélection de publications de recherche	42

Commande ou abonnement

En tant que client ou cliente d'UBS, vous pouvez commander des exemplaires supplémentaires de cette publication ou vous abonner à *UBS real estate focus* par l'intermédiaire de votre conseiller ou par la Printed & Branded Products Mailbox: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

Vous pouvez également vous abonner sur Internet via le portail WMR.

Editorial



Daniel Kalt



Claudio Saputelli

Chère lectrice, cher lecteur,

«Les immeubles sont au cœur de presque toutes les affaires», estime Donald Trump, milliardaire américain de l'immobilier. Il a raison en partie seulement. Certes, l'univers quotidien des auteurs de cette nouvelle publication *UBS real estate focus* concerne presque exclusivement l'immobilier. Mais au centre de chaque affaire, il y a toujours notre cliente ou notre client. Grâce à elle ou lui, nous sommes confrontés à des questions et missions très variées qui vont du simple conseil en matière d'immobilier au financement complexe d'un grand projet d'un partenariat public-privé.

L'expérience acquise par le contact avec la clientèle s'enrichit en plus du fait qu'à intervalles réguliers, les équipes du secteur immobilier d'UBS discutent et s'entraînent au niveau technique, au sein d'un réseau spécifique. Elles y abordent des thèmes et des axes d'engagement thématiques actuels, de sorte que ces dernières années, elles ont constitué un vaste puits de connaissances immobilières. Avec notre nouvelle étude détaillée du marché immobilier *UBS real estate focus*, nous voulons vous donner accès à ce savoir-faire sur une base annuelle. Car en fin de compte, c'est justement en cherchant des solutions immobilières spécifiques à chaque client que nous sommes sans cesse mis au défi et obligés d'explorer de nouveaux domaines de connaissances et de concevoir des projets inédits.

UBS real estate focus est divisé en quatre chapitres. Le premier chapitre, «Moteurs du marché immobilier», éclaire les principaux facteurs macro-économiques des marchés immobiliers suisses. Les deux chapitres suivants, «Immeubles d'habitation» et «Immeubles commerciaux et usages spéciaux», se concentrent sur les placements immobiliers directs. En revanche, le quatrième et dernier chapitre est consacré aux placements immobiliers indirects, donc aux immeubles cotés en bourse ainsi qu'aux fondations de placement. Chaque chapitre s'ouvre sur un aperçu du marché, suivi de trois thèmes ciblés, éminemment actuels en ce moment aux yeux des acteurs du marché. La structure modulaire de l'étude vous permet de vous faire rapidement une idée d'ensemble des marchés et tendances.

Avec *UBS real estate focus*, nous espérons pouvoir vous aider dans vos prises de décision concrètes en matière d'immobilier. A cet effet, dans les différents articles ciblés, nous jetons un pont entre l'analyse et la pratique et nous donnons brièvement nos recommandations dans un encadré. Parce que nous partageons tout à fait l'avis de Donald Trump sur un point: «Pour bâtir votre fortune et améliorer votre sens des affaires, vous devez connaître l'immobilier comme votre poche.»

Dans cet esprit, nous vous souhaitons une agréable lecture.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'D. Kalt'.

Daniel Kalt
Chief Economist Switzerland
Wealth Management Research

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'C. Saputelli'.

Claudio Saputelli
Head Real Estate Research
Wealth Management Research

En bref

Immeubles d'habitation

Les prix proposés pour les logements en propriété continuent à grimper allègrement. L'accalmie escomptée ces derniers trimestres n'a pas eu lieu. L'opinion publique craint donc de plus en plus une bulle immobilière, et ce n'est pas sans raison. La prudence est de mise. **Page 10**

Le marché des logements locatifs est stable et offre une marge de progression. En raison du niveau des prix des immeubles locatifs, les immeubles commerciaux sont de plus en plus prisés par les investisseurs. **Page 12**

En point de mire

L'imposition de la valeur locative enfreint la fiscalité classique

L'imposition de la valeur locative en tant que revenu fictif est contestée. Les discussions sur sa suppression ou son maintien durent depuis des années. Soucieux de simplifier le système fiscal, le Conseil fédéral s'est prononcé l'été dernier en faveur de sa suppression intégrale.

Page 13

Versement anticipé du 2^e pilier – un jeu dangereux

Depuis 1995, on estime à environ 520 000 le nombre de versements anticipés de fonds de prévoyance. En 2010, le capital ainsi versé devrait dépasser 35 milliards de francs. Mais les répercussions éventuelles sur de futures prestations de prévoyance restent inconnues. Les risques sont donc à prendre en compte. **Page 15**

Le logement avec services est de plus en plus prisé

Le concept novateur du logement avec services répond au besoin d'une meilleure qualité d'habitat et à un plus grand bien-être en zone urbaine. Déjà établi en beaucoup d'endroits à l'étranger, il est aussi de plus en plus souvent demandé en Suisse. **Page 17**

Immeubles commerciaux et usages spéciaux

Malgré la crise économique mondiale, le marché des immeubles de bureaux s'en sort bien. En raison de la pression des coûts des locataires, nous prévoyons une plus forte dispersion de la performance entre emplacements centraux et périphériques. **Page 20**

L'appréhension des consommateurs suisses reste limitée par rapport au niveau international. Les bénéficiaires en sont le commerce de détail, mais aussi le secteur immobilier. La qualité des surfaces proposées est un critère de plus en plus important pour la réussite du placement. **Page 22**

En point de mire

Le partenariat public-privé – bien plus qu'une formule toute faite

Public et privé collaborent depuis toujours. Dans les partenariats public-privé, il ne s'agit pas seulement de collaboration, mais de processus destinés à la structuration, l'attribution des risques, l'adjudication et la réglementation d'un tel partenariat. **Page 23**

L'immobilier hospitalier en pleine mutation

Le paysage hospitalier suisse est complexe. Il bouge fortement dans sa structure, ses éléments constructifs et les conditions générales de son financement. Cette mutation offre des opportunités intéressantes aux investisseurs. **Page 25**

Les placements immobiliers internationaux offrent des opportunités de diversification

Le marché de l'immobilier mondial possède une structure très nationale, voire régionale, ce qui en complique l'accès. Les produits immobiliers directs et indirects facilitent l'accès au marché et offrent des opportunités de diversification qui gagnent en importance dans une économie mondiale. **Page 27**

Immeubles cotés en bourse et fondations de placement

En 2010, les actions immobilières ont bénéficié d'un environnement économique propice et contribué elles aussi à la réussite, mais 2011 sera nettement plus difficile. **Page 30**

Les fonds immobiliers suisses cotés en bourse sont intéressants par leur caractère à la fois d'actions, d'obligations et d'immeubles. Cette constellation se reflète aussi dans le profil risque/rendement et les rend notamment attractifs dans un portefeuille mixte. **Page 31**

En point de mire

Progression des actions immobilières suisses

Nouvelles cotations, augmentations de capital et reprises sont pour ainsi dire à l'ordre du jour dans ce segment relativement récent du marché des actions suisses. Malgré de grands changements et une expérience limitée, les principales actions immobilières suisses conviennent aux investisseurs défensifs qui préfèrent les placements à long terme. **Page 33**

Evolutions et tendances des fonds immobiliers cotés en bourse

Actuellement, les fonds immobiliers suisses sont prisés à la fois par les investisseurs privés et institutionnels. La forte demande a élargi l'éventail des produits et amélioré la transparence. Les augmentations de capital et les nouvelles cotations devraient continuer à animer l'évolution du marché. **Page 35**

Les groupes de placements immobiliers des fondations de placement progressent

Les placements immobiliers des fondations de placement se caractérisent par une dynamique remarquable et une position forte sur le marché. Ils offrent d'intéressantes propriétés de produits; les apports en nature des caisses de pension contribuent grandement à la croissance.

Page 37

Moteurs du marché immobilier

Les indicateurs sont
toujours au vert pour les
principaux moteurs de
la demande immobilière.

Conjoncture et revenus

Pour les deux prochaines années, nous prévoyons des taux de croissance de plus de 2% pour l'économie suisse. Ce taux est nettement supérieur à la moyenne historique et aura des incidences positives sur les prix de l'immobilier.

L'économie suisse est relancée depuis la moitié de l'année 2009. La récession y a été nettement plus faible que dans la plupart des autres pays occidentaux. Le redressement de l'économie est non seulement plus rapide que prévu, mais aussi plus soudain qu'ailleurs en Europe. D'après le Secrétariat d'Etat à l'économie (Seco), depuis la fin de la récession, le produit intérieur brut (PIB) après correction de l'inflation a augmenté à des taux de croissance annualisés de 3% en moyenne et dépassé à nouveau au troisième trimestre 2010 le niveau d'avant la crise.

Main-d'œuvre qualifiée suffisante et bilans réjouissants

Il est probable que l'un des fondements de la dynamique étonnamment forte de l'économie suisse soit la libre circulation des personnes avec l'Union européenne. Elle stimule la croissance en facilitant l'embauche de personnel qualifié par les entreprises. La croissance démographique qui en résulte encourage directement la consommation et les investissements dans la construction et alimente ainsi directement le PIB. Contrairement à beaucoup d'autres pays des pays occidentaux industrialisés, les bilans publics et privés helvètes sont réjouissants. La Suisse fait en effet partie des rares pays n'ayant pas vécu au-dessus de leurs moyens avant la crise. Par rapport au niveau international, la Suisse (Etat, ménages et entreprises) dispose d'un patrimoine net à l'étranger très élevé, supérieur à 100% du PIB. Même si l'on compare seulement les finances publiques, elle occupe une position enviable, avec un budget frôlant l'équilibre et un endettement brut d'environ 40%. Dans la crise actuelle de la dette, sa situation de départ est donc nettement meilleure que celle de la plupart des autres pays occidentaux, fortement endettés.

Après la forte relance des derniers trimestres, nous prévoyons une croissance économique un peu plus faible, mais toujours solide. Elle est

soutenue par la politique monétaire extrêmement expansive de la Banque nationale suisse (BNS), la reprise de l'économie mondiale et l'immigration continue. Concrètement, nous prévoyons une croissance de 2,3% en 2011 et de 2,1% en 2012. C'est nettement supérieur au taux de croissance moyen de 1,7% sur les 30 dernières années. En raison du franc fort, la croissance ne devrait toutefois plus être autant dynamisée par l'exportation que dans les années avant la crise et davantage puiser dans le secteur intérieur.

La croissance économique soutient la demande immobilière

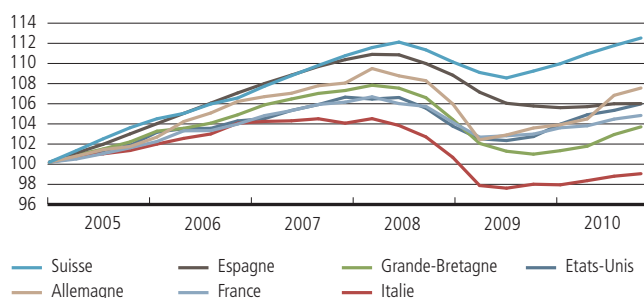
D'après les études internationales, l'élasticité des revenus par rapport à la demande en logements est un peu inférieure à 1. Cela signifie qu'une hausse des revenus de 1% entraîne une augmentation des dépenses de logement un peu inférieure à 1%. Supérieurs au niveau historique, les taux de croissance attendus devraient donner lieu à une augmentation tout aussi forte des dépenses de logement. A leur tour, celles-ci devraient d'une part servir à la nouvelle construction de logements, mais d'autre part faire aussi grimper les prix des immeubles d'habitation existants, en raison de la rareté des ressources foncières en Suisse. Les prix des surfaces commerciales devraient toutefois profiter également de la forte conjoncture intérieure.



Caesar Lack
Wealth Management Research
UBS SA

Forte économie suisse

PIB corrigé de l'inflation, 1^{er} trimestre 2005 = 100



Sources: Reuters EcoWin; UBS WMR

Inflation et taux d'intérêt

Actuellement, les taux d'intérêt sont extraordinairement bas en Suisse. Nous nous attendons à ce que cela change au cours de cette année. La solide évolution conjoncturelle intérieure, l'augmentation des taux d'inflation que nous prévoyons et le nécessaire resserrement de la politique monétaire plaident en faveur de taux plus élevés.

Les biens importés constituent plus d'un quart du panier servant de base au calcul de l'indice des prix à la consommation; les produits pétroliers à eux seuls en représentent presque 5%. Les mois passés, la solidité du franc suisse a entraîné un enchérissement annuel négatif des biens d'importation. C'est pourquoi ces derniers mois, l'inflation, mesurée selon l'indice suisse des prix à la consommation, était régulièrement inférieure à 0,5% par rapport au niveau de l'année précédente. Comme nous ne prévoyons aucune nouvelle appréciation du franc, cet effet modérateur du taux de change devrait s'estomper progressivement cette année. En outre, les prix des matières premières ont fortement augmenté les mois passés; il faut s'attendre à ce que la disparition de l'effet du taux de change et la hausse des prix des matières premières se traduisent au cours de l'année par une hausse des prix des biens d'importation.

Mais les prix des produits locaux devraient également augmenter, en raison du maintien d'une forte conjoncture intérieure. Nous nous attendons donc à une hausse de l'inflation à presque 1% pour 2011, voire 2% pour 2012.

Première hausse des taux par la BNS attendue au premier semestre

UBS Economic Research Suisse prévoit un taux d'inflation plus élevé que la Banque nationale suisse (BNS); cette dernière avait surpris en revoyant sa prévision d'inflation nettement à la baisse lors de son évaluation de la situation en septembre 2010, puis en confirmant cette prévision en décembre 2010. Nous prévoyons que la BNS va relever sa prévision d'inflation et sans doute procéder dès la première moitié de l'année à une première hausse des taux de 0,25%, afin de prévenir une surchauffe de la conjoncture intérieure et des marchés immobiliers.

Actuellement, les emprunts de la Confédération profitent de leur statut de valeur refuge reconnue au niveau international. La crise d'endettement européenne ainsi que l'assouplissement mondial de la politique monétaire ont déclenché une fuite dans les emprunts de la Confédération et fait chuter les rendements à des niveaux jamais atteints depuis 1965.

A notre avis, les investisseurs doivent toutefois s'attendre, à moyen terme, à une hausse des taux et des rendements à terme des emprunts. Cette année, la reprise conjoncturelle devrait se poursuivre et la politique monétaire extrêmement accommodante, devenir plus restrictive. Anticipant sur ce resserrement, les rendements des emprunts obligataires augmentent déjà. Globalement, l'adaptation à des taux d'intérêt supérieurs devrait être graduelle. Malgré cela, les taux devraient rester relativement modérés cette année en comparaison historique.

Conditions de financement toujours intéressantes

Le financement de l'immobilier restera donc avantageux dans un premier temps, ce qui va soutenir les prix immobiliers. En ce qui concerne les loyers, il faut s'attendre à ce que le taux hypothécaire de référence remonte légèrement, au plus tôt dans la seconde moitié de l'année. Les hausses des loyers seront également modérées pour les surfaces commerciales données en location parce qu'en règle générale, ces dernières sont encore liées à la faible inflation actuelle.



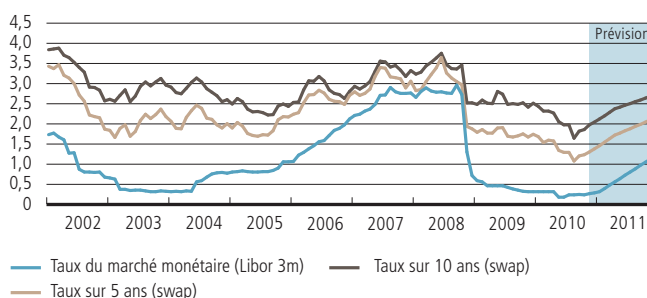
Achim Peijan
Wealth Management Research
UBS SA



Caesar Lack
Wealth Management Research
UBS SA

La phase historique des faibles taux touche à sa fin

Evolution historique et prévision des taux en %



Sources: Bloomberg; UBS WMR

Population et emploi

Ces dernières années, l'augmentation de la population est supérieure à la moyenne, surtout grâce à l'immigration, extraordinairement forte. L'évolution de l'emploi est restée étonnamment solide depuis l'année de récession 2009. Jusqu'à présent, malgré la crise financière, le secteur tertiaire n'y a guère laissé de plumes.

En Suisse, la population augmente allègrement et ce, pour la 33^e année consécutive. D'après notre extrapolation basée sur les données mensuelles provisoires de l'Office fédéral de la statistique, la progression devrait atteindre 1,1% en 2010. Ces 40 dernières années, la Suisse n'a vu que sept fois sa population augmenter de plus de 1,0%, dont quatre fois ces quatre dernières années. L'introduction, début juin 2007, de la libre circulation des personnes vis-à-vis de l'UE-17 et des Etats membres de l'AELE, a donc laissé des traces profondes. Cela ressort aussi de l'analyse détaillée du solde migratoire. Alors que dans les années 1980 et 1990, ce solde (changements de statut compris) représentait environ 50% de la croissance démographique, la part s'élevait récemment à 80%, voire plus (2007: 91%). En 2010, la progression devrait à nouveau être supérieure à la moyenne dans les cantons de Vaud, Obwald, Fribourg, Genève, Argovie et Zurich. Grâce aux perspectives économiques globalement positives, nous prévoyons pour 2011 un nouvel accroissement de la population de l'ordre de 1%.

L'emploi progresse également

Parallèlement à la population, l'emploi a également progressé ces dernières années. Ainsi, le nombre d'équivalents temps plein a augmenté d'environ 8,4% dans la phase de prospérité économique entre 2005 et 2008, ce qui semble être un record absolu. Mais depuis 2009, le nombre total d'emploi a stagné sur plusieurs trimestres. La responsabilité en incombe notamment au secteur industriel; entre-temps, le nombre de travailleurs a de nouveau légèrement augmenté au troisième trimestre 2010. En conséquence, l'horizon s'est à nouveau quelque peu éclairci dans le secteur secondaire. Le secteur des services, au contraire, a globalement progressé aussi de 0,7% durant l'année de récession 2009. Pour le marché des surfaces commerciales, ce sont les secteurs bureaux et

commerces qui priment. Les bureaux enregistrent durant les trois premiers trimestres 2010 une faible progression de l'emploi de 0,2% en moyenne par rapport à l'année précédente. Durant la même période, l'emploi a aussi réussi à progresser dans les secteurs commerciaux, à savoir de 1,2%. Ainsi, les secteurs commerciaux ont plus que compensé le recul de l'emploi de l'année précédente.



