

# UBS real estate focus

---

Research Suisse  
Janvier 2012



## Le marché immobilier en *Suisse* 2012

---

**Moteurs du marché** *Des taux d'intérêt extrêmement bas*  
**Immeubles d'habitation** *La montée des prix devient préoccupante*  
**Immeubles commerciaux** *Des divergences entre les grandes villes*  
**Immobilier coté en bourse** *Les investisseurs toujours avantagés*

# Sommaire

## UBS real estate focus 2012

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, case postale, CH-8098 Zurich

### Rédacteur en chef

Claudio Sapatelli  
Head Global Real Estate Research

### Rédaction

Viviane Vajda

### Auteurs

Alessandro Farsaci\*, Urs Fäs\*, Reto Gamper\*, Béatrice Gollong\*, Elias Hafner, Amine Hamdani\*, Gunnar Herm\*, Matthias Holzhey, Bruno Kurz\*, Caesar Lack, Till Leisner\*, Dalibor Maksimovic\*, Stefan R. Meyer, Marcin Paszkowski\*, Claudio Sapatelli, Stefanie Schneuwly, Marc A. Soguel-dit-Piquard\*, Thomas Veraguth, Markus Wagemann\*

### Auteurs externes

Prof. Kees Christiaanse\*, Niels Lehmann\*, Anne Mikoleit\*, Moritz Pürckhauer\*, Prof. Dr Felix Schindler\*

### Clôture de la rédaction

3<sup>e</sup> janvier 2012

### Mise en page

Werner Kuonen, Margrit Oppliger, Linda Sutter

### Traduction

24translate, Saint-Gall, Suisse

### Photos

Igor Stramyk/Dreamstime.com

### Impression

Druckerei Flawil AG, Flawil, Suisse

### Langues

Publié en français, anglais, allemand et italien

### Contact

ubs-research@ubs.com

\*Ces auteurs sont externes ou 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-1201

Editorial .....	3
En bref.....	4

## Moteurs du marché

La conjoncture et les taux d'intérêt .....	5
Population et emploi.....	7
Aperçu des moteurs du marché immobilier .....	8

## Immeubles d'habitation

<b>Logements en propriété</b> – une bonne valeur refuge? .....	9
<b>Logements locatifs</b> – construction en hausse.....	11
Aperçu des immeubles d'habitation .....	12
En point de mire	
L'engorgement des travaux d'assainissement et le rôle de l'Etat.....	13
Les projets d'infrastructure de transport	
ne stimulent que partiellement l'immobilier .....	15
Planification urbaine et densification des conurbations .....	17

## Immeubles commerciaux

<b>Surfaces de bureaux</b> – des différences nettes entre régions .....	19
<b>Surfaces de vente</b> – des rendements décroissants.....	21
Aperçu des immeubles commerciaux .....	22
En point de mire	
Terre en vue! Innovations dans l'évaluation foncière et la localisation....	23
La planification générale de villégiatures en Suisse .....	25
Nouveautés dans le lease accounting et	
conséquences pour les transactions .....	27

## Immobilier coté en bourse

<b>Actions immobilières</b> – le prix de la solidité .....	29
<b>Fonds immobiliers</b> – le pari gagnant dans le contexte actuel.....	31
Aperçu de l'immobilier coté en bourse .....	32
En point de mire	
Un vent nouveau requiert et encourage le 2 <sup>e</sup> pilier.....	33
Placements immobiliers mondiaux	
comme compléments de portefeuille .....	35
Les actions immobilières mondiales	
trois ans après la crise .....	37

## Questions et réponses

Questions et réponses autour de l'immobilier.....	39
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](mailto: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,

Si une notion qualifie bien la situation économique récente, c'est celle de *limite* dans toutes ses formes: que ce soit la limite du taux de change EURCHF imposé par la Banque nationale suisse en septembre dernier, les débats aux Etats-Unis sur la limite de la dette, qui ont failli entraîné l'incapacité de paiement de la principale économie au monde, ou le dépassement massif des limites fixées par Maastricht par les gouvernements européens surendettés – limites dont ces derniers tenteront de se rapprocher à coups de plans de rigueur ces prochaines années.

Le marché immobilier suisse, lui aussi, atteint ses limites. Le potentiel de baisse des taux d'intérêt est quasiment épuisé; pour les obligations fédérales à court terme, la limite de zéro a même été franchi cet été, générant des intérêts négatifs. En outre, les conditions avantageuses de financement attisent la demande immobilière. En effet, le boum de la construction a presque épuisé les réserves de surfaces foncières dans certaines grandes agglomérations; et la législation actuelle sur l'aménagement des terres limite les possibilités de nouvelles mises en valeur. Les emplacements périphériques gagnent certes en attrait du fait des récents projets d'infrastructures de transport, mais la croissance démographique soutenue en limite les effets.

Or les limites ne cessent d'être redéfinies: ainsi, la croissance effrénée du marché hypothécaire et le risque accru qui en résulte pour l'octroi de crédits au logement ont suscité l'intervention de la Finma, l'Autorité de surveillance des marchés. De nouvelles directives sur l'octroi de crédits ont été approuvées, qui concrétisent les critères qualitatifs existants. Aussi, les exigences de capitaux propres bancaires ont été provisoirement relevées, notamment pour les crédits ne respectant pas les limites internes aux établissements.

Certaines limites doivent être respectées; d'autres sont faites pour être franchies. Dans cet *UBS real estate focus 2012*, nous dépassons les limites de notre banque et des frontières du pays: outre les articles rédigés par nos experts en immobilier, ce numéro vous présente les contributions de deux professeurs venant d'institutions renommées. Par ailleurs, nous franchirons les frontières nationales pour étudier quelques aspects des marchés immobiliers à l'étranger.

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 Global Real Estate Research  
Wealth Management Research

# En bref

## Immeubles d'habitation

L'immobilier est considéré comme une catégorie de placement sûre. Avec les turbulences actuelles des marchés, il n'est donc pas étonnant que toujours plus de capitaux affluent vers le marché du logement en Suisse – une tendance dangereuse. **Page 9**

Au recul attendu de l'immigration du fait du ralentissement conjoncturel s'ajoute la hausse de l'offre sur le marché locatif. Il faut donc s'attendre à une légère augmentation du taux de vacance et à un fléchissement de la croissance des loyers. **Page 11**

## En point de mire

### L'engorgement des travaux d'assainissement et le rôle de l'Etat

On parle beaucoup de l'engorgement du marché de l'assainissement en Suisse. Dans une économie de marché, les investissements sont réalisés uniquement s'ils en valent la peine. L'Etat intervient certes par le biais de diverses réglementations, mais les effets sont limités. Le marché suisse de l'assainissement est intact. **Page 13**

### Les projets d'infrastructure de transport ne stimulent que partiellement l'immobilier

La bonne accessibilité d'une région la rend plus attractive en matière d'immobilier. Mais de nouvelles infrastructures de transport n'ont un effet sur les prix que si la région possède véritablement un potentiel de développement. **Page 15**

### Planification urbaine et densification des conurbations

La croissance de la population suisse s'accompagne de celle de la demande en logements. Les ressources foncières sont cependant limitées. Le mot clé est le désenclavement des agglomérations. Afin de garantir un développement durable des villes, une coopération intercommunale à grande échelle est indispensable. Lausanne, Zurich et Genève ont chacune trouvé leur solution. **Page 17**

## Immeubles commerciaux

Le marché des bureaux évolue de façon divergente dans les deux métropoles financières suisses. Durant cette année de taux d'intérêt bas, on ne détecte pas non plus de potentiel d'appréciation des biens immobiliers. **Page 19**

L'offre de surfaces de vente dépasse de beaucoup la demande potentielle. Il faut donc s'attendre à des rendements et loyers en baisse pour l'année en cours. **Page 21**

## En point de mire

### Terre en vue! Innovations dans l'évaluation foncière et la localisation

Un concept d'utilisation concret et bien situé géographiquement pose les bases d'un investissement immobilier durable. Les nouvelles méthodes d'évaluation foncière permettent une localisation globale et spécifique à chaque groupe cible, ce qui diminue d'autant le risque lié à l'investissement. **Page 23**

### La planification générale de villégiatures en Suisse

L'offre hôtelière suisse s'oriente de plus en plus vers un concept global incluant loisirs, logements et commerces. Pourtant, sur les 50 nouveaux projets de grands complexes de villégiature récemment annoncés, plus de la moitié ont été annulés ou reportés. Ils impliquent une planification et un financement complexes, ce dernier étant la raison principale de l'abandon de nombreux projets. **Page 25**

### Nouveautés dans le lease accounting et conséquences pour les transactions

Les deux ensembles de normes que sont l'IFRS et les US GAAP s'efforcent d'harmoniser le lease accounting, c'est-à-dire la comptabilisation au bilan des locations et crédits-baux. Les effets sur les transactions de cession-bail devraient rester restreints dans toute la Suisse, car peu d'entreprises utilisent ces normes. **Page 27**

## Immobilier coté en bourse

2012 devrait être une année solide pour les actions immobilières, mais peu spectaculaire par rapport aux dernières années. Les grands titres demeurent un placement de base pour les investisseurs conservateurs. **Page 29**

Les fonds immobiliers suisses cotés en bourse combinent bonne performance et diversification du portefeuille. Vu la faiblesse actuelle des taux, la demande en fonds immobiliers devrait rester robuste en 2012, malgré une valorisation assez élevée. **Page 31**