Claudio Saputelli
Wealth Management Research
UBS SA

La pression de la demande se maintient sur le marché du logement

Comme l'accroissement de la population se poursuit, la demande en logements devrait rester soutenue. Une détente de l'évolution actuelle des prix, notamment pour les logements en propriété, est donc seulement possible par une dynamisation de la construction de logements. Concernant les surfaces commerciales, une relance de la demande en surfaces supplémentaires est probable. En revanche, dans le secteur des surfaces de bureaux, la demande sera principalement poussée par les optimisations de surfaces.

Aperçu des moteurs du marché immobilier

Sauf mention contraire, toutes les données sont en % de croissance par rapport à l'année précédente.

Conjoncture et revenus	2011 ¹	2010 ²	2009	2008	10 ans ³
Produit intérieur brut, valeur réelle	2,3	2,7	-1,9	1,9	1,7
Investissements dans la construction, valeur réelle	1,3	3,4	3,0	0,0	1,1
Croissance des salaires, valeur réelle	0,7	0,4	2,6	-0,4	0,7
Inflation et intérêts					
Inflation annuelle moyenne	0,9	0,7	-0,5	2,4	0,9
Libor à 3 mois en CHF ⁴	1,2	0,2	0,3	0,7	1,0
Rendement des obligat. (10 ans) de la Conféd. ⁴	2,4	1,8	1,9	2,1	2,5
Population et emploi					
Effectif de la population	1,1	1,1	1,1	1,4	0,9
Emploi, en équivalents temps plein	1,2	0,7	-0,1	2,7	1,0
Taux de chômage	3,4	3,9	3,7	2,6	3,2

¹ Préviation UBS WMR

² Extrapolations et/ou prévisions UBS WMR (situation au 3.1.2011)

³ Moyenne: 2001 à 2010

⁴ Fin d'année

Sources: Seco; OFS; UBS WMR

Immeubles d'habitation

Même s'il n'y a pas de bulle immobilière en Suisse, nous devrions rester sur nos gardes.

Logements en propriété – *risque accru*

Les prix proposés pour les logements en propriété continuent à grimper allègrement. L'accalmie escomptée ces derniers trimestres n'a pas eu lieu. L'opinion publique craint donc de plus en plus une bulle immobilière, et ce n'est pas sans raison. La prudence est de mise.

En météorologie, beaucoup de termes sont clairement définis. Ainsi, une journée estivale «torride» ou «tropicale» indique que la température maximale atteindra au moins +30°C. On parle de «pluie intense» lorsque la quantité de précipitation en une heure est de 15 litres au m², voire supérieure. C'est justement pour la précision de cette terminologie que l'économie envie souvent la météorologie. Ainsi par exemple, aucun économiste ne connaît les critères exacts caractéristiques d'une bulle immobilière. Certes, une bulle immobilière signifie que les immeubles sont d'une certaine manière nettement surévalués, mais la question de savoir à quel point et surtout durant combien de temps les prix doivent grimper pour que l'on puisse parler d'une bulle immobilière reste nébuleuse.

En outre, une bulle immobilière est en règle générale suivie d'une chute vertigineuse des prix en un temps relativement court. Mais ici aussi, il n'existe guère de repères tangibles pour définir le concept. Et justement parce qu'une bulle immobilière n'est soumise à aucun critère quantifiable, l'opinion publique et aussi certains experts l'évoquent régulièrement et prématurément. Depuis le début de l'année dernière, c'est aussi le cas en Suisse, après que la hausse des prix des logements en propriété s'est accélérée, surtout récemment. Mais venons-en aux faits concrets. La relance sur le marché immobilier suisse a commencé en 1998. Depuis lors, d'après les indices de Wüest & Partner, les prix proposés ont augmenté de 56% pour les appartements en propriété et de 37% pour les maisons individuelles. Durablement ou non? Pour répondre à cette question, les économistes établissent toujours un lien entre les prix des logements en propriété et au moins trois autres variables comparatives: les loyers, l'inflation et les revenus.

Les appartements moins abordables

Vu la maturité de la législation suisse sur les baux, les logements locatifs sont des substituts

valables aux logements en propriété; une divergence un peu trop forte entre les évolutions de prix des deux segments peut donc indiquer des déséquilibres sur le marché. Ces douze dernières années, les loyers proposés ont augmenté (en %) presque aussi fortement que les prix proposés pour les maisons individuelles. La différence par rapport aux appartements en propriété pour la période considérée n'est pas dramatique, surtout si l'on se souvient que d'une part, le marché des logements locatifs est dominé par des immeubles plus anciens et moins onéreux que celui des logements en propriété et que, d'autre part, ces derniers temps, les appartements en propriété ont nettement relevé leurs normes d'aménagement. En ce qui concerne le lien avec l'inflation, d'innombrables études internationales ont démontré qu'à long terme, les prix de l'immobilier (corrigés de l'inflation) prennent la tangente. Le marché des maisons suisse a lui aussi réussi à remplir ce critère de manière presque parfaite durant la période de 1970 à 2000.

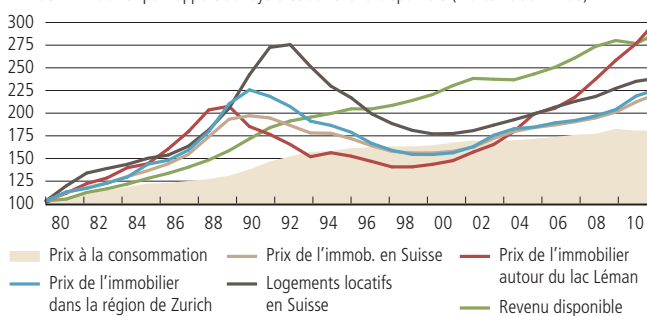
Depuis 2000, les prix de l'immobilier ont cependant augmenté sensiblement plus fortement que l'inflation, créant depuis un dangereux écart entre les deux courbes. En conséquence, on pourrait théoriquement chiffrer le potentiel de recul maximum des logements en propriété à la différence actuelle, soit 33% pour les appartements en propriété et 26% pour les maisons individuelles. Mais dans la littérature économique, il existe encore une autre approche très répandue qui consiste à



Claudio Saputelli
Wealth Management Research
UBS SA

Pas de vastes exagérations des prix des habitations

Prix de l'immobilier par rapport au loyers et au revenu disponible (indice 1980 = 100)



Sources: OFS; Wüest & Partner; UBS WMR

lier les prix des maisons à long terme au revenu disponible des ménages. A cet égard, on parle aussi souvent de l'accessibilité de l'immobilier. Si par exemple à terme, les prix de l'immobilier augmentent davantage que le revenu disponible, cela signifie que les logements en propriété sont moins abordables pour les ménages. La demande faiblit en conséquence et fait à son tour baisser les prix. Depuis 1998, le revenu moyen disponible en Suisse a augmenté d'environ 35%. Alors que l'accessibilité aux maisons individuelles est restée à peu près constante sur cette période, elle a sensiblement baissé pour les appartements en propriété.

Grandes divergences régionales

Ce constat ne s'applique toutefois pas à toutes les régions de Suisse où les marchés immobiliers sont très hétérogènes entre eux. Depuis 2000, les hausses annuelles moyennes des prix proposés pour les appartements en propriété varient entre 3% pour la région de Berne et 8% autour du lac Léman (Suisse: 4,2%). En d'autres termes, avec une croissance moyenne constante, la région de Berne a besoin d'environ 24 ans pour doubler les prix de l'immobilier, alors que celle du lac Léman y arrive en neuf ans; si elle poursuivait ce même rythme, la région autour du lac Léman multiplierait par plus de six les prix de l'immobilier en 24 ans. Ce simple calcul théorique montre que l'évolution du marché actuelle autour du lac Léman est tout sauf durable. Actuellement, les prix des logements en propriété continuent encore à grimper. L'accalmie attendue n'est définitivement pas intervenue. Ainsi, la comparaison du troisième trimestre 2010 avec l'année précédente montre qu'en Suisse, les prix de transaction ont augmenté de 7,3% pour les appartements en propriété (lac Léman 10%; Zurich 8,7%; Suisse centrale 8,1%) et de 3,0% pour les maisons individuelles (lac Léman 5,7%; Suisse centrale 4,7%; Zurich 4,1%). Par ailleurs, aucune grande région n'a enregistré de baisse de prix.

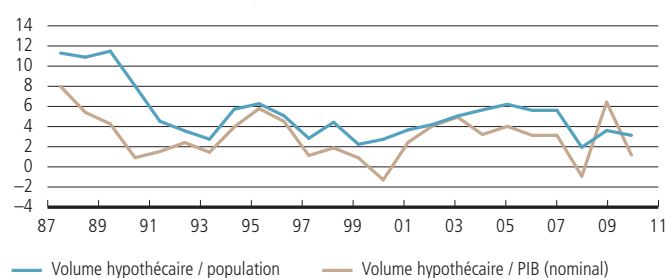
Niveau de risque 7

Si l'on résume l'ensemble des chiffres, on peut déceler grossièrement deux tendances importantes: sur toute la Suisse et dans un comparatif à long terme, les prix des logements en propriété reflètent encore et toujours plus ou

moins les principales données de base. Certes, il existe des régions où les prix montent vraiment en flèche par rapport à la moyenne suisse, notamment les communes autour du lac Léman, des lacs de Zurich et de Zoug ainsi que certaines régions touristiques huppées au sud des Alpes. Il serait imprudent de considérer ces régions à part, comme seuls foyers à risque pour le marché de l'immobilier suisse. Le passé a souvent montré que les corrections de prix peuvent déclencher des effets dominos imprévisibles et suprarégionaux. Il convient donc de relever suffisamment le niveau de risque pour l'ensemble du marché de l'immobilier suisse. Mais comme l'économie ne connaît pas (encore) d'échelle pour évaluer les risques d'une bulle immobilière, nous allons prendre ici l'échelle Beaufort de la météorologie; celle-ci classe les vents selon leur vitesse, entre zéro (vent de vitesse nulle) et douze (ouragan). Ainsi, nous fixerions symboliquement le risque actuel au niveau 7 «grand vent frais». Description: «Tous les arbres s'agitent, résistance de vent en marchant.»

Pas d'exagérations dans la progression des crédits hypothécaires

Variation du rapport entre volume hypothécaire et population ou PIB en %



Sources: BNS; OFS; UBS WMR

Logements locatifs – *rendements constants*

Le marché des logements locatifs est stable et offre une marge de progression. En raison du niveau des prix des immeubles locatifs, les immeubles commerciaux sont de plus en plus prisés par les investisseurs.

Globalement, le ralentissement conjoncturel et le léger recul de l'immigration n'ont eu aucune influence significative sur la demande en logements. Même si durant la récession, le nombre de logements en construction a quelque peu diminué en Suisse, on ne peut pas parler d'un tournant. Le faible niveau des taux a de nouveau soutenu le secteur de la construction en 2010. A la fin du troisième trimestre 2010, plus de 70 000 logements étaient en construction. Un chiffre record presque supérieur de 12% à celui de 2009. Le nombre de permis de construire laisse prévoir un léger recul de l'activité de construction en 2011. Comme entre-temps, le contexte économique s'est déjà amélioré, on peut partir du principe qu'il n'y aura aucune augmentation significative du taux de logements vacants. Avec 0,9%, la Suisse affiche le taux de logements vacants le plus bas en Europe.

Le manque favorise la hausse des loyers

C'est notamment le faible taux de logements vacants dans les zones urbaines qui explique que la progression des loyers s'est poursuivie. Sur l'ensemble de la Suisse, les loyers proposés ont augmenté en moyenne de 2% durant les trois premiers trimestres 2010, la situation étant très variable selon les régions. Durant cette période, les loyers nominaux proposés ont augmenté de près de 7% autour du lac Léman et d'environ 3,1% en Suisse du sud. Par contre, dans les autres grandes régions, le renchérissement des loyers proposés se situait seulement entre 0,8 et 1,6%. Vu le contexte commercial, on peut s'attendre à de nouvelles hausses des loyers; mais il convient toujours d'affiner l'analyse selon les régions. Malgré une activité de construction toujours intense dans la région de Zurich, les tendances démographiques vont absorber l'offre supplémentaire. Dans la région de Genève, l'augmentation de la population se heurte à une offre très restreinte, ce qui soutient la hausse des loyers. En revanche, les régions à caractère plutôt rural, comme le Jura et certai-

nes parties de la Suisse centrale, devront s'attendre à une baisse des loyers.

Prudence lors de nouveaux investissements

Les besoins importants de nombreux investisseurs ont renforcé la pression sur les placements. Dès lors, beaucoup d'entre eux se sont concentrés sur le segment des logements locatifs. Cela a entraîné, dans le cas des logements existants, une hausse des prix pour les immeubles locatifs. Même si nous ne voyons pas de renchérissement général chez les investisseurs professionnels sur le marché des logements locatifs, nous recommandons malgré tout une analyse critique avant tout nouvel investissement. Nous pensons que cette année, la performance des immeubles locatifs basée sur l'évaluation va se maintenir au niveau de celui des années antérieures. Vu que le contexte économique s'améliore comme prévu, nous nous attendons à des réévaluations dans le secteur des immeubles commerciaux, suite à la hausse des loyers, ce qui devrait entraîner en 2012 une surperformance de ces immeubles par rapport aux immeubles locatifs.



Gunnar Herm
Global Asset Management
UBS SA

Aperçu des immeubles d'habitation

Sauf mention contraire, toutes les données sont en % de croissance par rapport à l'année précédente.

Construction de logements et logements vacants	2011 ¹	2010 ²	2009	2008	10 ans ³
Augmentation nette du nombre de logements	45 000	42 000	38 977	44 717	38 255
Taux de logements vacants	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0
Logements locatifs					
Prix de l'offre pour logements locatifs	1,5	1,7	3,5	4,2	3,1
Prix de l'offre pour logements locat. nouvel. construits	-1,5	-1,2	-4,5	1,5	3,8
Indice des prix des loyers existants	1,0	1,1	2,4	2,5	1,7
Taux hypothécaire de référence ⁵	3,0	2,8	3,0	3,5	-
Logements locatifs vacants (nombre)	31 000	28 947	26 343	28 138	29 567
Rendement total de l'invest. direct dans le logement	5,0	5,0	5,3	6,1	5,6 ⁴
Logements en propriété					
Prix de l'offre pour logements en propriété	3,0	4,9	6,4	4,1	4,2
Prix de transaction pour logements en propriété	2,5	5,9	3,3	4,7	4,4
Prix de l'offre pour maisons individuelles	2,5	4,7	5,0	2,7	3,0
Prix de transaction pour maisons individuelles	1,5	2,3	0,4	3,8	2,7
Taux hypothécaire variable, toutes les banques ⁵	3,0	2,7	2,7	2,8	3,3
Progres. des crédits hypothécaires, toutes les banques	4,5	5,1	4,9	3,4	4,1
Logements en propriété vacants (nombre)	8 000	7 766	8 418	8 980	7 938

¹ Prévision UBS WMR

² Extrapolations et/ou prévisions UBS WMR (situation au 3.1.2011)

³ Moyenne: 2001 à 2010

⁴ Moyenne: 2006 à 2010

⁵ Fin d'année

Sources: Wüest & Partner; OFS; BNS; IPD; UBS WMR

L'imposition de la valeur locative

enfrent la fiscalité classique

L'imposition de la valeur locative en tant que revenu fictif est contestée. Les discussions sur sa suppression ou son maintien durent depuis des années. Soucieux de simplifier le système fiscal, le Conseil fédéral s'est prononcé l'été dernier en faveur de sa suppression intégrale.

En janvier 2009, l'Association suisse des propriétaires fonciers a déposé l'initiative populaire «Sécurité du logement à la retraite». Le Conseil fédéral a rejeté l'initiative et envisage de supprimer globalement l'imposition de la valeur locative par un contre-projet indirect. En échange, les intérêts privés de la dette (sauf exceptions) ne devraient plus être fiscalement déductibles. Il en va de même pour les coûts d'entretien, sauf s'il s'agit de mesures d'économie d'énergie et de protection de l'environnement d'excellente qualité.

L'imposition de la valeur locative, source du mal

Fait intéressant, l'éternelle discussion sur la valeur locative est toujours menée en lien étroit avec les intérêts hypothécaires et d'autres coûts déductibles du revenu imposable. L'ensemble est considéré comme un système indissociable. Or, pour évaluer le système en termes d'économie nationale, il vaut mieux en analyser les différents éléments. Commençons par la valeur locative. Elle correspond quasi aux revenus locatifs fictifs réalisables en théorie avec le propre logement, sur le libre marché de l'immobilier, et est soumise en tant que telle à l'imposition de la valeur locative, au sens d'un revenu de la fortune. Il s'agit de mettre à égalité locataires et propriétaires, en argumentant que ces derniers peuvent s'économiser les loyers, ce qui augmente leur rendement économique.

Cet argument est selon notre avis peu convaincant. D'autant plus si l'on considère que contrairement aux propriétaires, les locataires ne sont exposés à aucun risque d'investissement lié au logement et n'ont pas de coûts d'opportunité à supporter pour leur fortune (manque à gagner d'un investissement immobilier). C'est justement là que les pouvoirs publics profitent grandement du risque encouru par ceux qui investissent dans un logement, en récoltant, via l'impôt sur les gains immobiliers, une partie

non négligeable du gain en capital lors de la vente de l'objet. Par contre, les pertes éventuelles sont intégralement supportées par le vendeur. La fixation de la valeur locative elle-même montre qu'il est difficile d'obtenir, par l'imposition de la valeur locative, l'équité recherchée entre locataires et propriétaires d'un propre logement. Les objets de comparaison manquent souvent dans le cas de maisons individuelles et il est dès lors difficile (voire impossible pour les demeures de luxe) de déterminer des loyers conformes au marché pour définir la valeur locative. Le fait que les cantons appliquent des méthodes d'estimation différentes et parfois compliquées pour déterminer la valeur locative est de surcroît contraire à la transparence et à la simplicité de la législation fiscale, pourtant prônées par la fiscalité classique.