## En point de mire

### Un vent nouveau requiert et encourage le 2<sup>e</sup> pilier

Les institutions de prévoyance investissent une bonne part de leurs fonds dans l'immobilier, les détiennent encore en grande partie directement et les évaluent elles-mêmes. Or la tendance vers la professionnalisation, suite à la réforme structurelle, les contraint à repenser leur stratégie. **Page 33**

### Placements immobiliers mondiaux comme compléments de portefeuille

Les placements immobiliers internationaux sont attractifs pour les investisseurs actifs sur les marchés mondiaux des actions et des obligations, car ils améliorent le profil rentabilité/risque du portefeuille. La diversification mondiale est encore plus importante pour l'immobilier que pour les actions. **Page 35**

### Les actions immobilières mondiales trois ans après la crise

Les actions immobilières ont perdu 70% de leur valeur entre 2007 et 2009. Fin 2011, elles ont rattrapé près de la moitié de ces pertes. Ces fortes fluctuations sont notamment dues à des valorisations distordues. La reprise est lente et les risques ne doivent pas être sous-estimés. **Page 37**



Vichaya Katying-angsuilee / Dreamstime.com

## *Moteurs du marché*

### La conjoncture et les taux d'intérêt

**L'économie suisse ne peut échapper au ralentissement conjoncturel mondial. Or l'activité domestique est robuste, les revenus augmentent et les taux d'intérêt restent bas.**

La dynamique économique s'est sensiblement ralentie vers la fin de l'année, non seulement dans le monde mais aussi en Suisse. En 2012, notre économie devrait croître bien plus lentement que les quelque 2% de 2011. Malgré tout, comme ces dernières années, la conjoncture domestique devrait moins souffrir que celle des voisins européens: entre 2006 et 2011, l'économie suisse a progressé en moyenne de 1% de plus par an que la zone euro. Même si cette dernière essuie une récession en 2012, cela ne devrait pas nécessairement être le cas pour la Suisse.

**L'économie suisse, arrimée à l'étranger**

L'affaiblissement conjoncturel mondial, qui s'accompagne d'un recul de la demande pour les exportations suisses, est la principale cause

du ralentissement économique en Suisse. Ces exportations constituant 54% du PIB du pays, la demande extérieure détermine en grande partie la conjoncture suisse. La force du franc ne fait qu'accroître cette tendance: le volume des exportations suisses ne devrait guère augmenter cette année. Si les prix devaient chuter encore, le chiffre d'affaires à l'export pourrait même reculer; cela rognerait encore plus les marges des exportateurs et pèserait sur l'investissement en Suisse.

Le seul espoir réside dans les pays émergents; eux seuls sont en mesure de faire progresser le volume de nos exportations. Bien que moins de 10% des exportations suisses soient destinés aux pays BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine), ceux-ci ont participé pour près de 30% à leur augmentation ces deux dernières années. Tant que la croissance se poursuit dans les pays émergents, la demande en exportations suisses devrait persister, voire augmenter. En revanche, si la croissance dans ces pays se ralentissait brusquement – ce que nous n'envisageons pas

Caesar Lack  
Wealth Management Research  
UBS SA

pour l'instant –, l'économie suisse pourrait entrer en récession en 2012.

**Une activité domestique saine**

Contrairement au secteur de l'export, l'économie domestique est en relativement bonne santé. Cela est essentiellement dû au fait que la Suisse, n'ayant pas participé directement aux excès du crédit et de l'immobilier dans le monde, ne souffre pas de problème d'endettement; bien au contraire, les bilans des ménages, des entreprises et des institutions publiques sont en fort bon état. En outre, l'immigration devrait rester soutenue, stimulant l'activité. C'est pourquoi la consommation privée devrait augmenter cette année aussi, malgré le moral plutôt morose des consommateurs. Bien que le taux de chômage ait connu une légère hausse, nous prévoyons pour 2012 une reprise de l'emploi. D'après l'enquête UBS réalisée à l'automne 2011, on peut tabler sur une augmentation nominale de 1,1% des salaires en 2012. Le revenu devrait ainsi croître notablement, probablement plus rapidement que le PIB, ce qui profiterait au marché immobilier en général.

**Le plancher du cours de l'euro implique des taux d'intérêt bas...**

Outre l'immigration et le revenu en hausse, les bas taux d'intérêt devraient eux aussi profiter au marché immobilier. La Suisse est indirectement concernée par la crise mondiale de la dette, dans la mesure où la politique monétaire internationale est dictée par les instituts d'émission américain et européen. Ceux-ci mènent une politique très expansionniste, car

leurs zones économiques souffrent toujours fortement des séquelles de l'éclatement de la bulle d'endettement. Pour maîtriser l'appréciation du franc, la Banque nationale suisse (BNS) n'a d'autre choix que de s'y rallier.