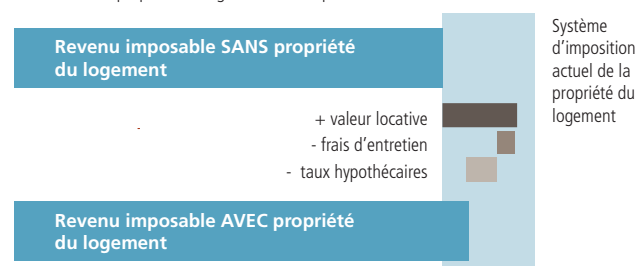
Claudio Saputelli
Wealth Management Research
UBS SA

Déduction des intérêts hypothécaires: le revers de la médaille

Passons au pendant du système actuel de la taxation de la propriété du logement: qu'en est-il des intérêts de la dette et des coûts d'entretien déductibles du revenu imposable? La législation actuelle exige qu'une imposition de la valeur locative entraîne automatiquement le droit à la déduction des coûts (frais d'acquisition du revenu). La suppression de la valeur locative permet ainsi de se montrer pragmatique même dans les intérêts hypothécaires. D'après nous, il y a dès lors trois raisons principales de supprimer aussi le droit à la déduction pour les propres logements, donc tel que le

Le système d'imposition actuel de la propriété du logement est compliqué

Incidence de la propriété du logement sur l'impôt sur le revenu



Source: UBS WMR

prévoit, pour l'essentiel, le contre-projet indirect du Conseil fédéral: primo, parce que ce droit incite inutilement les ménages à s'endetter davantage, ce qui n'est pas nécessairement une mauvaise chose en soi, mais ne devrait pas être explicitement favorisé par l'Etat. Secundo, si les intérêts de la dette sont intégrables au revenu imposable, cela signifie que l'Etat et donc le contribuable porte une part du risque d'intérêt encouru par l'acquéreur d'un logement. En d'autres termes, lorsque les taux augmentent, les propriétaires peuvent déduire davantage d'intérêts de dette du revenu, ce qui réduit aussi la dette fiscale. En revanche, selon la législation actuelle en la matière, les locataires sont entièrement exposés au risque d'intérêt, par le biais du taux hypothécaire de référence. Enfin, tertio, comme les locataires ne peuvent faire valoir aucun centime fiscal sur leurs frais de logement, les propriétaires ne devraient pas non plus selon notre avis pouvoir en bénéficier.

Exceptions douteuses aux déductions d'intérêts de la dette

Dans ce contexte, le Conseil fédéral envisage d'accorder à tous les ménages qui acquièrent un bien immobilier pour la première fois une déduction d'intérêts hypothécaires d'un montant limité sur dix ans, afin de remplir le mandat constitutionnel d'encouragement à la propriété du logement. Cette déduction pour première acquisition bénéficierait également aux ménages à revenus élevés ce qui ne correspond manifestement pas à l'objectif et devrait donc être revu. Selon le contre-projet indirect du Conseil fédéral, les contribuables avec des revenus de la fortune pourraient continuer à déduire les intérêts hypothécaires et ce, à hauteur des revenus ainsi générés. Cette situation est unilatérale et favorise notamment les propriétaires qui pourront à l'avenir imputer leurs revenus d'intérêts et de titres imposables sur les intérêts hypothécaires.

Outre les intérêts privés de la dette, il ne sera désormais plus possible, selon le contre-projet indirect, de déduire du revenu imposable les coûts d'entretien. Ce point est à saluer au même titre que le fait que les locataires ne bénéficient d'aucune réduction fiscale pour leurs frais de logement. Mais à cet égard, le Conseil

fédéral prévoit aussi des exceptions de déductibilité, lors de mesures d'économie d'énergie et de protection de l'environnement conformes à des critères énergétiques concrets. La définition régulière de ces mesures et leur vérification auprès de chaque propriétaire peuvent devenir très bureaucratiques et donc coûteuses. Il serait donc plus efficace de subventionner directement les vecteurs énergétiques et les matériaux de construction écologiques.

Nous sommes en faveur de la suppression de l'imposition de la valeur locative

Du point de vue économique, l'imposition de la valeur locative n'a guère de sens dans sa forme actuelle. Si l'on y renonce, les règlements de déduction et leurs exceptions deviennent également obsolètes. Pour simplifier, les pouvoirs publics devraient donc renoncer totalement à ce type de taxation de la propriété du logement, de manière à laisser au propriétaire l'intégralité de son bien.

La formule effet de levier est déterminante

Dans le cas d'un éventuel changement de système de la taxation de la propriété du logement, il faut se poser la question de la rentabilité d'un remboursement de la dette hypothécaire. La formule effet de levier (effet de levier du fonds de tiers sur la capitalisation des fonds propres) résume au mieux la réponse: si le rendement du placement de fortune à long terme est supérieur au taux hypothécaire actuel, cela vaut la peine d'augmenter la dette hypothécaire au profit du placement de fortune. Dans le cas inverse, il faudrait par contre au moins envisager un remboursement de l'hypothèque. Enfin, si les rendements de placement à plus long terme correspondent aux taux hypothécaires, le montant de la dette hypothécaire n'intervient pas dans l'optimisation financière. En plus de réfléchir au taux d'endettement optimal, nous recommandons de garder toujours à l'esprit la diversification de la fortune. Pour ne pas mettre tous les œufs dans le même panier, les propriétaires devraient diversifier leur portefeuille. Vu la faible corrélation entre les placements immobiliers directs et d'autres catégories de placement, ils ne devraient pas investir exclusivement leur fortune dans leur propre logement.

Versement anticipé du 2^e pilier – *un jeu dangereux*

Depuis 1995, on estime à environ 520 000 le nombre de versements anticipés de fonds de prévoyance. En 2010, le capital ainsi versé devrait dépasser 35 milliards de francs. Mais les répercussions éventuelles sur de futures prestations de prévoyance restent inconnues. Les risques sont donc à prendre en compte.

Le «Message concernant l'encouragement à la propriété du logement au moyen de la prévoyance professionnelle» a été publié dans la Feuille fédérale en août 1992. Il stipule que «Par rapport à la situation mondiale, le pourcentage de propriétaires est bas au sein de la population suisse. Il est nécessaire de l'augmenter, d'un point de vue aussi bien social que politique.» De plus, les politiciens ont déclaré sans trop nuancer que le faible pourcentage de propriétaires était contraire à l'objectif de l'Etat: répartir le plus largement possible la propriété.

Pourcentage de propriétaires toujours bas en Suisse

En 1990, le pourcentage de propriétaires s'élevait à 31%. En 2000, cinq ans après l'entrée en vigueur de l'encouragement légal à la propriété au moyen du versement anticipé et du nantissement de fonds de caisse de pension, 34,6% de tous les logements occupés en permanence l'étaient par leurs propriétaires. Entre-temps, l'Office fédéral du logement estime à 39% le pourcentage de propriétaires. Ce taux atteint 42% en Allemagne, 57% en France et 70% en Italie.

L'introduction tardive de la propriété par étages en 1965 est citée comme première raison du faible pourcentage de propriétaires. Secundo, le marché suisse des logements locatifs fonctionne assez bien par rapport à d'autres pays, ce qui diminue l'attrait de la propriété du logement. Mais pourquoi le pourcentage de propriétaires a-t-il tant augmenté dans les années 1990? A cette époque, après l'éclatement de la bulle immobilière, les prix des logements en propriété ont fortement reculé par rapport au revenu national. Et les générations des années à forte natalité ont maintenant 40 ans, voire plus; c'est la catégorie d'âge où la propriété du logement est la plus répandue.

Enfin, depuis 1995, des fonds de la prévoyance professionnelle peuvent servir à acquérir un logement. Toutefois, il n'est pas exclu que cette possibilité créée par le législateur ait seulement eu des effets d'aubaine.

Prévoyance professionnelle inappropriée à l'encouragement de la propriété

L'objectif avoué de la prévoyance professionnelle réglementée depuis 1985 est de garantir, avec l'AVS, le niveau de vie habituel durant la vieillesse, en cas de décès ou d'invalidité de la personne assurant le soutien de la famille. Financée par un capital de couverture, la prévoyance professionnelle constitue politiquement la source d'argent la plus intéressante pour imposer l'encouragement à la propriété. Mais lors d'un versement anticipé, les futures prestations de vieillesse ne sont pas seules à diminuer. Les prestations de risque en cas d'invalidité et de décès sont également touchées si elles dépendent du capital épargné (primauté des cotisations). Car avec la primauté des cotisations, le versement anticipé réduit les prestations en cas d'incapacité de gain et de décès. Ainsi, les fonds de la prévoyance professionnelle ne conviennent pas à l'encouragement à la propriété du logement, parce que l'objectif de la prévoyance est clair: payer des prestations générales en capital ou de vieillesse à l'âge de la retraite.

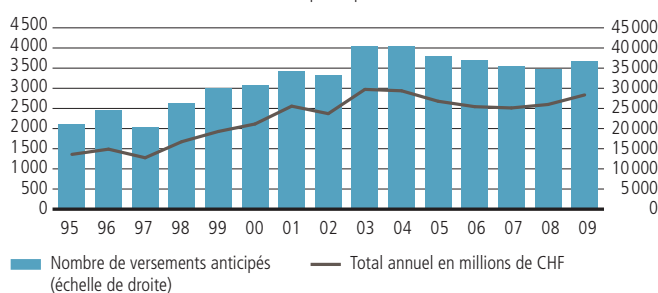
Le message concernant l'encouragement à la propriété du logement balaie ainsi les doutes avancés: «Cet encouragement à la propriété



Thomas Veraguth
Wealth Management Research
UBS SA

Nombre de versements anticipés LPP relativement constant depuis 2003

Total annuel et nombre de versements anticipés depuis 1995



Sources: DFI; AFC; UBS WMR

est fidèle à l'objectif de la prévoyance professionnelle, puisque les frais de logement constituent aussi pour les retraités une dépense essentielle.» Mais l'argument ne convainc pas. Les lois de la répartition des risques d'investissement et de la sélection de placements qui garantissent une sécurité et un rendement suffisants, conformément à la loi fédérale sur la prévoyance professionnelle, sont bafouées. En effet, par un versement anticipé de fonds de prévoyance, on s'expose pour plusieurs années aux risques unilatéraux, non diversifiables et non négligeables du marché immobilier.

Maigre total des versements anticipés

Pour une évaluation nuancée du financement d'un logement à propre usage par des versements anticipés, il faut jeter aussi un œil attentif aux statistiques disponibles. Depuis 1995, le capital de la prévoyance professionnelle a pratiquement doublé: en 2009, il atteignait 600 milliards de francs. Entre 1995 et 2009, il a donc augmenté de presque 290 milliards de francs. Les 35 milliards de francs cumulés entre 1995 et 2009 semblent donc dérisoires. Ils représentent tout juste 12% de l'accroissement du capital de la prévoyance professionnelle des 15 dernières années et la moyenne des versements anticipés annuels correspond à 0,5% du capital LPP total. A titre de comparaison: Wüest & Partner estime à 1240 milliards de francs la valeur marchande de l'ensemble des maisons individuelles et appartements en copropriété en Suisse en 2010. Par ailleurs, en septembre 2010, les hypothèques des ménages privés s'élevaient à 566 milliards de francs.

Autre caractéristique du système: l'étonnante continuité des montants versés. Depuis 1995, les versements anticipés moyens se situent presque invariablement dans une fourchette étroite entre 60 000 et 73 000 francs. Un pic a été atteint en 2003 avec 73 160 francs. Il n'y a donc pas eu d'excès, les logements typiques se négociant à environ 680 000 francs. En 1995, les versements anticipés représentaient 6% de toutes les dépenses de la prévoyance professionnelle suisse, composée de pensions et de prestations en capital, et 16,7% de toutes les prestations en capital et en espèces de la prévoyance professionnelle. En 2009, ces parts sont estimées respectivement à 6 et 22%.

De la modération avant tout

Créée par le législateur, la possibilité du financement d'un logement à propre usage par le versement anticipé de fonds de prévoyance pose un problème économique. L'évolution du nombre et du montant total des versements anticipés annuels laisse toutefois supposer que jusqu'à présent, le bon sens et la modération ont prévalu. Par an, moins de 1% de tous les assurés LPP ont effectué un versement anticipé. C'est notamment dû aux restrictions que le législateur a lui-même intégrées au règlement en la matière. Elles prévoient entre autres l'imposition des versements anticipés. Nous envisageons donc l'avenir du financement d'un logement à propre usage avec un optimisme modéré mais nous recommandons le nantissement plutôt que le versement anticipé.

Peser le pour et le contre du versement anticipé

Depuis 1995, on peut faire des versements anticipés de fonds de caisse de pension pour financer son propre logement. La propriété du logement est considérée comme une forme de prévoyance vieillesse appropriée. Or, compte tenu de la dépréciation due à l'âge et des opportunités de placement manquées, les logements en propriété ne sont pas intéressants par rapport aux placements de capitaux. Pourtant, d'après les sondages, jusqu'à un cinquième de tous les changements de propriétaires pour des objets existants et un tiers pour les nouveaux immeubles se font avec des fonds de caisse de pension. Dans les ménages de la catégorie dite «seuil» (faibles revenus et faible taux d'épargne), les versements anticipés sont particulièrement fréquents. Le problème: pour le moment, on ne dispose d'aucune analyse actuelle et officielle des effets. En 2004, des sondages écrits réalisés par Hornung ont montré que le versement anticipé est très apprécié. Mais la question de savoir si avec l'accès à la propriété, les travailleurs économiquement plus faibles réduisent trop les futures prestations d'assurance reste posée. En outre, l'article 18 du règlement sur l'encouragement à la propriété du logement, selon lequel l'Office fédéral des assurances sociales est responsable de l'analyse des effets, a été supprimé le 22 août 2007. Lors de l'acquisition d'un logement en propriété, il convient donc de bien peser le pour et le contre d'un versement anticipé.

Le logement avec services est *de plus en plus prisé*

Le concept novateur du logement avec services répond au besoin d'une meilleure qualité d'habitat et à un plus grand bien-être en zone urbaine. Déjà établi en beaucoup d'endroits à l'étranger, il est aussi de plus en plus souvent demandé en Suisse.

La prospérité grandissante mais aussi le nombre croissant de petits ménages sont responsables de la demande accrue de nouvelles formes d'habitat avec services intégrés. Celles-ci ne concernent plus seulement les locataires très fortunés ou les personnes du troisième âge. Justement la classe moyenne supérieure qui compte aussi de nombreux dinks (double income, no kids) est de moins en moins disposée à passer son précieux temps libre à effectuer des achats pénibles ou de fastidieux travaux de ménage. Même les jeunes familles apprécient de plus en plus ces prestations bien utiles.

De nouvelles formes d'habitat prennent de l'importance

Des années durant, l'éventail des formes d'habitat s'est adapté aux besoins changeants. Des résidences pour séniors et des groupes médico-sociaux sont ainsi apparus au fil du temps. Entre-temps, l'offre s'est élargie et diversifiée: de nos jours, elle comprend plusieurs alternatives, du «boarding house» (pension) au logement avec services. Pendant quelques années, cette nouvelle forme de logement restera sans doute encore un produit de niche, mais l'intérêt croissant pour des prestations d'assistance et de service ainsi que le besoin globalement plus aigu d'une meilleure qualité d'habitat entraîne une demande durable. L'important est d'adapter l'offre aux besoins et desiderata des groupes cibles visés. Nos expériences avec le projet «James – logement avec services» ont montré que le concept doit être en phase non seulement avec les groupes cibles, mais aussi avec les circonstances locales.

«James – logement avec services»

Le fonds immobilier UBS (CH) Property Fund – Swiss Mixed «Sima» a développé le concept «James – logement avec services». En 2007, le fonds a inauguré aussi le premier lotissement «James» avec quelque 280 logements dans la ville de Zurich. En 2009, la fondation de placement pour la prévoyance professionnelle d'UBS

a réalisé un autre lotissement «James» à Lausanne, avec un concept adapté aux circonstances locales. 34 des 114 logements ainsi créés ont été spécialement conçus pour les personnes âgées ou à mobilité réduite. Le troisième lotissement «James» qui voit actuellement le jour à Winterthur sera disponible milieu 2011. Ce centre mêle habitat et shopping; il relie directement les quelque 150 logements avec le centre commercial, les restaurants et les garages.

Le concept «James – logement avec services» a été adapté aux modes de vie et aux besoins actuels. Il tient compte à la fois des possibilités techniques de la communication moderne (Internet, e-mail) et du besoin de contacts personnels directs (James est physiquement sur place). Ainsi, les habitant(e)s d'un lotissement «James» disposent toujours d'un concierge et de plusieurs services compris dans le loyer, dont l'accueil des visiteurs, la réception d'envois et d'achats ou les réservations de restaurants et de tickets de spectacles. En outre, l'offre comporte des services à la carte plus vastes, comme la laverie, le ménage, l'arrosage des plantes, la prise en charge d'animaux domestiques ou un service de vacances. Ces prestations de service sont facturées séparément, selon leur utilisation.

Éléments possibles dans le logement avec services

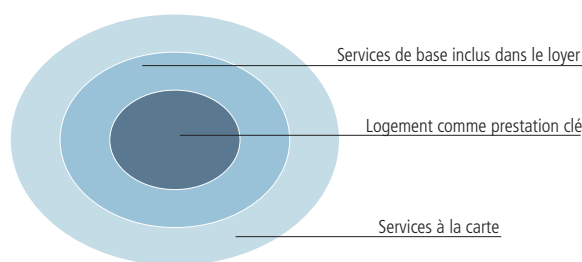
La combinaison d'un concierge avec logement est inédite en Suisse. A l'origine, en France, le terme «concierge» désignait le gardien ou le



Patric Caillat
Global Asset Management
UBS SA

Concept possible pour le logement avec services

Les trois éléments du projet «James – logement avec services»



Source: UBS GRE Switzerland

portier d'un château fort. De nos jours, le concierge est avant tout un gardien d'immeuble au sens français du terme. Mais on entend aussi de plus en plus souvent parler du service de conciergerie qui implique un encadrement intensif et éventuellement personnel des locataires ou visiteurs. Le terme est également connu de l'hôtellerie de luxe où les missions du concierge dépassent de loin le service habituel d'un réceptionniste. Il est entièrement au service de la clientèle exigeante. C'est dans cette optique que s'inscrit le concept «James». Les locataires et visiteurs d'un lotissement «James» devraient sentir d'emblée qu'ils accèdent là à une offre plus nuancée et plus vaste qu'un simple logement. Le concept «James – logement avec services» peut aussi s'adapter aux besoins nouveaux et changeants des occupants au fil des années, puisque l'éventail des services est modulaire. Le concept se base sur les trois éléments que sont l'utilisation du logement, les services de base intégrés et les services à la carte disponibles en sus.