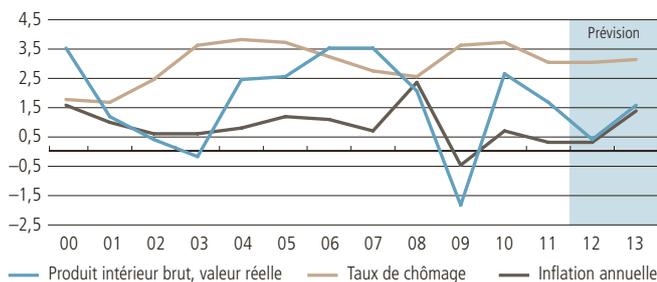
Tant que la BNS maintiendra son plancher de 1,20 CHF par EUR, elle ne pourra ni relever ses taux ni détruire les liquidités excédentaires, car cela ferait remonter le franc. Si les marchés décidaient de mettre à l'épreuve la résolution de la BNS, elle aurait à faire marcher la planche à billets et/ou à acheter des devises. La quantité de monnaie Banque centrale augmenterait alors encore, ce qui en retour accentuerait la pression à la baisse sur les taux d'intérêt à court terme. La BNS a donc temporairement perdu le contrôle de sa politique monétaire – au profit de la stabilité du taux de change. Tant que le plancher du taux de change subsiste, les taux d'intérêt devraient rester faibles. Les placements suisses, dont les emprunts obligataires, font figure de refuge sûr. Jusqu'à ce que la crise d'endettement européenne s'atténue, l'argument de la sécurité devrait prendre le pas sur les craintes d'inflation si bien que les taux d'intérêt à plus long terme ne devraient augmenter que très lentement.

**...et une hausse de l'inflation**

Les effets de change bénéfiques dans le commerce de détail conduisent à une inflation négative, la part des biens importés dans le panier de l'indice suisse des prix à la consommation étant de 27%. En supposant que le franc suisse cesse de s'apprécier, ce «rabais

**La conjoncture s'affaiblit**

Produit intérieur brut (PIB) en glissement annuel, taux de chômage et inflation annuelle (tout en %)



Sources: Seco, BNS, UBS WMR

euro» octroyé aux consommateurs devrait prendre fin au cours de l'année. Les effets modérateurs devraient alors s'arrêter et l'inflation redémarrer. Pour l'ensemble de l'année, nous tablons donc sur un taux d'inflation tout juste supérieur à zéro. A plus long terme cependant, les prix à la consommation devraient augmenter, en particulier du fait de la politique monétaire expansive. Nous prévoyons que l'inflation reprendra dès la mi-2012 et qu'à partir de la fin 2013, elle se maintiendra durablement au-dessus des 2% visés par la BNS.



Dguy / Dreamstime.com

## Population et emploi

**La population suisse est en constante augmentation, tout comme le nombre d'actifs occupés, et la tendance ne semble pas se renverser. On constate des migrations régionales suite à des réactions de refoulement. C'est surtout le secteur tertiaire qui profite à l'emploi.**

Depuis l'introduction de la libre circulation des personnes au 1<sup>er</sup> juin 2007, le taux de croissance annuel de la population suisse a dépassé 1%. Les données mensuelles de l'Office fédéral de la statistique laissent même prévoir une croissance de 1,2% pour 2011. Cette augmentation est due en grande partie au solde migratoire; la migration internationale devrait quant à elle représenter plus de 80% de la croissance.

### Une augmentation continue

L'année à venir n'annonce pas de changement de tendance; la Suisse demeure un lieu de travail et d'habitation attrayant. Les mesures d'austérité et les hausses d'impôts probables dans les pays de la zone euro devraient d'ailleurs accentuer la pression migratoire. Du fait du ralentissement conjoncturel qui se dessine en Suisse,

nous tablons pour 2012 sur une croissance démographique plus faible, mais qui devrait rester autour de 1%. Une chose est sûre: la barre des 8 millions d'habitants sera bientôt franchie.

### Migration hors des régions chères

A court terme, la croissance démographique pousse les prix immobiliers à la hausse. Or cette relation entre démographie et demande de logements, donc entre démographie et prix de l'immobilier, est à double tranchant: des prix élevés dans les localités les plus convoitées ont pour conséquence une migration de la population vers les régions voisines, qui accueillent ainsi l'augmentation démographique.

Par exemple, le canton de Zoug a certes connu ces dernières années un afflux d'étrangers, mais a simultanément perdu un nombre considérable d'habitants au profit des cantons avoisinants, qui offrent des conditions de logement plus attractives. Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra dans diverses régions chères.