Le logement en tant que prestation clé est essentiel et doit largement satisfaire aux critères d'implantation, d'infrastructure, de confort et d'esthétique attendus. Dans le concept du logement avec service, certaines prestations de base importantes aux yeux des groupes cibles doivent déjà être comprises dans le loyer; c'est un critère de différenciation important par rapport au mode d'habitation normal. En outre, l'occupant d'un logement avec service doit pouvoir bénéficier aussi de nombreux services à la carte. Ces prestations qu'il peut solliciter simplement selon ses besoins sont facturées séparément. Le logement prend ainsi l'allure d'un hôtel. La clé du succès réside toutefois dans l'association ingénieuse de ces éléments, en tenant compte des circonstances locales.

D'autres modèles sur le marché

Ces dernières années, plusieurs modèles avec de légères différences d'approche ont été introduits sur le marché du logement. A côté de «James – logement avec services» d'UBS Global Asset Management, d'autres concepts de logement avec services y sont présents. Mentionnons notamment les «Living Services» de Real Estate Asset Management du Credit Suisse ou «Bonacasa» de la société Bracher und Partner AG.

Les prestations de service combinées à un logement séduisant peuvent conférer à un immeuble une touche unique et en garantir ainsi l'attractivité à long terme. Cela vaut aussi dans le contexte d'un marketing immobilier intelligent. Cependant, cela ne fonctionne que si les prestations de service sont lucratives à la fois pour les utilisateurs, les exploitants et les propriétaires. Bien que la Suisse ne dispose pas encore d'expérience à long terme avec ces modèles, les conditions et les perspectives promettent la création de situations où tout le monde sera gagnant.

Une plus-value à des conditions intéressantes

Le «logement avec services» semble devenir un besoin croissant. Pour que ce concept réussisse, utilisateurs et exploitants doivent se poser une question vraiment centrale: «Quel est l'avantage de prestations de service qui accompagnent le logement?» La prestation doit offrir un avantage pratique au locataire. Et l'offre de services supplémentaires doit être économiquement rentable pour le bailleur ou l'exploitant. Le service supplémentaire n'est fourni gratuitement dans aucune des formes d'habitat. Les prestations de service sont soit comprises dans le loyer, soit facturées selon les frais effectifs. Ce système soulève d'emblée quelques questions importantes: quel est le public cible? Quel éventail de services les personnes visées souhaitent-elles? Cela peut sembler trivial à première vue, mais l'expérience a montré que ce sont précisément ces points-là et leur application systématique qui, en fin de compte, font la réussite ou l'échec du projet. Pour réussir sur le long terme, les concepts de logement avec service devront offrir aux locataires une réelle plus-value à des conditions intéressantes. Le concept doit en outre pouvoir s'adapter aux besoins changeants des occupants.

Immeubles commerciaux et usages spéciaux

Le marché sépare le bon
grain de l'ivraie.

Surfaces de bureau – *une plus grande différenciation selon les qualités*

Malgré la crise économique mondiale, le marché des immeubles de bureaux s'en sort bien. En raison de la pression des coûts des locataires, nous prévoyons une plus forte dispersion de la performance entre emplacements centraux et périphériques.

Sur le marché des immeubles commerciaux, le segment des surfaces de bureaux est de loin le plus important. Investment Property Data-bank (IPD) estime la taille du marché suisse des immeubles commerciaux pour fin 2009 à environ 68 milliards de francs. Parmi ces immeubles, environ 58,8% sont destinés à des bureaux, 37,7% au commerce de détail et 3,5% à l'industrie.

Facteurs de demande stables

A côté de la taille relative, le marché des immeubles de bureaux reflète aussi la structure fédérale de la Suisse, bien que les deux places financières de Zurich et Genève représentent tout de même respectivement 17 et 10% du parc total des surfaces de bureaux. Avec plus de 18%, la part du secteur des prestations financières et commerciales dans le volume d'emploi total de la Suisse est relativement grande par rapport au niveau international. Mais il faut noter que le secteur financier suisse s'en tire relativement bien face à la crise mondiale des marchés financiers. Alors qu'au sein de l'UE, l'industrie financière a subi des pertes d'emploi parfois massives, le taux de croissance est resté positif en Suisse, mais il a diminué. A cet égard, nous voyons cependant une tendance croissante à des modèles à temps partiel en Suisse. Comme dans les autres pays européens, les entreprises suisses concentrent leurs efforts sur l'augmentation de la productivité des collaborateurs, de sorte que les prochaines années, il ne faut s'attendre qu'à des taux de progression modérés de l'emploi.

La qualité gagne en importance

En raison des perspectives tempérées, mais toujours positives, de la progression de l'emploi, l'analyse de l'offre des surfaces de bureaux devient plus importante. Dans les villes suisses, les taux de bureaux vacants se situent entre 2 et 6%. Par rapport au niveau interna-

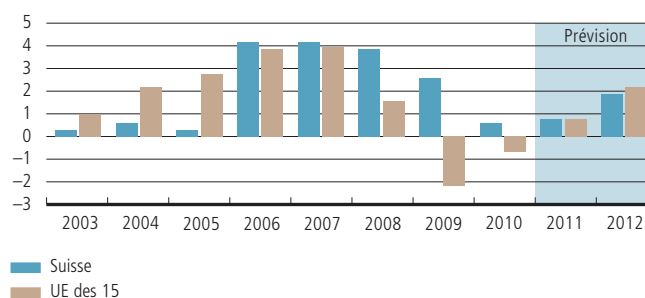
tional, ce pourcentage est plutôt modéré et a soutenu la progression des loyers dans le segment des bureaux, ces dernières années. Ainsi, IPD a constaté aussi pour l'année de crise 2009 une hausse des loyers de 1,0% dans le secteur suisse des bureaux. Notons néanmoins que ces dernières années, les aménagements de bureaux ont connu une réelle expansion, notamment en Suisse alémanique, alors qu'en Suisse romande, nous observons une extension restrictive des surfaces. En 2011/2012, environ 150 000 m² de nouvelles surfaces de bureau arriveront sur le marché à Zurich, contre seulement quelque 60 000 m² à Genève. L'offre des surfaces de bureaux devrait cependant faire l'objet d'un examen nuancé. Comme les discussions sur la durabilité se multiplient, nous sommes sceptiques à moyen terme pour les emplacements de bureaux non intégrés (viabilisation limitée au niveau des voies de communication et faible disponibilité d'installations de service) dans les banlieues des villes ou les agglomérations. Même en cas de poursuite de l'immigration, les entreprises vont davantage s'efforcer d'offrir à leurs collaborateurs un environnement de travail agréable. Des emplacements de bureaux centraux et bien accessibles vont dès lors gagner encore en importance. C'est pourquoi nous partons du principe qu'à l'avenir, la différenciation des marchés des bureaux va s'accroître. Alors que pour les emplacements dans les centres-villes qui disposent d'une offre de surfaces de bureaux plus restrictive, nous prévoyons une évolution positive, les emplacements non intégrés devraient



Gunnar Herm
Global Asset Management
UBS SA

Pas de compressions d'effectifs en Suisse

Progression de l'emploi dans les services financiers et services aux entreprises en %



Source: Experian Business Services, juin 2010

souffrir de plus en plus dans le domaine de la location. Selon nous, dans ces zones périphériques, les loyers vont rester sous pression parce que ces emplacements servent principalement à des fonctions de back-office où la pression des coûts est particulièrement forte. Par contre, les emplacements dans les centres-villes devraient permettre aussi en 2011 de réaliser une plus-value et des rendements attractifs par des travaux de rénovation ou de nouvelles constructions. Dans ce segment de bureaux haut de gamme, nous prévoyons donc une nouvelle hausse des loyers.

Taux d'accroissement positif

Selon IPD, malgré la baisse des taux et les rendements des obligations d'Etat, les rendements initiaux dans le segment institutionnel des bureaux n'ont guère changé: en 2009 comme en 2008, ils s'élèvent à 5,8%. Contrairement à de nombreux marchés immobiliers européens, le taux d'accroissement ne s'est pas découplé du taux de hausse des loyers sur le marché suisse des immeubles de bureaux. En outre, en Suisse, le taux d'accroissement pour l'octroi d'hypothèques commerciales n'était pas supérieur au taux d'inflation. Le marché suisse des immeubles commerciaux repose donc sur des bases solides. Suite à la baisse des rendements des obligations d'Etat, l'attrait relatif des immeubles commerciaux a encore augmenté, d'où un renforcement de la pression de placement sur la catégorie en question. Cependant, nous recommandons aux investisseurs dans les immeubles de bureaux d'examiner pour 2011 de près le profil chances-risques de chaque objet et de se montrer moins conciliants dans leur profil d'exigences.

Les investisseurs préférant les fonds propres constituent actuellement le groupe d'acquéreurs le plus actif et le financement étranger nécessité par ce groupe est disponible sur les marchés des capitaux. Contrairement aux années antérieures, les investisseurs qui appliquent des taux élevés de financement étranger ne sont plus guère actifs sur le marché immobilier suisse.

Même si l'économie nationale suisse s'est bien sortie de la crise mondiale et compte parmi les moteurs de la croissance économique en Eu-

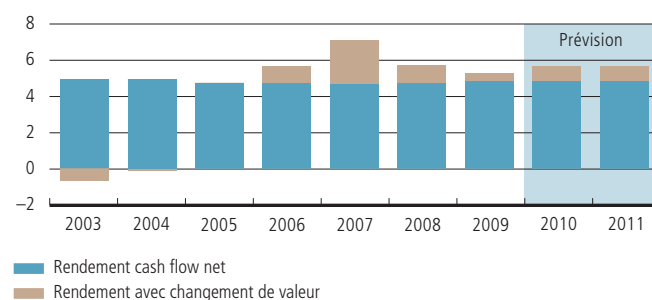
rope, la Banque nationale suisse est restée jusqu'à présent modérée dans ses relèvements des taux. Cependant, une hausse des taux ne doit pas automatiquement entraîner des dévaluations sur le marché immobilier commercial-institutionnel. Un niveau de taux donné reflète aussi la croissance économique prédominante, ce qui occasionnera également une évolution positive des revenus locatifs, d'où une revalorisation des immeubles. Il est vrai que ce n'est pas un automatisme, mais les investissements dans des emplacements durables n'ont rien à craindre d'une hausse des taux à partir du niveau actuel, historiquement bas.

Prévision d'une performance stable

Globalement, nous prévoyons pour l'année en cours des performances stables sur le marché suisse des immeubles de bureaux. La performance reste marquée par un rendement courant stable, alors que les plus-values apparaîtront dans un cadre très limité. Ces taux d'accroissement reposent sur des hausses de loyers attendues suite à l'amélioration des conditions économiques générales et non sur un changement des rendements de cotations qui serait motivé par la spéculation. Ainsi, le marché suisse des immeubles de bureaux est l'expression de la situation économique fondamentale sous-jacente.

Prévision d'un léger potentiel de hausse

Rendement global du marché des bureaux en Suisse (% p.a.)



Sources: IPD; UBS GRE

La performance passée n'est pas une garantie de l'évolution future.

Surfaces commerciales – *croissance zéro à l'horizon*

L'appréhension des consommateurs suisses reste limitée par rapport au niveau international. Les bénéficiaires en sont le commerce de détail, mais aussi le secteur immobilier. La qualité des surfaces proposées est un critère de plus en plus important pour la réussite du placement.

Même si le consommateur suisse n'a pas totalement échappé à la crise économique mondiale, on ne peut pas dire que celle-ci a secoué le commerce de détail du pays. En 2009, malgré le ralentissement conjoncturel, les chiffres d'affaires du commerce de détail (corrigés du renchérissement) ont tout de même augmenté encore d'environ 0,5%; dans les années fastes, cette hausse allait jusqu'à 4,3%. L'augmentation du nombre de chômeurs a certes créé un climat d'incertitude en 2009, mais depuis février 2010, le chômage baisse à nouveau et les consommateurs reprennent confiance, ce qui devrait avoir des incidences positives sur les chiffres d'affaires du commerce de détail. Tant pour 2010 que pour l'année en cours, nous nous attendons à une progression du chiffre d'affaires (corrigée du renchérissement) supérieure à 2,0% dans le commerce de détail.

La concentration se poursuit

En Suisse, le contexte économique positif par rapport au niveau européen et le fort pouvoir d'achat incitent aussi les détaillants étrangers à s'établir chez nous. Dans une première phase d'expansion, les entreprises commerciales jettent alors leur dévolu sur les principales rues commerçantes des centres-villes et les centres commerciaux d'excellente qualité. Cette concentration pratiquée par les détaillants pose de gros défis aux emplacements et centres commerciaux de moindre qualité. Souvent, seules de vastes mesures coûteuses permettent de rendre au site sa compétitivité. En 2009, avec une performance globale de 6,3%, le secteur suisse des immeubles du commerce de détail a nettement dépassé le niveau atteint par l'ensemble du marché immobilier suisse. En même temps, selon Wüest & Partner, les loyers proposés en 2009 et 2010 ont aussi augmenté respectivement de plus de 3%, ce qui s'explique surtout par les nouvelles différences de qualité dans la structure de l'offre.

Différenciation de la performance

Lors du choix du site par les détaillants, la qualité des surfaces et les caractéristiques de l'emplacement jouent également un rôle croissant et déterminent la réussite d'un investissement dans le segment en question. C'est pourquoi selon nous, la marge de fluctuation de la performance va continuer à s'agrandir aussi dans ce secteur. Ces dernières années, l'activité de construction était assez intense dans quelques régions et certains vieux centres commerciaux ne répondant plus aux exigences actuelles ont été rénovés. Par conséquent, la concurrence des surfaces s'est durcie. C'est pourquoi en 2011, le potentiel de hausse des loyers devrait être limité dans le commerce de détail. Pour le marché global, il faut donc s'attendre dans l'ensemble à une croissance zéro. Seul d'excellents emplacements et immeubles très bien gérés pourront se démarquer positivement de la stagnation des loyers. Nous nous attendons également à ce que ces prochaines années, les augmentations de valeur se stabilisent entre 1 et 2%.



Gunnar Herm
Global Asset Management
UBS SA

Aperçu des immeubles commerciaux

Sauf mention contraire, toutes les données sont en % de croissance par rapport à l'année précédente.

Emploi, chiffres d'affaires et climat	2011 ¹	2010 ²	2009	2008	10 ans ³
Emploi bureaux, en équivalents temps plein	0,5	0,3	1,7	4,2	2,0
Emploi commerces, en équivalents temps plein	0,5	1,2	-0,9	1,8	0,3
Chiffres d'affaires du commerce de détail, corrigé du nombre de jours ouvrables, valeur réelle	2,5	2,8	0,5	3,3	1,9
Indice du climat de consommation, valeur moyenne	-	-5,8	-33,3	-7,0	-8,8
Surfaces de bureaux					
Loyers de l'offre pour surfaces de bureaux	0,0	0,7	4,0	0,8	1,2
Taux de locaux vacants pour surfaces de bureaux	4,8	4,5	4,3	4,3	-
Rendement cash flow net	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8 ⁴
Rendement du capital	0,8	0,8	0,4	1,0	1,0 ⁴
Rendement tot. de l'invest. direct dans les bureaux	5,7	5,7	5,3	5,9	5,8 ⁴
Surfaces commerciales					
Loyers de l'offre pour surfaces commerciales	0,5	3,6	3,4	0,6	1,4
Rendement cash flow net	4,9	4,8	4,8	5,0	4,9 ⁴
Rendement du capital	0,4	0,5	1,5	1,4	2,2 ⁴
Rendement tot. de l'invest. direct dans les commerces	5,3	5,3	6,3	6,5	7,1 ⁴

¹ Préviation UBS WMR

² Extrapolations et/ou prévisions UBS WMR (situation au 3.1.2011)

³ Moyenne: 2001 à 2010

⁴ Moyenne: 2006 à 2010

Sources: Wüest & Partner; Colliers; IPD; OFS; Seco; UBS WMR

Le partenariat public-privé – *bien plus qu'une formule toute faite*

Public et privé collaborent depuis toujours. Dans les partenariats public-privé, il ne s'agit pas seulement de collaboration, mais de processus destinés à la structuration, l'attribution des risques, l'adjudication et la réglementation d'un tel partenariat.

Sur une période de référence de 25 à 30 ans, il faut prévoir, dans des projets de construction immobilière, des frais d'exploitation (maintenance et réparation comprises) similaires à ceux de la réalisation (hors coûts de financement). Si l'on tient compte de la valeur temps de l'argent, il faut budgétiser environ deux tiers des coûts pour la réalisation et environ un tiers pour l'exploitation durant 25 à 30 ans. Il est donc judicieux de réfléchir à la phase d'exploitation dès la planification d'un projet de construction. C'est précisément là qu'interviennent les partenariats public-privé (abrévés PPP).

Prévue à l'origine pour remédier à une certaine précarité financière des pouvoirs publics, l'application d'une démarche PPP à des projets se justifie désormais surtout par l'intégration systématique de la phase d'exploitation à l'adjudication. Le terme «systématique» signifie que dans l'offre globale de prestations des différents fournisseurs, les frais d'exploitation sont non seulement pondérés, mais que lors de la conception de la structure et/ou de l'infrastructure du bâtiment, le privé bénéficie aussi d'une liberté suffisante pour optimiser les frais d'exploitation. Dans la démarche d'adjudication PPP, le futur exploitant est donc associé d'emblée au consortium des fournisseurs, ce qui contribue à une planification et construction durables.

La procédure d'adjudication est centrale

Le contrat entre les pouvoirs publics et la société de projet, assorti d'une mission de prestation clairement définie, constitue l'élément clé de tout projet PPP et est normalement conçu pour une durée de 20 à 30 ans. Cela montre que loin de s'arrêter avec la construction et le financement d'un objet d'infrastructure, le PPP englobe tout le cycle de vie d'un bâtiment. Pour qu'un projet PPP réussisse, il faut une procédure d'adjudication bien conçue, capable d'intégrer la planification, la conception, la

fabrication, le financement et l'exploitation et de créer dans tous les sous-secteurs un contexte fortement compétitif.