Elias Hafner  
Wealth Management Research  
UBS SA

**La croissance de l'emploi devrait ralentir**

Avec la croissance démographique, l'emploi a lui aussi augmenté. De 2006 à 2011, le nombre d'emplois à temps complet en Suisse a augmenté de près de 7,5%, ce qui représente une croissance moyenne annuelle de 1,5%. Cette évolution a connu des accroc: il a fallu deux ans pour retrouver le pic atteint avant la crise financière de 2008 à 2009. Les chiffres de l'Office fédéral de la statistique pour les neuf premiers mois confirment que l'emploi a également progressé en 2011.

Le secteur manufacturier, important pour le marché des surfaces industrielles, a connu une croissance de ses actifs de 1,0% aux trois premiers trimestres 2011 par rapport à l'année précédente. C'est l'horlogerie qui a connu la

plus forte augmentation. En revanche, les principaux secteurs d'importance pour les surfaces de bureaux ont affiché une très forte dynamique, avec +1,4% en tout. Ainsi, les services informatiques ont fait état d'une forte progression. Le commerce de détail, moteur des surfaces commerciales, a déçu avec un recul de 1,4%.

Les données du marché du travail laissent prévoir que la croissance de l'emploi ne se maintiendra pas pendant toute l'année 2011: en octobre dernier, on a de nouveau enregistré une hausse du taux de chômage. D'après nos extrapolations, le nombre de postes équivalents plein-temps devrait croître de 1,1% cette année, tandis que 2012 devrait connaître une augmentation plus modérée, de 0,5%.

**Aperçu des moteurs du marché immobilier**

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

	2012 <sup>1</sup>	2011 <sup>2</sup>	2010	2009	10 ans <sup>3</sup>
<b>Conjoncture et revenus</b>					
Produit intérieur brut, valeur réelle	0,4	1,7	2,7	-1,9	1,7
Investissements dans la construction, valeur réelle	1,5	2,1	3,5	3,0	1,6
Croissance des salaires, valeur réelle	0,8	1,2	0,5	2,6	0,7
<b>Inflation et intérêts</b>					
Inflation annuelle moyenne	0,3	0,3	0,7	-0,5	0,8
Libor à 3 mois en CHF <sup>4</sup>	0,0	0,1	0,2	0,3	0,9
Rendement des obligat. (10 ans) de la Confédération <sup>4</sup>	1,4	0,8	1,7	1,9	2,1
<b>Population et emploi</b>					
Effectif de la population	0,9	1,2	1,1	1,1	0,9
Emploi, en équivalents temps plein	0,5	1,1	0,6	-0,3	0,9
Taux de chômage	3,1	3,1	3,9	3,7	3,3