Si des pouvoirs publics organisent un concours d'architecture et cherchent ensuite un partenaire privé dans le cadre de l'attribution du marché de construction et d'exploitation, le concept de PPP n'est pas pleinement appliqué. Car dans ce cas, l'architecture définie en amont n'offre plus au prestataire privé que des possibilités limitées pour optimiser son offre de construction et d'exploitation. Les gains d'efficacité potentiels dans la conception et l'exploitation ne compensent pas assez les coûts de financement plus élevés du privé par rapport aux pouvoirs publics.

La procédure d'adjudication typique d'un PPP peut amener des économies significatives qui profitent à la fois à la société privée et aux pouvoirs publics. De nombreuses analyses de projets PPP réalisés dans des pays voisins mettent en évidence des gains d'efficacité de 15 à 20% ainsi que des durées de chantier souvent raccourcies. Pour les projets de construction immobilière en Suisse, les gains d'efficacité devraient atteindre 5 à 10%.



Niklaus Scheerer

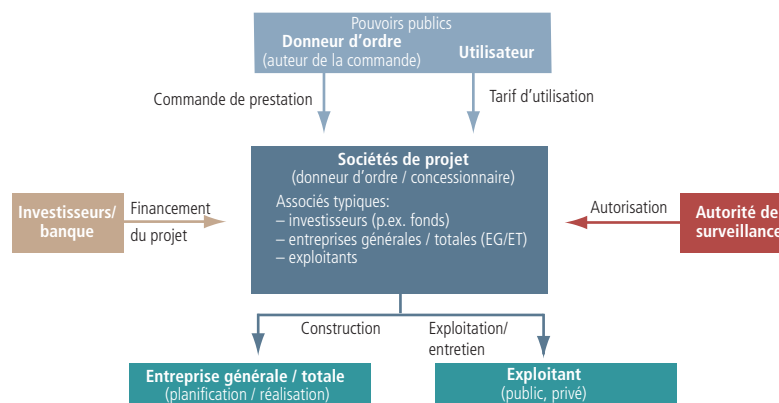


Christian Unternährer

Wealth Management &
Swiss Bank, UBS SA

Structure typique d'un projet PPP

Société de projet en tant que mandataire



Source: UBS Real Estate Advisory

Coûts de financement plus élevés: un contre-argument peu convaincant

Un argument souvent avancé contre l'externalisation et le préfinancement de prestations à des sociétés privées concerne leurs coûts de financement supérieurs à ceux des pouvoirs publics. Or, cette argumentation ignore que lors de la réalisation d'un projet PPP, les risques qui restent à charge des pouvoirs publics ne sont pas à comparer avec ceux d'une réalisation propre. En effet, dans le cas d'un projet PPP, des risques de fabrication et d'exploitation sont externalisés au partenaire privé, alors qu'en cas de réalisation propre, les pouvoirs publics devraient les supporter au moins en partie.

Les faibles coûts de financement des pouvoirs publics reposent en fin de compte sur la «garantie» implicite des contribuables. C'est justement lorsque les partenaires privés peuvent sans problème fournir les prestations et supporter les risques que le recours à cette garantie des contribuables est vraiment difficile à justifier. Cela débouche sur un cercle vicieux dans l'attribution des risques, puisque le citoyen et contribuable se garantit lui-même en tant qu'initiateur indirect du projet. Par cette structure, les réflexions sur le financement passent donc sous silence le risque effectif du projet, ce qui peut entraîner une attribution insuffisante du capital.

Dans une structure comme celle des projets PPP, en revanche, tous les risques sont, dans la mesure du possible, clairement identifiés et quantifiés et attribués au partenaire qui est le mieux à même de les évaluer et de les supporter. Le financement du projet est réalisé par le partenaire privé, même si dans cette approche aussi, les pouvoirs publics peuvent ou doivent fournir plus ou moins de garanties. Celles-ci sont cependant clairement liées à un événement à risque; c'est la condition indispensable à toute gestion des risques par les pouvoirs publics.

Beaucoup de champs d'application envisageables

Un champ d'application adéquat pour les projets PPP est l'infrastructure de transport. Mais la santé, la formation et la justice ainsi que la défense nationale sont aussi des domaines où

des projets PPP ont été réalisés avec succès ces dix dernières années, notamment à l'étranger. En Suisse, dans les prochaines années, les modèles PPP vont être envisagés avant tout dans le financement hospitalier. Un principe adopté lors de la nouvelle réglementation du financement hospitalier qui entrera en vigueur début 2012 (cf. l'article «L'immobilier hospitalier en pleine mutation» en page 25) était en effet le traitement égalitaire entre exploitants publics et privés d'hôpitaux de soins aigus. La réalisation et l'exploitation d'un hôpital par l'Etat lui-même seraient contraires à cette mission. Mais les pouvoirs publics ne doivent pas pour autant se retirer du secteur hospitalier. Ils doivent plutôt y assumer un nouveau rôle, tel qu'il est envisagé dans les projets PPP. La créativité dans la répartition du travail entre pouvoirs publics et partenaires privés y est sans limite. A cet égard, il est important que cette répartition soit d'emblée bien structurée et systématiquement appliquée par les deux partenaires. Dans le cadre d'un PPP, pouvoirs publics et partenaires privés ne jouent pas à faire porter le chapeau à l'autre.

Attribution intelligente des risques grâce au PPP

En tant que cas particulier des financements de projets, les modèles de PPP sont également applicables en Suisse, comme le montre le nouveau centre administratif Neumatt du canton de Berne à Burgdorf. Les pouvoirs publics reçoivent, dans les délais et dans le cadre budgétaire prévu, une nouvelle infrastructure dont la réalisation et le financement auraient certainement dépassé leurs ressources. Selon le champ d'application et la structure des risques, les projets PPP présentent un coefficient d'autofinancement différent. Habituellement, dans des projets de construction immobilière où le risque systématique à supporter par le partenaire privé est nul ou faible, ce coefficient atteint 10 à 20% des coûts du projet. Cette part de fonds propres relativement réduite, seulement possible grâce à l'attribution claire des risques dans les projets PPP, permet d'une part de réaliser des rendements intéressants sur les fonds propres et d'autre part, d'optimiser les coûts de financement globaux, ce qui est intéressant du point de vue des pouvoirs publics. Vu le potentiel de nouveaux projets PPP auxquels on peut s'attendre en Suisse, nous recommandons aux grands investisseurs immobiliers de s'intéresser de près à la démarche du modèle PPP. Une familiarisation précoce avec ce sujet leur sera profitable.

L'immobilier hospitalier

en pleine mutation

Le paysage hospitalier suisse est complexe. Il bouge fortement dans sa structure, ses éléments constructifs et les conditions générales de son financement. Cette mutation offre des opportunités intéressantes aux investisseurs.

L'immobilier hospitalier suisse est en pleine mutation. Non seulement il faut fortement investir dans la rénovation des immeubles construits en majorité dans les années 1970 et 1980, mais dans beaucoup de cantons, la structure hospitalière est aussi en partie sans avenir, avec des espaces exigus. Vient s'y ajouter le fait que la tendance persistante de l'abandon des méthodes de traitement stationnaire au profit des traitements ambulatoires crée de nouveaux besoins d'espace auxquels l'infrastructure hospitalière actuelle ne peut répondre qu'insuffisamment et à grands frais.

Nouveau financement hospitalier à partir du 1^{er} janvier 2012

La mutation la plus importante pour les hôpitaux est probablement la révision de la loi fédérale sur l'assurance-maladie (LAMal), décidée en 2007, qui réglera le financement hospitalier à partir du 1^{er} janvier 2012. Son objectif est d'améliorer l'efficacité et la transparence. La future facturation des soins hospitaliers somatiques aigus selon des forfaits par cas fournit aux hôpitaux, au lieu d'une indemnisation rétrospective avec des garanties de déficit ou des budgets globaux, une rétribution par cas basée sur des forfaits calculés de manière prospective. Avec ce système de forfaits par cas, chaque séjour à l'hôpital est classé dans un groupe d'après le modèle des «Diagnosis Related Groups» (DRG) et payé de manière forfaitaire, selon des critères précis, comme le diagnostic principal, les diagnostics secondaires, les traitements et la gravité. Le montant des forfaits par cas serait aligné sur les hôpitaux les moins onéreux, adapté continuellement et fixé de manière uniforme pour toute la Suisse par la société SwissDRG SA, spécialement fondée à cet effet, les dispositions spéciales étant tout au plus appliquées dans la phase de transition entre l'ancien et le nouveau financement hospitalier. Autre nouveauté: le forfait par cas comprend un dédommagement pour les inves-

tissements financés jusqu'à présent par les cantons. Le nouveau système ne règle pas le financement des soins ambulatoires. Ceux-ci sont toujours rétribués selon le système tarifaire Tarmed.

Un régulateur difficile à cerner

Si le nouveau système est appliqué tel que prévu par le législateur, les hôpitaux incapables, à cause de leur structure des coûts, de fournir les prestations selon les forfaits par cas fixés ou à un tarif plus avantageux, ne survivront pas. Mais l'avenir dira si ce sera vraiment appliqué ainsi au niveau politique puisque les cantons sont tenus de garantir les soins hospitaliers stationnaires. Le marché ne pourra donc guère assumer seul l'assainissement structurel du paysage hospitalier suisse, l'un des objectifs de la révision de la LAMal.

Il faudra notamment des décisions politiques sur les sites, tant que subsistera le rôle multiple et contradictoire des cantons. En effet, dans le cadre de la planification hospitalière, ceux-ci donnent non seulement aux hôpitaux des missions qui servent de base à l'admission dans la liste des hôpitaux, mais ils sont aussi souvent eux-mêmes directement ou indirectement propriétaires et gestionnaires d'hôpitaux.

Contrôle financier

Avec le nouveau système de financement des hôpitaux, ce n'est plus la solvabilité du canton respectif qui est déterminante dans l'évaluation



Niklaus Scheerer



Christian Unternährer

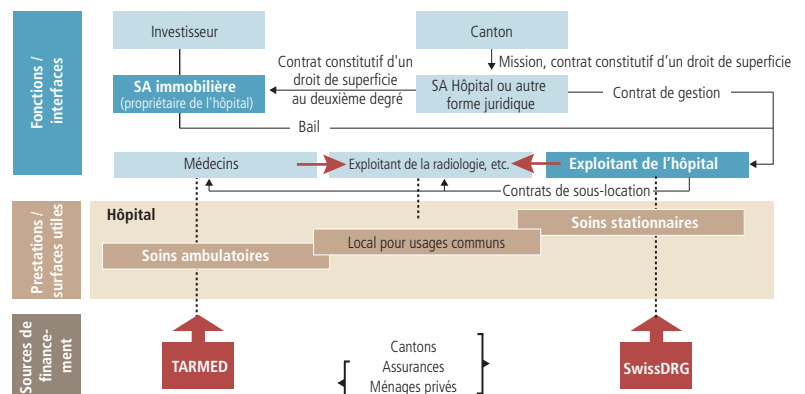


Markus Wagemann

Wealth Management & Swiss Bank, UBS SA

Structure et sources de revenus des hôpitaux à partir de 2012

Illustrées par un exemple



Sources: UBS Corporate Finance Switzerland, Project & Product Development

du risque de financement, mais celle du gestionnaire correspondant de l'hôpital. Cela signifie que désormais, le financement hospitalier se fera davantage selon les critères d'évaluation appliqués aux financements des entreprises, puisqu'en raison de leur forte distorsion de la concurrence dans le nouveau système, les garanties et cautionnements des pouvoirs publics ne seraient plus opportuns. A l'avenir, les bailleurs de fonds tant propres qu'étrangers devront contrôler de très près la viabilité et les perspectives d'un hôpital.

Les hôpitaux bien positionnés en termes de qualité et de coûts, avec un emplacement géographique intéressant, trouveront sans doute facilement les sources financières nécessaires pour perdurer, mais devront eux aussi surmonter certains obstacles, dont une dotation suffisante de la société hospitalière en capitaux propres. Par contre, ce sera certainement plus difficile pour les hôpitaux mal positionnés, avec des structures peu efficaces. Les cantons ont évoqué certaines aides financières sous forme de prêts aux taux du marché, si les sources financières privées n'atteignaient pas le volume nécessaire. Mais il faut d'abord éliminer cette contradiction du futur financement hospitalier, afin de ne pas créer de nouvelles structures qui fausseraient la concurrence. En effet, on peut légitimement supposer qu'à des taux conformes au marché et adaptés au risque de l'engagement respectif, tous les hôpitaux ayant leur raison d'être trouveront des investisseurs privés. C'est justement à cause de telles interventions dans le paysage hospitalier suisse que les investisseurs et bailleurs de fonds étrangers auront désormais du mal à évaluer l'attractivité et la position concurrentielle d'un hôpital donné sur le marché. On peut donc penser qu'à l'avenir, tous les hôpitaux financés par le secteur privé devront payer une prime pour non-transparence inhérente au système.

Opportunités intéressantes pour les investisseurs immobiliers

Malgré ou justement grâce à la complexité du paysage hospitalier suisse, ce marché offre selon nous des opportunités intéressantes aux investisseurs immobiliers. Les hôpitaux qui arrivent à adapter idéalement leur infrastructure aux processus médicaux et aux différents

besoins d'espace des soins ambulatoires et stationnaires peuvent atteindre une supériorité en matière de coûts qui leur assure une marge bénéficiaire supérieure à la moyenne. Sans oublier d'autres éléments positifs, comme le facteur de croissance du secteur de la santé en général ainsi que les importantes barrières d'accès pour les nouveaux fournisseurs, notamment à cause de la forte régulation. Or, on exige des investisseurs qu'ils se penchent sur la complexité du paysage hospitalier suisse et puissent aussi accepter d'autres modèles de financement que le modèle locatif typique. Les investisseurs efficaces dans ce segment spécial du marché immobilier se caractérisent aussi par l'ouverture et la créativité vis-à-vis de la fourniture de prestations dépassant l'habituelle mise à disposition de locaux. Grâce à la perspective de rendements cash flow intéressants, l'investisseur est dédommagé pour la dureté des exigences.

Quelques aspects d'une due diligence

La mutation structurelle du paysage hospitalier suisse a commencé il y a plusieurs années déjà. Alors que le nombre d'hôpitaux généraux reculait déjà fortement, celui des cliniques spécialisées restait stable. Mais actuellement, les deux segments traitent nettement plus de cas, tout en réduisant le nombre de lits. L'investissement dans un immeuble hospitalier doit prendre en compte cette tendance à la concentration et à la spécialisation. Il faut en outre identifier clairement le rôle, la marge de manœuvre et les futures obligations des pouvoirs publics. Les critères essentiels pour évaluer le positionnement d'un hôpital sur le marché sont bien sûr les listes et les missions des cantons. De plus, il faut être particulièrement attentif à la gestion des immeubles hospitaliers par les différents cantons. Par ailleurs, il s'agit d'anticiper la tendance à la multiplication des soins ambulatoires dans les hôpitaux: en raison de la compensation différente des coûts d'investissement entre le tarif Tarmed et SwissDRG, les hôpitaux existants risquent d'être piégés par les coûts latents. Enfin, il ne faudrait pas rester en-deçà de la taille critique d'une centaine de lits, afin de garantir une fourniture efficace des prestations.

Les placements immobiliers internationaux *offrent des opportunités de diversification*

Le marché de l'immobilier mondial possède une structure très nationale voire régionale, ce qui en complique l'accès. Les produits immobiliers directs et indirects facilitent l'accès au marché et offrent des opportunités de diversification qui gagnent en importance dans une économie mondiale.

DTZ Research évalue le volume d'investissement mondial des immeubles commerciaux pour fin 2009 à une dizaine de milliards de dollars US, dont environ 39% reviennent à l'Amérique du Nord, 32% à l'Europe et 29% à l'Asie/Pacifique. Au-delà de leur taille, les différents marchés régionaux se distinguent à bien des égards. Chacun présente ses propres caractéristiques en termes de secteurs dans lesquels il peut être investi, de risques et rendement attendus, mais aussi de liquidité. Alors qu'en Suisse, en Allemagne et aux Etats-Unis, les investisseurs accordent une grande importance aux immeubles d'habitation, ce sont surtout les immeubles commerciaux qui jouent un rôle central dans la plupart des pays européens où le taux de logements en propriété est élevé. En outre, la législation sur les baux varie fortement d'un pays à l'autre. Ainsi par exemple, la durée des contrats de bail à loyer en Europe continentale est en principe plus courte qu'au Royaume-Uni. Lors d'ajustements des loyers, le Royaume-Uni et l'Irlande connaissent le principe «upward-only lease review» qui autorise une augmentation dans les périodes fastes, mais empêche une réduction dans les phases difficiles. En Europe continentale par contre, les loyers sont souvent indexés, typiquement liés à l'évolution de l'indice des prix à la consommation; cela empêche certes une maximisation des recettes locatives quand le marché se porte bien, mais protège aussi efficacement contre l'inflation pendant la durée du bail.

Constitution d'un portefeuille immobilier international

Un portefeuille immobilier mondial bien diversifié peut à la fois réduire le risque d'investissement et augmenter le rendement. En règle générale, c'est l'effet de la réduction du risque qui domine. Si un investisseur souhaite en plus augmenter le rendement, il peut élargir

sa stratégie immobilière mondiale à d'autres secteurs et phases d'investissement. Les possibilités d'augmenter le rendement sont multiples. La figure compare des investissements immobiliers dans 82 pays / combinaisons de secteurs (par exemple surfaces de bureaux en France et immeubles d'habitation en Allemagne) ainsi que le rendement total maximum et minimum réalisé de 1995 à aujourd'hui. La divergence entre la meilleure et la plus mauvaise performance a été surtout significative durant l'année de crise 2008, avec 60%. Cependant, à cause de la nature de la catégorie de placement, le changement de pays et de secteurs ne se fait pas sans peine. Il est donc d'autant plus important de déterminer l'attribution stratégique et tactique des actifs avec toute la clairvoyance nécessaire.