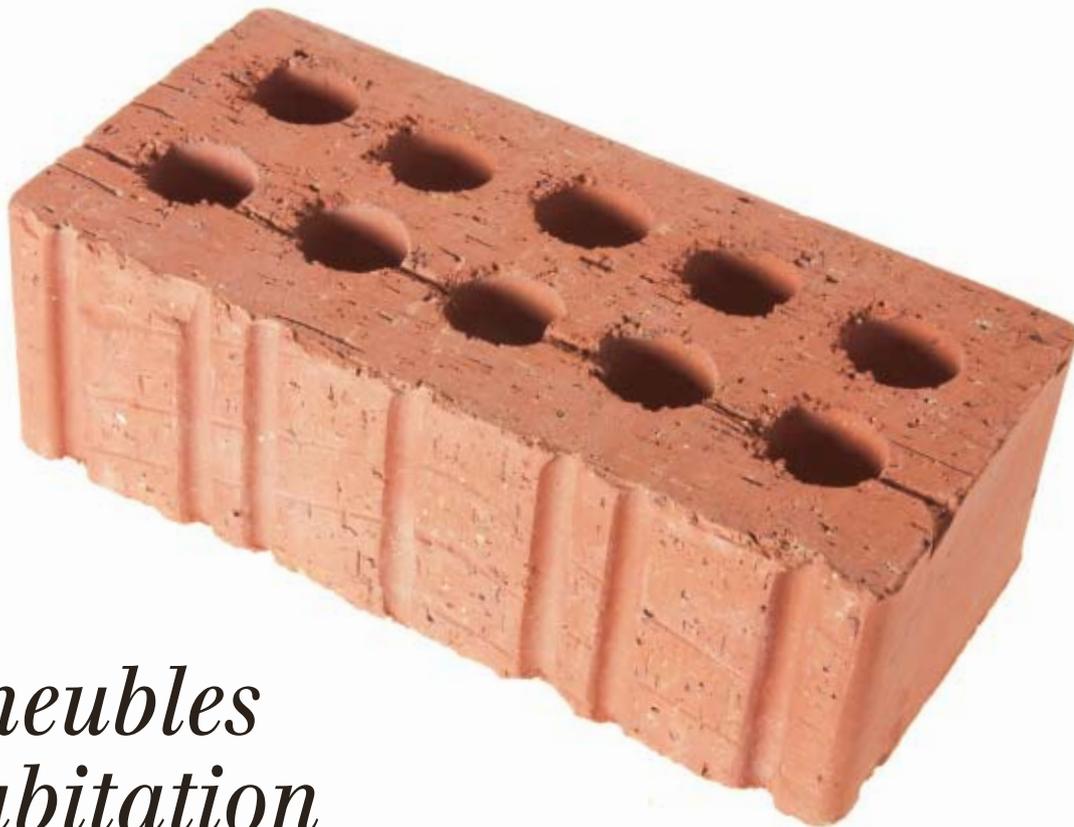
<sup>1</sup> Prévission UBS WMR

<sup>2</sup> Extrapolations et/ou prévisions UBS WMR (situation au 3.1.2012)

<sup>3</sup> Moyenne: 2002 à 2011

<sup>4</sup> Fin d'année

Sources: Seco, OFS, UBS WMR



# Immeubles d'habitation

Lightroom / Dreamstime.com

## Logements en propriété – *une bonne valeur refuge?*

**L'immobilier est considéré comme une catégorie de placement sûre. Avec les turbulences actuelles des marchés, il n'est donc pas étonnant que toujours plus de capitaux affluent vers le marché du logement en Suisse – une tendance dangereuse.**

Le 6 septembre 2011 restera une grande date dans l'histoire de la Banque nationale suisse. Par un bref communiqué de presse, dans sa lutte contre l'appréciation du franc, elle fixait un taux de change minimal de 1.20 CHF par EUR. Environ trois semaines plus tard, le métal or perdait de son lustre et son cours 12%, suite aux perspectives négatives de la Federal Reserve américaine. Ces deux parangons de valeurs refuges ont donc subi des revers très rapprochés, et ce dans un contexte de troubles structurels pour le dollar US comme pour l'euro.

### **La pierre, un placement sûr?**

On cherche donc une forme de placement capable de se substituer à l'or et au franc. L'im-

obilier suisse ferait-il l'affaire? La pierre est généralement considérée comme solide, durable et résistante aux intempéries; c'est pour cela qu'elle a la préférence des architectes et des maîtres d'œuvre.

On prête ces qualités à l'immobilier aussi, qui est réputé comme un placement sûr. Or cette impression peut être trompeuse: l'immobilier a servi de détonateur aux six dernières grandes crises bancaires du monde industrialisé – dans les années 70 en Espagne, les années 80 en Norvège, les années 90 en Suède, en Finlande et au Japon, et à présent aux Etats-Unis. Qu'est-ce qui rend l'immobilier d'habitation si dangereux?

### **Le risque augmente avec la taille du marché**

Dans une économie industrialisée, le secteur immobilier comporte un risque massif du fait de son volume sur les marchés. Avec 42%, cette catégorie de placement représentait en 2010 le plus gros actif dans le patrimoine des ménages privés suisses (contre 6,4% pour les

**Claudio Saputelli**  
Wealth Management Research  
UBS SA

actions et 3,5% pour les obligations). Au cours des sept dernières années, la valeur de l'immobilier en propriété privée a gonflé de plus de 40%, passant à 1415 milliards de francs environ. Ces chiffres montrent bien l'impact énorme de toute fluctuation des prix du logement sur la situation patrimoniale des ménages.

**L'impact de la politique monétaire**

Si un institut d'émission suit une politique monétaire expansive, c'est souvent le marché immobilier qui, du fait de sa taille, absorbe les liquidités nouvelles. La baisse des taux d'intérêt due à l'expansion de la masse monétaire stimule la demande et aussi, de trois façons, la croissance économique. Tout d'abord, la hausse des prix immobiliers accroît la rentabilité du secteur du bâtiment et donc son activité. Deuxièmement, l'appréciation des logements augmente l'impression de richesse des ménages et encourage donc la consommation privée. Enfin, les risques de défaillance de crédit reculant, les banques ont à faire moins de provisions, ce qui mène à un gonflement du volume des crédits hypothécaires.

En revanche, dans le cas d'une politique monétaire restrictive, avec des taux d'intérêt en forte hausse – c'est-à-dire un durcissement des conditions de crédit –, ces trois effets se retournent contre la croissance. Dans beaucoup de pays industrialisés, la différence est considérable entre la croissance économique moyenne sur les cinq années qui précèdent l'éclatement d'une bulle immobilière et sur les cinq qui la suivent: elle peut aller de 3 points de pourcentage (en Suisse dans les années 90) à 8 points (en Irlande actuellement).

**Un cercle vicieux potentiel**

La raison principale de telles contractions conjoncturelles réside dans un cercle vicieux implicite qui peut s'étendre sur plusieurs années. La Suisse en a fait l'expérience douloureuse dans les années 90. En réaction à la baisse des prix immobiliers, les banques durcissent leurs conditions de crédit; en conséquence, les emprunteurs sont de plus en plus nombreux à ne pas pouvoir remplir leurs obligations et se voient forcés de vendre leur bien. Les prix chutent encore; comme l'immobilier ne figure pas seulement en première place dans les bilans

des ménages, mais aussi dans ceux des établissements financiers, ces derniers doivent tirer un trait sur une bonne partie de leurs actifs. Et la crise se met inexorablement en marche.

**En Suisse, des déséquilibres menaçants**

Les données de base de l'immobilier d'habitation en Suisse sont solides. Le bas niveau des taux d'intérêt fait le bonheur des acquéreurs (potentiels) à la propriété. Et depuis 2007, la population augmente chaque année de l'équivalent d'une ville comme Winterthur. Pourtant, des fissures apparaissent dans la confiance générale: en cinq ans seulement, les prix des appartements en propriété ont en moyenne augmenté de 35% à travers le pays (40% pour la région de Zurich, 70% autour du lac Léman).

Une spirale infernale n'est certes pas encore en vue, mais le marché ne semble pas se calmer. L'*UBS Swiss Real Estate Bubble Index* reste au beau fixe, mais les déséquilibres n'ont cessé de s'accroître ces dernières années: des taux d'intérêt anormalement bas, des attentes trop optimistes de la part des investisseurs, ainsi que des perspectives moroses pour la zone euro jointes à l'absence de placements alternatifs – un mélange dangereux. Aussi, malgré la mauvaise conjoncture, nous nous attendons à ce que la hausse des prix se poursuive au cours des douze prochains mois, d'environ 4,0% pour les appartements et de 3,5% pour les maisons unifamiliales.

**Marché de l'immobilier en plein essor**

UBS Swiss Real Estate Bubble Index, situation au 3<sup>e</sup> trimestre 2011



Source: UBS WMR

### Chercher un financement stable

Mais le plus gros risque, nous le voyons surgir dès que la conjoncture mondiale redémarrera et que l'économie suisse connaîtra un regain de croissance: il se pourrait alors que le pays entre dans une phase de hausse des taux d'intérêt avec son marché immobilier nettement surévalué, auquel cas on ne peut exclure des corrections de prix douloureuses, et des conséquences sur l'ensemble de l'économie.

Voilà pourquoi nous conseillons, lors de l'acquisition d'un logement, de prendre en compte l'éventualité d'un tel scénario dans le choix du financement: la pierre suisse est certes résistante aux intempéries, mais pas invulnérable aux séismes.



Miech / Dreamstime.com

## Logements locatifs – *construction en hausse*

**Au recul attendu de l'immigration du fait du ralentissement conjoncturel s'ajoute la hausse de l'offre sur le marché locatif. Il faut donc s'attendre à une légère augmentation du taux de vacance et à un fléchissement de la croissance des loyers.**

La dynamique de la construction résidentielle s'est accentuée en 2011. Alors qu'au même trimestre l'année précédente, 69 000 unités étaient en construction, le chiffre a augmenté de 2,3% pour passer à 70 600 au T3 2011. Quant aux permis de construire délivrés au cours des neuf premiers mois de 2011, ils étaient en hausse de 14,5%.

### Concentration dans les villes, pas de boum des constructions

Les logements neufs se construisent de plus en plus en zone urbaine. Comparé à l'année précédente, le nombre de permis de construire délivrés dans les cinq principales agglomérations (Zurich, Genève, Bâle, Berne et Lausanne) au cours des neuf premiers mois de 2011 a augmenté dans l'ensemble de 19,2%

(et même de 43,7% pour Zurich et 21,9% pour Genève). Le nombre des logements livrés est lui aussi en hausse dans ces agglomérations pour l'année 2011. Pourtant, on ne peut pour l'instant parler de boum dans la construction: au T3 2011, 43 700 logements neufs avaient été mis sur le marché au cours des douze mois précédents, ce qui se rapproche de la moyenne à long terme. Un passage à un marché dit «du locataire» (excédent d'offre) n'est donc pas envisagé à ce stade, le taux de vacance restant sous les 1% pour la troisième année d'affilée.

### Fléchissement de la croissance des loyers

Les loyers proposés avaient augmenté en septembre de 1,9% en Suisse par rapport à l'année précédente. Les hausses les plus fortes ont eu lieu en Suisse centrale (3,1%), dans l'arc lémanique (2,9%) et en Suisse orientale (1,8%). Comme l'immigration devrait fléchir du fait de la conjoncture, la croissance prévue de l'offre devrait entraîner une légère augmentation des taux de vacance et un ralentissement des loyers. En particulier, trouver locataire pour les grands appartements haut de

**Marcin Paszkowski**  
Global Asset Management  
UBS SA

gamme devrait devenir plus difficile, car ceux-ci sont en concurrence directe avec le logement plus abordable en propriété, surtout dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas. Du fait de la faiblesse du taux de référence, les loyers existants (des contrats locatifs en cours) devraient également rester stables.