Gunnar Herm
Global Asset Management
UBS SA

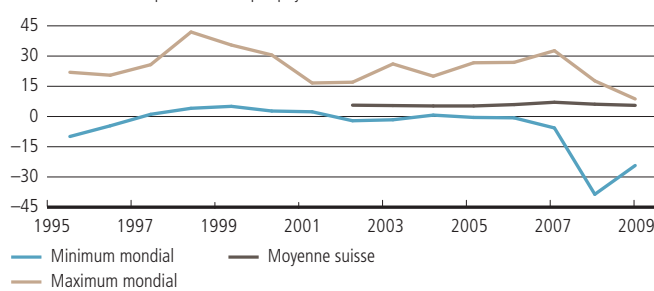
En principe, il existe deux moyens de se constituer un portefeuille immobilier mondial: d'une part, en utilisant les investissements directs sur le marché privé ou le placement dans des fonds ou dans des fonds de fonds non cotés en bourse et, d'autre part, en passant par les investissements indirects dans des sociétés anonymes immobilières ou des fonds immobiliers coté(s) en bourse.

Investissements immobiliers directs

Dans le domaine des investissements directs, l'offre croissante en fonds immobiliers ouverts, non cotés en bourse et disposant d'une émission et d'une reprise régulières, a donné aux investisseurs l'impression que ce moyen est probablement moins liquide qu'il n'y paraît.

L'éventail mondial des performances offre des opportunités de diversification

Eventail mondial des performances par pays / secteur en %



Sources: IPD; UBS GRE

La performance passée n'est pas une garantie de l'évolution future.

Or, ces fonds non cotés en bourse détiennent eux-mêmes des immeubles et sont donc aussi peu liquides que l'investissement lui-même. Il y a toutefois un avantage pour les investisseurs: les parts de fonds sont réparties et négociées en montants nettement plus petits que les immeubles en propriété directe. Cela assouplit sensiblement l'achat et la vente des parts de fonds. Mais la liquidité au niveau du moyen de placement peut seulement être favorisée par la possession de cash ou d'autres instruments liquides, ce qui risque à son tour de diluer la performance du placement immobilier.

Investissements immobiliers indirects

Bien souvent, les investisseurs choisissent d'appliquer la stratégie immobilière mondiale au moyen de sociétés ou de fonds coté(e)s en bourse, parce que contrairement aux investissements directs, ceux-ci offrent une liquidité en apparence plus grande. Il est tentant d'éviter, par un tel engagement, le problème fondamental de la non-liquidité des immeubles. Le prix à payer est cependant une volatilité accrue. Une attribution substantielle à des placements immobiliers cotés en bourse dans le cadre d'une stratégie immobilière peut faire subir au portefeuille d'un coup un recul de performance suite à une baisse des valeurs boursières. Il faut noter que le marché est comparativement aussi efficace pour les placements immobiliers cotés en bourse que pour les marchés d'actions mondiaux; par conséquent, toute prévision et prévention de corrections du marché est ambitieuse voire impossible.

L'histoire montre qu'à terme, les sociétés immobilières cotées, corrigées de l'influence de l'optimisation du prix en bourse et de la part de financement étranger, génèrent un rendement similaire à celui d'un investissement immobilier direct. Les fonds non cotés en bourse se situent généralement au milieu de ces deux extrêmes, en termes de rendement et de risque.

Evolutions actuelles et perspective

Durant la crise financière, la plupart des marchés immobiliers mondiaux ont subi une dévaluation parfois forte. Avec la cotation à la baisse des immeubles, l'écart entre le rende-

ment immobilier courant et les rendements actuellement bas des obligations d'Etat s'est fortement creusé, atteignant parfois des records historiques; à partir du milieu de l'année 2009, cela a davantage incité les investisseurs à réinvestir dans l'immobilier. D'où une stabilisation des cotations immobilières. Comme le contexte économique reste fragile sur la plupart des marchés immobiliers occidentaux, notre perspective est d'un optimisme prudent. En 2011, une stratégie de placement mondiale devrait se concentrer sur la garantie des rendements courants. Il ne faut pas s'attendre à de fortes augmentations de valeur comme avant la crise financière et économique mondiale. Alors qu'au Royaume-Uni, une légère correction n'est pas improbable en 2011, nous voyons de plus en plus d'opportunités dans la plupart des pays de la zone euro et aux Etats-Unis. Dans la majorité des pays asiatiques, les stratégies de placement à plus-value et opportunistes prévalent. La macro-tendance dans les pays émergents reste intacte, mais seuls les investisseurs qui aiment prendre des risques devraient s'y aventurer.

L'Europe continentale est intéressante

Lors d'un placement immobilier, la forme d'investissement influence la liquidité ainsi que la performance à court terme. L'exploitation de cycles de performance décalés dans le temps peut créer des effets de diversification significatifs. Comme l'évolution conjoncturelle de chaque économie nationale est différente, la performance des marchés des immeubles commerciaux variera selon les régions. Les Etats-Unis ainsi que l'Europe continentale offrent actuellement des profils de risque de rendement intéressants. Les marchés asiatiques se développent certes à toute vitesse, mais réclament le plus souvent une plus grande propension au risque. En principe, limiter ses placements immobiliers à la Suisse revient à renoncer à prendre part à près de 99% du volume d'investissement mondial des placements immobiliers. En outre, l'histoire montre qu'une diversification suprarégionale dans toute la Suisse n'est guère efficace. Notamment parce qu'au niveau suprarégional, les flux de trésorerie sont soumis aux mêmes facteurs macro-économiques: intérêts, inflation et revenus.

Immeubles cotés en bourse et fondations de placement

Les placements immobiliers suisses indirects font partie des gagnants de ces dernières années.

Actions immobilières – *une assise solide*

En 2010, les actions immobilières ont bénéficié d'un environnement économique propice et contribué elles aussi à la réussite, mais 2011 sera nettement plus difficile.

En 2010, les actions immobilières suisses ont bénéficié d'un bon terreau: pas d'exagérations de prix notables, une reprise économique rapide, une forte demande et des taux à la baisse. En outre, les entreprises ont poursuivi les investissements pour revaloriser leurs immeubles. Conséquence: le cours des actions immobilières suisses a fière allure. Certaines se sont non seulement remises des corrections de fin 2008 et début 2009, mais ont même atteint de nouveaux records historiques. Notamment les deux principales valeurs immobilières Swiss Prime Site (SPS) et PSP Swiss Property.

Potentiel modéré de valorisation de l'inventaire

Après la bonne évolution absolue et relative des cours en 2010, nous dirions que le potentiel des cours est désormais modéré, en raison de l'évaluation équitable et du potentiel de valorisation limité de la valeur d'inventaire. Malgré cela, les investisseurs visant le long terme peuvent garder leurs actions en raison du rendement sur dividendes intéressant et durable, selon nous. Actuellement, les grandes sociétés immobilières distribuent le dividende sous forme de remboursement de la valeur nominale, exonéré de la retenue à la source. Mais globalement, notre évaluation actuelle est un peu plus prudente pour les actions immobilières suisses. Les creux éventuels devraient cependant servir à recréer des positions.

L'immobilier réagit en fin de cycle. Nous prévoyons donc des prix immobiliers un peu plus bas sur les deux prochaines années. L'influence négative pour les sociétés immobilières majeures comme SPS et PSP est toutefois graduelle et limitée, vu les longues durées résiduelles des baux. Chez PSP, la durée résiduelle moyenne est de 4 à 5 ans et chez Jelmoli, société reprise en 2009 par SPS, elle atteint même 11 ans. Le taux actuel de logements vacants de 3,5 à 8% auprès des plus grandes sociétés immobilières devrait légèrement augmenter sur les deux prochaines années.

Allreal et Flughafen Zürich se distinguent quelque peu des grandes sociétés immobilières suisses. Allreal réalise environ un quart de son bénéfice avec la mise en projet et la construction d'immeubles. En cas de recul des prix immobiliers et de hausse durable des taux, nous prévoyons ici une demande plus modérée. Pour le moment, la société dispose toutefois d'un volume de commandes de 1,7 milliard de francs, soit environ trois fois et demi le chiffre d'affaires annuel de la division.

Certaines niches immobilières intéressantes

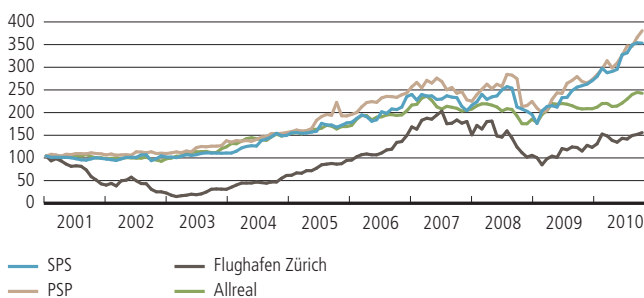
Flughafen Zürich exploite une infrastructure aéroportuaire à forte intensité de capital, avec de solides flux de trésorerie. En 2009, malgré la récession, le nombre de passagers a diminué de seulement 1% à l'aéroport de Zurich. Nous tablons sur une progression du nombre de voyageurs de près de 5% en 2010 et de 3 à 4% en 2011. A court terme, la croissance sera nourrie par la reprise de la demande mondiale en voyages par avion. A moyen terme, elle sera portée par l'augmentation des surfaces commerciales à l'aéroport de Zurich. Celui-ci a également lancé le projet de croissance à long terme «The Circle», un projet de développement immobilier intéressant avec un montant d'investissement d'un milliard de francs, juste à côté de l'aéroport. Avec de solides perspectives de bénéfice, Flughafen Zürich est désormais l'une des actions immobilières les plus intéressantes du pays.



Stefan R. Meyer
Wealth Management Research
UBS SA

La performance fulgurante devrait se calmer quelque peu

Hausses des cours, dividendes compris, sur les 10 dernières années (indice 2001 = 100)



Sources: Reuters; UBS WMR

La performance passée n'est pas une garantie de l'évolution future.

Ce document ne saurait constituer le fruit d'une recherche en investissement, un prospectus commercial, une offre ou la sollicitation d'une offre en vue de transactions d'investissement.

Fonds immobiliers – *un complément intéressant dans le portefeuille*

Les fonds immobiliers suisses cotés en bourse sont intéressants par leur caractère à la fois d'actions, d'obligations et d'immeubles. Cette constellation se reflète aussi dans le profil risque/rendement et les rend notamment attrayants dans un portefeuille mixte.

Les fonds immobiliers ont une longue histoire: certains existent depuis plus de 50 ans. Long-temps, ils étaient considérés comme opaques et ennuyeux. Ces dernières années pourtant, ils ont connu un véritable boom. Plusieurs facteurs ont amené les investisseurs à reconnaître les nombreux avantages des fonds immobiliers suisses cotés en bourse. En principe, cette catégorie de placement offre des rendements stables et intéressants, une protection partielle contre l'inflation, une diversification par régions et secteurs, un profil risque / rendement séduisant et une bonne protection de l'investisseur. Toutes ces qualités font que dans presque toutes les situations de marché, les fonds immobiliers se négocient à la bourse avec un agio (différence positive entre la valeur boursière et la valeur d'inventaire nette).

Priorité à la protection de l'investisseur

La structure technique des fonds immobiliers souligne la protection de l'investisseur qui se révèle extrêmement pointue. Le nombre de parts de fonds émises change seulement dans certaines conditions, par exemple lors d'une augmentation de capital. Les fonds immobiliers sont en outre soumis à la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) et au contrôle de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (la FINMA), ce qui contribue également à protéger l'investisseur. En raison du cadre légal, la valeur vénale des immeubles peut être financée au maximum à 50% par des capitaux de tiers. En outre, la remise des parts de fonds détenues à la valeur d'inventaire nette (déduction faite des redevances) est possible après un délai de préavis d'un an à partir de la conclusion de l'affaire.

Au tournant de l'an 2000, le marché a subi des modifications structurelles. A l'époque, les émetteurs géraient plusieurs fonds immobiliers dans des buts similaires de sorte que le nombre de fonds immobiliers cotés en bourse semblait gon-

flé. Ces produits ont été progressivement consolidés. La transparence a également été sans cesse améliorée afin de renforcer l'attrait des produits. La demande en fonds immobiliers cotés a augmenté avec la phase des faibles taux intervenue en 2003. Les taux à court terme étaient alors très bas (comme aujourd'hui). Avec un décalage dans le temps, les taux à long terme ont suivi. Le faible niveau des rendements des emprunts obligataires a creusé la différence de rendement avec les rendements sur distribution des fonds, ce qui rendait les fonds immobiliers intéressants.

L'évolution démographique a également favorisé la demande en immeubles d'habitation dans lesquels les fonds immobiliers sont majoritairement investis. La Suisse alémanique a connu une forte immigration venant d'Allemagne qui a renforcé la demande en logements. Par la suite, les prix ont aussi nettement grimpé. Les régions de Suisse romande ont vu arriver des travailleurs de pays comme l'Angleterre, avec les mêmes conséquences sur le marché de l'immobilier.

Reconnue comme catégorie de placement conservatrice

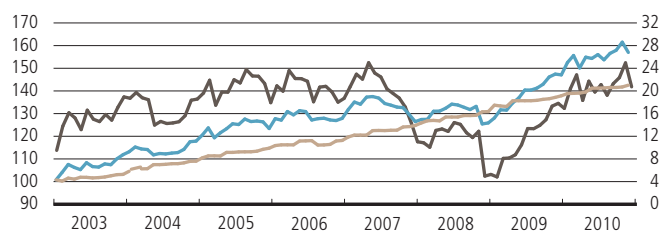
La crise économique de ces dernières années et les taux historiquement bas ont fortement influencé le cours des choses. Après l'effondrement de Lehman Brothers, tous les placements cotés en bourse ont souffert, même les fonds immobiliers. Bien que la moyenne des agios avoisine 15% depuis plusieurs années, les fonds immobiliers se négociaient en partie avec un disagio durant cette phase. Les investisseurs ont



Dalibor Maksimovic
Global Asset Management
UBS SA

Evolution positive dans plusieurs situations de marché

Performance de fonds immobiliers suisses cotés en bourse (indice 2003 = 100)



— Indice SXI Real Estate Funds (rendement total, indexé)
— Valeur d'inventaire nette du marché (indexée)
— Agio par rapport à la valeur d'inventaire nette en % (échelle de droite)

Sources: UBS GAM; SXI Real Estate Funds Index; Reuters; Datastream;
Fonds immobiliers résultats financiers
La performance passée n'est pas une garantie de l'évolution future.

toutefois reconnu rapidement dans les fonds immobiliers une catégorie de placement conservatrice avec des rendements de dividendes intéressants, supérieurs à 3%. Surtout depuis début 2009, les investisseurs ont davantage investi dans les fonds immobiliers, en recherchant à la fois les produits gérés de manière active et passive.

En 2009, la performance s'élevait à 19,6% selon l'indice SXI Real Estate Funds. La progression de l'indice de tous les fonds immobiliers suisses cotés représente une belle évolution pour une catégorie de placement aussi conservatrice. D'importants apports de capitaux frais par les investisseurs directs et par le biais de nouveaux produits ont donné lieu à un véritable rush de fin d'année. Les volumes négociés ont fortement augmenté et atteint des chiffres record. Le nombre limité de parts de fonds a souvent occasionné des goulots d'étranglement dans les liquidités ce qui a fait grimper les agios. Les gestionnaires de fonds immobiliers ont perçu la très forte demande et entamé des augmentations de capital. Dans la plupart des cas, celles-ci ont été placées de telle manière que la dilution a été minimisée.

Financement étranger intéressant

Vu les faibles taux, le financement étranger est très intéressant pour l'instant, ce qui oblige les fonds immobiliers à trouver un rapport raisonnable entre fonds étrangers et fonds propres. Si l'on compare les rendements nets des fonds immobiliers et les coûts du financement étranger, on trouve une différence d'environ 2%. Un certain effet de levier par financement étranger est donc avantageux et modifie le caractère défensif du fonds immobilier. Actuellement, les fonds immobiliers sont en moyenne financés par des capitaux tiers à raison de 15 à 20%, ce qui est largement inférieur au maximum légal de 50%.

En plus des augmentations de capital, le marché a aussi connu de nouvelles cotations. Dans un contexte si positif, il n'est pas étonnant que des fonds immobiliers non cotés visent une cotation ou que de nouveaux fonds immobiliers soient créés pour être cotés dans quelques années. Actuellement, le marché compte 21 fonds immobiliers cotés, avec une capitalisation boursière d'environ 22 milliards de

francs. Depuis 2003, le marché des fonds immobiliers cotés a progressé d'environ 7 milliards de francs par augmentations de capital ou nouvelles cotations, avec une tendance ascendante. A l'avenir, il y aura encore d'autres augmentations de capital et nouvelles cotations. La décision sur les taux tombée en décembre 2010 et le commentaire de la Banque nationale suisse confirmant leur faible niveau vont continuer à susciter l'intérêt pour cette catégorie de placement. Cet environnement est actuellement très avantageux pour les fonds immobiliers; en conséquence, la hausse des taux devrait influencer négativement leur évolution des prix, du moins à court terme. Mais vu les faibles rendements des placements de capitaux comparables, la demande en fonds immobiliers (d'investisseurs institutionnels et privés) va rester intacte, avec même un léger regain d'intérêt pour cette catégorie. Cela se confirme par les augmentations de capital et les nouvelles cotations en 2010 (environ 1,8 milliard de francs), soit bien plus que le total d'environ un milliard de francs de 2008 et 2009 réunis.

Aperçu de l'immobilier coté en bourse

Sauf mention contraire, toutes les données sont en % de croissance par rapport à l'année précédente.

Actions immobilières	2010 ¹	2009	2008	2007	5 ans ²
Rendement total	25,1	16,9	-11,2	-10,9	7,3
Corrélation avec le Swiss Performance Index ³	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
Moy. des chiff. d'aff. j. de la bourse (mio. de CHF)	19,6	14,8	16,2	13,5	12,3
Primes estimées	5,0	-6,4	5,7	19,2	8,0 ⁴
Fonds immobiliers					
Rendement total	5,6	19,6	0,5	-3,4	5,2
Corrélation avec le Swiss Performance Index ³	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Moy. des chiff. d'aff. j. de la bourse (mio. de CHF)	18,2	15,8	12,0	10,3	11,2
Agios estimés	20,1	10,8	5,4	14,5	13,4 ⁴
Benchmark					
Rendement total Swiss Performance Index	5,1	23,2	-34,0	-0,1	9,1
Rendement total Swiss Bond Index (AAA)	3,8	4,2	8,8	-0,6	3,1

¹ Depuis le début de l'année (situation au 23.12.2010)

Sources: Bloomberg; UBS WMR

² Moyenne: 2005 à 2009

³ Valeur entre -1 (= effet de diversification total) et 1 (= aucun effet de diversification)

⁴ Suppléments sur les valeurs d'inventaire nettes d'actions immobilières (primes) et de fonds immobiliers (agios)

Progression des *actions immobilières suisses*

Nouvelles cotations, augmentations de capital et reprises sont pour ainsi dire à l'ordre du jour dans ce segment relativement récent du marché des actions suisse. Malgré de grands changements et une expérience limitée, les principales actions immobilières suisses conviennent aux investisseurs défensifs qui préfèrent les placements à long terme.

En novembre 2010, une société immobilière supplémentaire a été cotée à la principale bourse suisse. Nouveau venu, Peach Property Group a été fondé en 1999, se concentre depuis 2006 sur le développement de la propriété de logements de luxe en Europe et agit depuis 2008 sous le nom actuel. Après Orascom Development, ce groupe contrôlé par la famille Wolfensberger est ainsi la seconde société immobilière cotée à la bourse principale suisse qui soit spécialisée dans la planification et le développement d'immeubles en Suisse et à l'étranger.

Six mois auparavant, en mai 2010, Allreal avait procédé à une augmentation de capital. Par l'émission de nouvelles actions à raison de 20% du volume d'actions disponible jusqu'alors, la société finance sa croissance découlant de la réalisation de plusieurs projets immobiliers. Allreal poursuit ainsi sa stratégie habituelle: par le passé, elle finançait déjà sa solide croissance interne par des augmentations de capital tous les deux à trois ans.

Intershop est la doyenne

Revenons d'abord sur les débuts de l'industrie immobilière suisse cotée en bourse. Intershop Holding, la plus ancienne société immobilière cotée, a été fondée en 1962 et est entrée à la bourse suisse en 1972. Durant les 35 premières années, elle a développé principalement des immeubles à usage commercial en France, en Allemagne et en Suisse. Depuis 1997, Intershop se concentre exclusivement sur le marché immobilier suisse.

Mais les sociétés immobilières existent comme segment industriel négocié en bourse seulement depuis une dizaine d'années. Le printemps 2000 a été faste, puisqu'en seulement deux mois, pas moins de quatre nouvelles

sociétés purement immobilières ont rejoint le marché des actions de Zurich. Le coup d'envoi a été donné par le groupe industriel Oerlikon-Bührle qui, début mars 2000, a amené en bourse sa filiale immobilière sous le nom Allreal Holding. Le même mois, le groupe Zurich Assurances faisait également entrer à la bourse suisse son réseau immobilier détaché et renommé en PSP Swiss Property (PSP). Après la vente de ses activités de boissons, la Feldschlösschen-Hürlimann Holding est devenue en avril 2000 une société purement immobilière cotée en bourse. Peu de temps après, celle-ci a été renommée en REG Real Estate Group, avant d'être reprise par PSP en mai 2004. C'est également en avril 2000 que la Swiss Prime Site (SPS) a fait son entrée en bourse. SPS a été fondée en 1999 par la caisse de pension du Crédit Suisse, la Winterthur Vie et la caisse de pension des sociétés Siemens en Suisse.

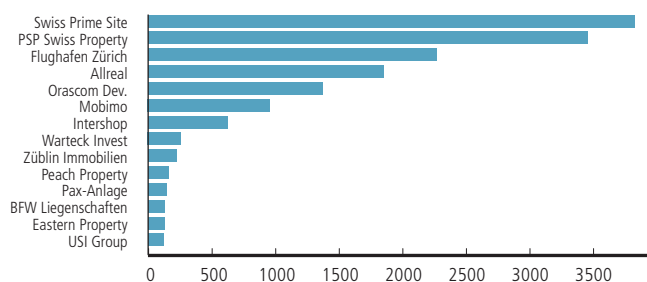
Comme REG et SPS, la société Flughafen Zürich SA fondée en 1948 sous le nom Flughafen Immobiliengesellschaft a été répertoriée à la bourse de Zurich en avril 2000. D'une part, la société Flughafen Zürich SA est bien entendu gestionnaire de l'aéroport. Mais d'autre part, le groupe est aussi un gestionnaire d'immeubles florissant. Comme le domaine hors navigation aérienne constitue actuellement plus de 90% du résultat opérationnel, l'entreprise est clairement une société immobilière et un complément intéressant de l'éventail au sein du segment immobilier suisse.



Stefan R. Meyer
Wealth Management Research
UBS SA

L'industrie des actions immobilières est grande et vaste

Capitalisation du marché en millions de francs



Sources: Bloomberg; UBS WMR

Ce document ne saurait constituer le fruit d'une recherche en investissement, un prospectus commercial, une offre ou la sollicitation d'une offre en vue de transactions d'investissement.

Deux Helvètes parmi les 18 ténors européens

Les entrées en bourse ultérieures et les vagues de reprise régulières ont fait grandir le segment immobilier suisse jusqu'à une capitalisation boursière qui suscite l'intérêt international. Après PSP, SPS fait désormais également partie du segment immobilier de l'indice des actions européen Dow Jones Stoxx 600. Actuellement, cet indice comprend 18 actions immobilières européennes dont deux sont d'ores et déjà d'origine suisse.

Même après la récente augmentation de capital et la nouvelle cotation, nous voyons encore beaucoup d'opportunités de croissance dans ce secteur. Les sociétés immobilières cotées sur le marché des actions suisse représentent à peine 1% de la valeur totale des immeubles du pays. Comme la plupart des entreprises se concentre sur les immeubles commerciaux, leur part représentée est supérieure, mais encore et toujours de l'ordre de quelques pour cent. Une nouvelle progression de l'industrie immobilière suisse constitue donc une perspective logique.

Activité intense prévue sur le marché

Nous prévoyons que l'industrie immobilière suisse continuera à être marquée par de nouvelles cotations, des augmentations de capital et des reprises. Les nouvelles cotations aident à améliorer la liquidité du marché immobilier suisse. Les augmentations de capital permettent aux sociétés de poursuivre leur rythme de croissance sur une base organique, en s'aidant de reprises. Les fusions permettent des bonds de croissance qui apportent le plus souvent des synergies intéressantes par des avantages d'échelle et des économies de coûts.

Le principal segment actuel est clairement la gestion d'immeubles commerciaux en Suisse. Le plus grand représentant y est SPS, suivie de PSP. Parmi les investisseurs immobiliers qui, à côté d'immeubles commerciaux, ont aussi une part significative de logements dans leur portefeuille, citons Allreal, suivie de Mobimo et de Wardeck Invest.

La progression se poursuit

Le segment immobilier a passé un nouveau cap avec l'arrivée de sociétés immobilières

étrangères. En janvier 2005, Eastern Property Holding, toujours enregistrée aux Îles Vierges britanniques, est entrée à la bourse suisse. Elle investit dans l'immobilier en Europe orientale, surtout en Russie. En mai 2008, Orascom Development a été cotée à Zurich. Sise à Altdorf, Orascom est une société de construction urbaine et d'investissement dans des immeubles hôteliers. Alors qu'elle continue à réaliser une grande partie de ses recettes au Moyen-Orient, elle a étendu ses activités à l'Europe et à l'Afrique du Nord ces dernières années. En Suisse, le Groupe développe le projet de luxe Andermatt Swiss Alps où les préventes sont bien lancées.

Entre-temps, l'industrie immobilière s'est solidement établie sur le marché des actions suisse et atteint une capitalisation boursière nettement supérieure à 10 milliards de francs. La liste des sociétés immobilières cotées à la SIX Swiss Exchange compte déjà 14 noms. De plus, l'éventail des sous-segments y est assez vaste. Sur ce point, la progression des sociétés immobilières à la bourse suisse a été une réussite et va certainement se poursuivre.

Les grands en tant que placements clés intéressants

La majorité des plus grandes sociétés immobilières suisses se concentre exclusivement sur le marché national qu'elles connaissent bien et qui offre encore un potentiel de croissance suffisant. Nous estimons que leur équipe dirigeante est expérimentée et solide. Les revenus locatifs très constants par rapport au niveau international sont en grande partie distribués aux actionnaires sous forme de dividendes. Grâce à leurs stratégies commerciales plutôt conservatrices dans l'ensemble et aux dividendes durables, elles sont considérées comme des placements clés intéressants pour les investisseurs privés et institutionnels. Nous classons les sociétés immobilières d'envergure internationale parmi les actions plus agressives qui offrent souvent des bénéfices assez fluctuants. Le versement du dividende subit dès lors des hauts et des bas plus grands au fil du cycle. Sur ce point, ce segment convient moins bien comme placement de base constant, mais il recèle un potentiel supérieur à la moyenne dans les phases de relance des marchés immobiliers. La bourse suisse offre un éventail d'actions immobilières assez large pour répondre aux intérêts variés des investisseurs.

Evolutions et tendances *des fonds immobiliers cotés en bourse*

Actuellement, les fonds immobiliers suisses sont prisés à la fois par les investisseurs privés et institutionnels. La forte demande a élargi l'éventail des produits et amélioré la transparence. Les augmentations de capital et les nouvelles cotations devraient continuer à animer l'évolution du marché.

Lorsque le climat économique est à l'incertitude et au changement, les fonds immobiliers sont d'autant plus intéressants pour les investisseurs. En effet, ils sont soumis à la loi suisse sur les placements collectifs et présentent donc certaines qualités, dont la stabilité, la concentration sur la distribution des bénéficiaires, la liquidité grâce au négoce permanent à la bourse et l'orientation sur la protection des investisseurs. La forte demande a incité les fournisseurs de fonds immobiliers de longue date à lancer des produits supplémentaires et les nouveaux fournisseurs plus modestes à accéder au marché avec de nouveaux fonds. La variété des produits a nettement augmenté et il faut s'attendre à ce que cette évolution se poursuive. L'investisseur a donc tout intérêt à se pencher sur les évolutions et tendances des fonds immobiliers cotés en bourse.

L'évaluation des fonds immobiliers peut se faire selon trois niveaux différents: le niveau de l'investisseur qui peut acquérir des parts de fonds à la bourse, le niveau du produit qui offre plusieurs variantes de structure, le niveau du portefeuille immobilier dont la qualité et la gestion sont déterminantes. La progression des fonds immobiliers cotés en bourse est visible à chacun des trois niveaux.

Transparence accrue et comparabilité

Aux yeux des investisseurs, la transparence des fonds immobiliers s'est nettement améliorée ces dernières années. La Swiss Funds Association (SFA) a défini les chiffres financiers clés que tout fonds doit régulièrement publier. Cela a amélioré la comparabilité des produits. Parmi les chiffres clés importants, citons les données financières comme la performance boursière, l'agio (différence, en pourcentage, entre le cours boursier et la valeur d'inventaire nette) et le rendement sur distribution, mais aussi les indications spécifiques sur les produits et im-

meubles, comme le rendement de placement et le taux de perte sur loyer. Des indices sur l'évolution du marché permettent en outre une comparaison directe entre les produits. Ainsi par exemple, la Bourse suisse SIX fournit deux indices pour le marché des fonds immobiliers, le premier sur l'évolution des dix plus grands fonds immobiliers, le second sur celle de tous les fonds immobiliers cotés. Enfin, les fournisseurs de fonds améliorent sans cesse la transparence des rapports qu'ils rédigent, de sorte que la disponibilité des informations se rapproche des normes des sociétés anonymes cotées en bourse.

Nouveaux produits et structures fiscalement efficaces

Au niveau des produits, nous notons deux changements essentiels. D'une part, les fournisseurs ont lancé ces dernières années un nombre impressionnant de nouveaux fonds immobiliers: actuellement, plus de 20 fonds immobiliers, d'un volume total nettement supérieur à 20 milliards de francs, sont cotés à la Bourse suisse. Nous avons vu entre autres l'apparition de plusieurs petits fonds investissant surtout dans des immeubles en Suisse romande et le lancement de plusieurs fonds se différenciant par leur concentration sur des thèmes spécifiques, dont la durabilité.

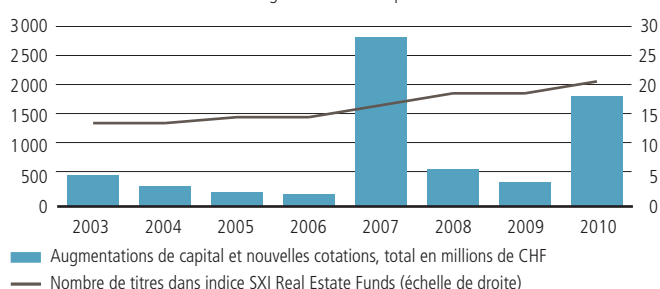
D'autre part, depuis l'entrée en vigueur de la loi sur les placements collectifs il y a quatre ans, la structure du fonds immobilier à investissement direct s'est établie; la plupart des fonds



Daniel Brüllmann
Global Asset Management
UBS SA

Forte demande en fonds immobiliers cotés en bourse en 2010

Fonds immobiliers cotés en bourse: augmentations de capital et nouvelles cotations



Sources: UBS GAM; SIX Homepage

nouvellement lancés l'utilisent parce qu'elle offre des avantages fiscaux aux investisseurs privés. Contrairement au fonds dit à investissement indirect qui gère les immeubles par l'intermédiaire de sociétés immobilières, le fonds à investissement direct acquiert et gère directement ses immeubles. Conséquence: le fonds paie lui-même des impôts, alors que l'investisseur privé est libéré des impôts sur le bénéficiaire et sur la fortune pour ses parts de fonds. Autre aspect important au niveau du produit: le financement par des tiers, très modéré dans le cas des fonds immobiliers suisses, avec environ 20%. Dans le climat actuel marqué par des taux faibles, les gestionnaires doivent sans cesse examiner s'il vaut mieux financer l'affaire par des fonds de tiers ou des capitaux propres, en augmentant leur capital. Dans son évolution caractéristique, le marché des fonds immobiliers a connu ces dernières années plusieurs augmentations de capital et nouvelles cotations.

Une croissance durable est de mise

Ces derniers temps, de nouvelles tendances se sont établies dans les investissements immobiliers réalisés par les fonds. Elles vont continuer à marquer l'évolution des fonds immobiliers. Un des grands thèmes est la durabilité. Ainsi par exemple, en sélectionnant les investissements, les gestionnaires de fonds veillent de plus en plus à l'orientation durable des immeubles à acquérir, en y intégrant des critères écologiques (dont la certification Minergie), mais aussi des facteurs économiques et socioculturels. Des considérations similaires sont prises en compte lors de l'assainissement d'immeubles: notamment lors de l'assainissement de lotissements datant des années 1960 à 1980, des mesures d'assainissement ciblées permettent de réduire de manière significative la consommation d'énergie. Beaucoup de fonds immobiliers, dont ceux en place depuis quelques décennies, peuvent générer une croissance considérable avec leurs portefeuilles actuels, en rénovant non seulement des immeubles existants, mais en exploitant aussi le potentiel disponible grâce à des agrandissements ou en érigeant de nouvelles constructions de remplacement sur des terrains existants. Enfin, certains fonds immobiliers s'engagent dans de nouvelles constructions et des dévelop-

pements de projets afin d'acquérir d'autres immeubles pour leurs portefeuilles. Cela exige toutefois de la direction du fonds des connaissances pointues et une réelle capacité à conclure l'affaire.

La forte croissance du secteur des fonds immobiliers de ces dernières années montre à souhait l'intérêt d'un vaste cercle d'investisseurs pour ces produits. Cet intérêt est suscité en bonne partie par la structure solide des produits et par la demande généralement forte pour l'immobilier suisse. Et avec les évolutions actuelles à tous les niveaux, le secteur des fonds immobiliers s'apprête à rester aussi à l'avenir un modèle de réussite.

Il est bon de comparer les produits

Il est vrai que les agios des fonds immobiliers sont sans cesse soumis à des fluctuations dues aux mouvements des cours boursiers, mais à long terme, ils se situent autour de 15%. Il y a de bonnes raisons à cela. La liquidité des parts de fonds à la bourse est nettement supérieure à celle d'un investissement direct dans l'immobilier. Il existe dans les portefeuilles des fonds un effet de diversification qui n'est pas pris en compte dans la somme des valeurs vénales ni dans la valeur d'inventaire nette. En outre, les fonds immobiliers sont toujours cotés à des valeurs de liquidation; la valeur d'inventaire nette comprend donc des impôts considérables dus en cas de liquidation. La valeur de continuation d'un fonds immobilier devrait donc être déjà supérieure à la valeur d'inventaire nette. Comme ils fluctuent selon l'offre et la demande à la bourse, il est bon de suivre les cours des fonds immobiliers, mais d'examiner aussi de plus près le produit respectif sur lequel ils se basent. Les éléments à prendre en compte sont notamment, au niveau du produit, la structure fiscale et le degré de financement par des tiers et, au niveau des immeubles, la répartition du portefeuille immobilier selon les régions et utilisations ainsi que le taux de perte sur loyer. Finalement, il est utile aussi de comparer l'évolution des différents produits au cours des dernières années.

Les groupes de placements immobiliers des fondations de placement *progressent*

Les placements immobiliers des fondations de placement se caractérisent par une dynamique remarquable et une position forte sur le marché. Ils offrent d'intéressantes propriétés de produits; les apports en nature des caisses de pension contribuent grandement à la croissance.

L'utilité des fondations de placement réside dans la gestion et le placement collectifs du capital. Or, ces fondations ne sont accessibles qu'aux institutions de prévoyance professionnelle domiciliées en Suisse et exemptes d'impôts (second pilier et prévoyance liée). En Suisse, il y a environ 40 fondations de placement dont 26 sont membres de la Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement (CAFP). Depuis sa création en 1973, la CAFP représente ce secteur et défend les intérêts de ses membres.

Caractéristiques intéressantes

La définition claire du cercle d'investisseurs, la conformité des prescriptions de placement à la législation sur la prévoyance professionnelle et le concept d'entraide inhérent à sa genèse font la particularité de ce placement collectif. Classées comme institutions auxiliaires (dites annexes) de la prévoyance professionnelle, les fondations de placement bénéficient pour la première fois dès 2012 d'une base juridique explicite au sein de la loi fédérale sur la prévoyance professionnelle.

Les groupes de placements immobiliers se distinguent selon le pays d'investissement (Suisse, étranger) et la formation des prix (basée sur la valeur d'inventaire nette, cotation en bourse), l'immobilier suisse basé sur la valeur d'inventaire nette étant nettement prépondérants, avec environ 21 milliards de francs. Actuellement, il existe 22 groupes de placement à répartir entre immeubles d'habitation, immeubles commerciaux et mixtes. Environ 65% du capital immobilier revient aux dix groupes du segment mixte. Autre caractéristique des groupes de placements immobiliers: avec une moyenne d'environ 10%, le degré de financement par des tiers est très faible par rapport aux fonds immobiliers et aux sociétés anonymes immobilières.

Forte progression de la fortune immobilière

La figure ci-contre illustre la forte progression de la fortune des groupes de placements de la CAFP immeubles Suisse, ces dix dernières années. Alors que jusqu'en 2001, l'évolution stagne pratiquement, la CAFP accueille dès 2004 aussi davantage de fondations de placement purement immobilières qui créent une dynamique jusqu'alors inconnue, conjointement avec les nombreux lancements de fondations de placement existantes. Ainsi, ces dernières années, la fortune immobilière a augmenté en moyenne d'environ 2 milliards de francs par an. En même temps, le nombre de catégories a aussi fortement progressé: alors qu'en 2000, il n'existait que trois groupes de placements avec une fortune immobilière de 1,9 milliard de francs, au moins cinq nouveaux groupes s'y sont ajoutés rien qu'en 2010. D'autres créations de groupes ainsi que des adhésions à des fondations de placement immobilier sont en préparation. Ces dix dernières années, les placements immobiliers ont aussi nettement gagné en importance au sein des fondations de placement: ils représentent actuellement environ un quart du volume de placements dans les fondations de la CAFP, contre environ un sixième en l'an 2000.

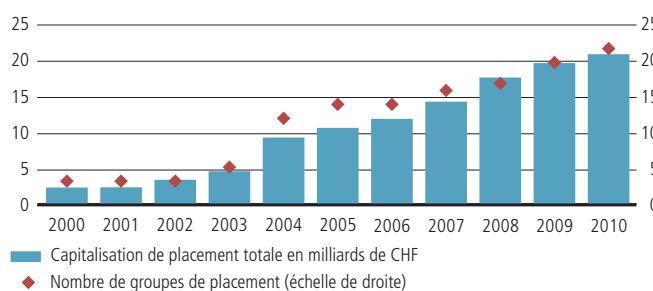
Les fondations de placement sont des placements collectifs établis pour fonds de prévoyance et offrent aux investisseurs des droits de participation, contrairement aux fonds immobiliers. Placements indirects non cotés en



Urs Fäs
Global Asset Management
UBS SA

La dynamique de croissance devrait rester forte

Evolution des capitalisations immobilières et nombre de groupes d'investissement CAFP immeubles Suisse



Sources: CAFP; Watson Wyatt; UBS GAM (calcul)

bourse, les groupes de placements immobiliers se comportent comme les placements immobiliers directs, mais sont plus liquides et très volatils, à la différence notamment des fluctuations des produits immobiliers cotés en bourse. Les fondations de placement sont en outre exemptes d'impôts directs. Soucieuse d'améliorer la transparence et la comparabilité des produits de placement, la CAFP œuvre depuis quelques années avec succès en faveur d'uniformisations et de normes (par exemple dans les chiffres clés). L'indice immobilier de la CAFP qui inclut les groupes de placements Immobilier Suisse affiche sur les cinq dernières années une performance moyenne de 4,9%.

En principe, l'adhésion et la renonciation sont relativement faciles. Actuellement, la plupart des groupes de placements immobiliers sont cependant fermés à de nouvelles souscriptions. L'objectif est de protéger les investisseurs impliqués dans les groupes et d'y éviter les dilutions de profits et de rendements indésirables. La forte demande constante de groupes de placements immobiliers entraîne régulièrement des souscriptions parfois massives des levées de capitaux.

Apports en nature prisés

En guise d'apports en nature, les caisses de pension peuvent apporter dans une fondation de placement leurs immeubles en propriété directe. C'est d'autant plus intéressant qu'elles peuvent transformer leurs immeubles détenus jusqu'à présent en propriété directe, en une participation indirecte, plus flexible à gérer, bien souvent neutre au niveau fiscal. Une opération d'apport en nature prend un certain temps et est structurée en trois phases: préparation, transaction et suivi. Les aspects juridiques et fiscaux requièrent une attention particulière.

En principe, les caisses de pension suisses sont exemptes d'impôts, sauf de celui sur les gains immobiliers et des droits de mutation à pouvoir fiscal cantonal. Malgré cela, un transfert d'immobilier fiscalement avantageux dans une fondation de placement est également possible avec ces deux types d'impôts. Il faut cependant le préparer et négocier au cas par cas avec les autorités fiscales compétentes.

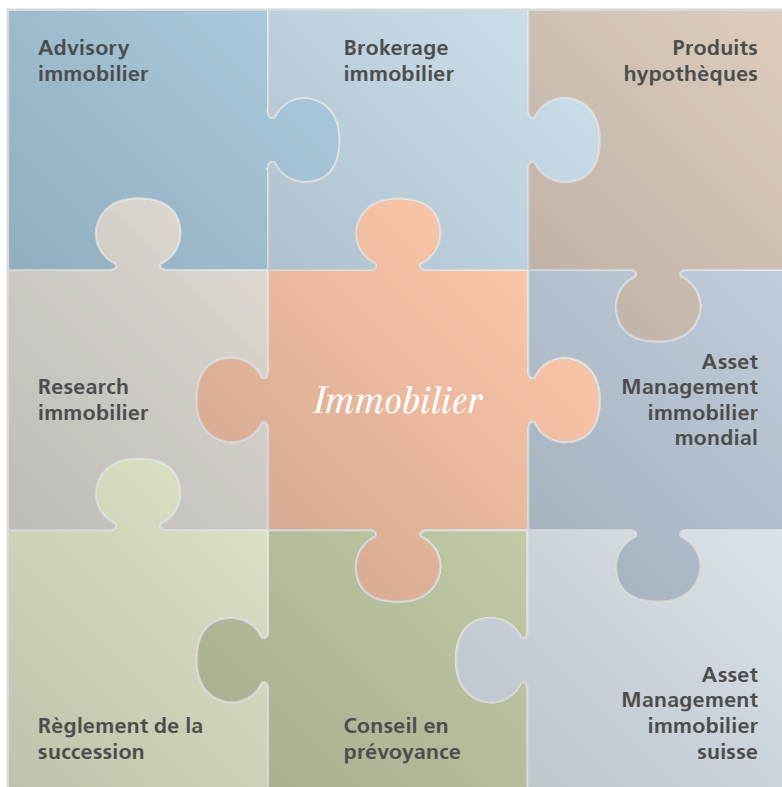
Fin 2009, la CAFP a réalisé un sondage sur les transactions d'apports en nature auprès de ses membres. D'après celui-ci, depuis 2002, les transactions d'apports en nature ont atteint un volume d'environ 5 milliards de francs. Ces huit dernières années, le volume moyen de ces 54 apports en nature s'élevait à quelque 90 millions de francs. Alors que la phase initiale des apports en nature (jusqu'en 2005) était marquée par quelques transactions isolées, mais très importantes cumulant près de 2,9 milliards de francs, la seconde phase comptait un grand nombre de transactions d'apports en nature. En 2009, les apports en nature effectués étaient aussi assez nombreux, avec neuf transactions et un volume total avoisinant 380 millions de francs. Avec 87%, le secteur des logements est le plus important. La tendance des transactions d'apports en nature va se maintenir. Leur volume annuel est estimé à environ 500 millions de francs pour les cinq prochaines années. Les apports en nature devraient aussi continuer à contribuer à l'excellente dynamique de croissance dans le domaine des groupes de placements immobiliers des fondations de placement.

Esquisses de solution intéressantes

Les placements immobiliers représentent en moyenne 15 à 20% du portefeuille des caisses de pension suisses, la majeure partie d'entre elles détenant leur portefeuille immobilier suisse en propriété directe. A long terme, quelle est la meilleure solution pour ce placement? L'acquisition supplémentaire de bons immeubles en l'état et à des prix raisonnables est difficile sans un vaste réseau. Les placements immobiliers indirects ne sont guère accessibles (fondations de placement immobilier) ou seulement disponibles à des primes élevées (fonds immobiliers / sociétés anonymes immobilières coté(e)s en bourse). On peut facilement se brûler les ailes avec des projets en Suisse ou des investissements directs à l'étranger. Les immeubles sont des placements qui exigent de l'expérience, des connaissances solides du marché et une gestion performante. On devrait donc se faire expliquer par des spécialistes les solutions immobilières disponibles pour ses propres besoins. Les fondations de placement peuvent offrir des suggestions et de précieuses options au sujet des groupes de placements existants ou nouveaux, des apports en nature ou des solutions «private label» ou encore des placements immobiliers globaux (directs et indirects).

Nos prestations

Nos prestations complètes *dans le domaine immobilier*



Advisory immobilier

Real Estate Advisory

- Conseils interdisciplinaires orientés plus-value sur le marché immobilier suisse
- Conseils en stratégie et transaction, Real Estate Corporate Finance, Lifecycle Advisory
- Acquisition / vente d'immeubles, Sale & Rent-back, apports en nature / swaps d'actifs, PPP
- Conseils aux entreprises, investisseurs privés et institutionnels, caisses de pension



Brokerage immobilier

Real Estate Advisory

- Vente d'immeubles de luxe haut de gamme dans le domaine des logements à partir de 5 millions de francs
- Placement de terrains à bâtir dans des emplacements chics à partir de 3000 m²
- Assistance spécialisée orientée immobilier en cas de délocalisation (implantation de particuliers ou de sociétés)



Produits hypothèques

Banking Products

- Financements de constructions, hypothèques à taux fixe et Libor, solutions hypothécaires spécifiques
- Produits de garantie de l'intérêt, assurances aux personnes
- Prestations complètes en matière de financement de la propriété du logement, de logements de vacances, d'immeubles locatifs et d'immeubles commerciaux



Asset Management immobilier mondial

Global Real Estate

- Accès à des produits de placement immobilier directs et indirects mondiaux
- Développement de stratégies et de solutions de placement immobilier internationales
- Présence sur place dans les principales villes du monde entier, avec environ 400 spécialistes immobiliers
- Deuxième plus grand gestionnaire d'actifs immobiliers au monde



Asset Management immobilier suisse

Global Real Estate – Switzerland

- Vaste gamme de produits de placement immobilier suisses
- Solutions orientées marché et clients dans des domaines institutionnels comme l'acquisition / la vente d'immeubles, le développement de projets, les apports en nature (swaps d'actifs), Sale & Rent back, Private Public Partnership
- Premier fournisseur de fonds immobiliers en Suisse, avec plus de 65 ans d'expérience



Conseil en prévoyance

Wealth Planning Switzerland

- Conseils en risques et prévoyance personnalisés et détaillés
- Optimisation de la structure de la fortune (montant de l'hypothèque, amortissement, couverture)
- Recours à des droits de prévoyance des deuxième et troisième piliers lors du financement



Règlement de la succession

Wealth Planning Switzerland

- Conseils complets en matière de régimes matrimoniaux et de droit successoral
- Conseils sur différents types de transmission: vente, dévolution successorale ou donation
- Aspects fiscaux lors de la transmission (succession, donation, droit d'habitation, usufruit, impôt sur les gains immobiliers, droit de mutation, etc.)



Research immobilier

Wealth Management Real Estate Research

- Rapports de recherche réguliers sur les marchés immobiliers suisses et mondiaux
- Fiches d'information et collections de transparents sur toutes les communes et régions suisses
- Aperçu des investissements des placements immobiliers suisses et mondiaux cotés en bourse
- Présentations à différentes occasions

Sélection de publications de recherche

Quotidien



Rapports WMR

Les *Rapports WMR* sont la principale source d'idées de placement. Ils présentent la logique qui sous-tend nos recommandations, avec des conclusions facilement applicables. Ils sont publiés en cours de journée et essentiellement dictés par les évolutions actuelles du marché. Disponibles en anglais, allemand, français et italien.

Hebdomadaire



Mises à jour UBS investor's guide

Les mises à jour hebdomadaires d'*UBS investor's guide* sont destinées aux investisseurs actifs qui souhaitent saisir les opportunités de court terme sur les marchés et prendre des décisions de placement éclairées. Ces mises à jour au format électronique complètent l'édition mensuelle exhaustive. Disponibles en anglais, allemand, français et italien.

Mensuel



UBS investor's guide

UBS investor's guide livre des éléments de contexte sur la stratégie d'investissement actuelle d'UBS et sur les dernières évolutions économiques dans le monde, sans oublier des analyses de marché et des recommandations portant sur les actions, obligations, devises et marchés émergents. Disponible en anglais, allemand, français, italien, chinois (traditionnel et simplifié).

Trimestriel



UBS global outlook

UBS global outlook est une publication de référence offrant une évaluation exhaustive des perspectives macro-économiques mondiales, des principales opportunités de placement et des risques majeurs sur les marchés financiers. Disponible en anglais, allemand, français, italien, espagnol, portugais, chinois (traditionnel et simplifié) et russe.

Trimestriel



UBS outlook Suisse

UBS outlook Switzerland s'adresse principalement aux chefs d'entreprises et aux cadres suisses. Chaque numéro présente les résultats de l'enquête d'UBS Research Switzerland sur les perspectives d'affaires des entreprises des secteurs industriel et tertiaire. Cette publication contient également des analyses sur les devises, les taux d'intérêt et le marché de l'immobilier. L'édition du quatrième trimestre 2010 porte sur les enjeux de la transmission des entreprises familiales. Disponible en allemand, français et italien.

Thématique



UBS research focus

UBS research focus examine l'impact des principales tendances mondiales sur les décisions personnelles de planification de patrimoine. Chaque numéro est consacré à un sujet spécifique qui couvre les champs de l'économie, des marchés financiers et des placements. Disponible en anglais, allemand, français, italien, espagnol et portugais.

Sept. 2010 La course aux ressources, un défi pour les marchés émergents

Oct. 2010 Germany in the fast lane (anglais)

Nov. 2010 Le prix de la nouveauté quelle valeur accorder à l'innovation

En ligne

Vous pouvez trouver des publications dont le contenu est disponible au grand public sur www.ubs.com/research.

Les clients peuvent accéder au portail en ligne de Wealth Management Research via e-banking. Vous y trouverez les versions électroniques de l'ensemble de nos publications et bien d'autres choses encore.



Commande ou abonnement

Les clients d'UBS peuvent commander ou s'abonner aux publications susmentionnées. Veuillez contacter votre conseiller client ou envoyer un e-mail à l'adresse sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

Wealth Management Research est publié par Wealth Management & Swiss Bank et Wealth Management Americas, divisions d'UBS SA (UBS) ou d'une entreprise associée. Dans certains pays, UBS SA se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. L'analyse qu'il contient s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des révélations en rapport avec UBS et ses sociétés affiliées. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Ces appréciations peuvent s'avérer différentes ou contraires à celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS en raison de l'application d'hypothèses et de critères différents. A tout moment, UBS SA, toutes les sociétés du groupe UBS et leurs employés peuvent détenir des positions longues ou courtes et exercer la fonction de teneur de marché ou d'agent sur les valeurs mobilières mentionnées dans ce document et conseiller ou fournir des services d'ingénierie financière soit à l'émetteur de ces valeurs soit à une société associée à cet émetteur. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS, au sein d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Les marchés des options, des produits dérivés et des valeurs à terme sont considérés comme risqués. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les taux de change peuvent avoir un impact très négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs spécifiques d'investissement de chacun de nos clients particuliers, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux particuliers désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS ou d'une filiale d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS ne pourra pas être tenu pour responsable en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable.

Allemagne: l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie:** distribué par UBS Wealth Management Australia Ltd (détenteur de la licence australienne pour la fourniture de services financiers no 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. **Autriche:** cette publication ne constitue pas une offre au public ou une sollicitation similaire en vertu du droit autrichien et sera utilisée uniquement dans des circonstances qui n'équivalent pas à une offre au public de titres financiers en Autriche. Ce document ne peut être utilisé que par le destinataire direct de ces informations et ne peut en aucune circonstance être remis à un autre investisseur, quel qu'il soit. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Belgique:** cette publication ne constitue pas une offre publique au sens de la loi belge mais est fournie à titre d'information aux clients d'UBS Belgium SA, sise au 300 avenue de Tervueren, 1150 Bruxelles, une banque agréée sous la surveillance de la «Commission Bancaire, Financière et des Assurances» (CFBA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **Dubai:** recherche est émise par UBS SA Dubai Branch dans le DIFC, est réservée strictement aux clients professionnels et ne peut pas être redistribuée dans les Emirats Arabes Unis. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS SA et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale d'UBS SA. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de €125 726 944, 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et de l'Autorité des Marchés Financiers. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (Italia) S.p.A., via del Vecchio Politecnico 3 – Milan, banque italienne dûment agréée par la «Banque d'Italie» pour la fourniture de services financiers sous la surveillance de «Consob» et de la «Banque d'Italie». **Jersey:** la succursale UBS SA Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais de pouvoir être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A., une banque agréée sous la surveillance de la «Commission de surveillance du secteur financier» (CSSF), à laquelle ladite publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS SA, autorisé et réglementé au Royaume-Uni par la «Financial Services Authority». Membre de la bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** pour toute question liée ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore».

Version valable dès janvier 2010.

© UBS 2011. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

Avant d'avoir réussi à devenir la première Suissesse à vaincre l'Everest en 2001, Evelyne Binsack n'eut pas de répit. Tout comme ses compagnons d'ascension.



Photo: Pérou

Parce que *la Suisse* nous tient à cœur.

Parce que nous nous engageons
en faveur de notre marché national
et de nos clients en Suisse.

Parce que notre culture d'entreprise
repose sur de solides
valeurs suisses, telles que fiabilité,
qualité et performance.

Parce que nous sommes
pleinement conscients
de notre responsabilité sociale
en Suisse.

Parce que nous souhaitons
contribuer durablement
à la prospérité économique
de la Suisse.

Pour toutes ces raisons,
vous pouvez être sûr d'une chose:

Nous n'aurons pas de répit



ubs.com/nousnauronspasderepit