### Des niveaux de prix toujours élevés et des problèmes de capacité

Sous la pression des investisseurs, la demande d'immobilier a fortement augmenté au premier semestre 2011; cela s'est traduit par une nouvelle hausse des prix des habitations multifamiliales. Ainsi, les rendements de premier ordre de Zurich ont donc diminué, passant de 3,4% au T4 2010 à 3,1% au T3 2011. En particulier, pour les propriétés jusqu'à 5 millions de francs, les rendements initiaux nets (revenus locatifs nets la première année rapportés au prix d'achat), déjà très bas, devraient rester sous pression. La hausse des cours dans ce segment est largement

attribuable à la forte participation des investisseurs privés, plus endettés que les investisseurs institutionnels, et généralement satisfaits par un rendement initial modeste, au vu des faibles taux d'intérêt. Pour les habitations multifamiliales au volume d'investissement supérieur à 10 millions de francs, l'enchérissement devrait être moindre; le nombre de transactions dans ce segment a déjà nettement reculé.

Du fait de la force du franc, de l'incertitude économique et de la faible pression inflationniste, nous ne tablons pas sur une hausse notable des taux d'intérêt. Les montants des transactions devraient donc rester élevés, et les possibilités de placement à rendement durable rares. Du côté de l'offre, le niveau élevé des prix actuel constitue un excellent point de départ pour les remaniements de portefeuille, car les emplacements périphériques et les biens de moindre qualité jouissent eux aussi d'une forte demande.

### Aperçu des immeubles d'habitation

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

	2012 <sup>1</sup>	2011 <sup>2</sup>	2010	2009	10 ans <sup>3</sup>
<b>Construction de logements et logements vacants</b>					
Augmentation nette du nombre de logements	52 000	49 000	45 005	38 977	40 221
Taux de logements vacants	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
<b>Logements locatifs</b>					
Prix de l'offre pour logements locatifs	1,5	2,5	1,7	3,5	3,2
Prix de l'offre pour logements locat. nouvel. construits	-0,5	-2,0	-1,4	-4,5	3,0
Indice des prix des loyers existants	1,0	1,3	1,1	2,4	1,6
Taux hypothécaire de référence <sup>4</sup>	2,3	2,5	2,8	3,0	-
Logements locatifs vacants (nombre)	-	30 816	28 947	26 343	28 976
Rendement total de l'invest. direct dans le logement	5,5	5,5	5,8	5,3	5,5
<b>Logements en propriété</b>					
Prix de l'offre pour logements en propriété	4,0	4,5	5,2	6,4	4,2
Prix de transaction pour logements en propriété	-	7,5	5,8	3,2	5,1
Prix de l'offre pour maisons individuelles	3,5	4,0	4,7	5,0	3,2
Prix de transaction pour maisons individuelles	-	6,0	2,8	0,4	3,4
Taux hypothécaire variable, toutes les banques <sup>4</sup>	2,7	2,7	2,7	2,7	3,1
Progres. des crédits hypothécaires, toutes les banques	5,1	4,8	5,0	4,9	4,4
Logements en propriété vacants (nombre)	-	7 601	7 766	8 418	7 849

<sup>1</sup> Prévision UBS WMR

<sup>2</sup> Extrapolations et/ou prévisions UBS WMR (situation au 3.1.2012)

<sup>3</sup> Moyenne: 2002 à 2011

<sup>4</sup> Fin d'année

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

# L'engorgement des travaux d'assainissement et *le rôle de l'Etat*

**On parle beaucoup de l'engorgement du marché de l'assainissement en Suisse. Dans une économie de marché, les investissements sont réalisés uniquement s'ils en valent la peine. L'Etat intervient certes par le biais de diverses réglementations, mais les effets sont limités. Le marché suisse de l'assainissement est intact.**

L'usure du temps fait inéluctablement son œuvre sur le parc immobilier suisse. Ainsi, les édifices érigés durant le boum des années 60 ont atteint un âge qui nécessite des réhabilitations à grande échelle. Or, d'après l'Office fédéral de la statistique, les investissements de rénovation n'ont pas explosé ces dernières années. Y a-t-il un engorgement?

Les statistiques officielles ne permettent pas de dire si le marché de l'assainissement défaille. Si l'on compare les investissements devant théoriquement être effectués (sur la base des amortissements de la valeur des logements existants), soit 10 à 15 milliards de francs par an, avec les données recueillies (environ 4 milliards de francs), l'écart est considérable. Ces dernières ne comprennent toutefois que les assainissements soumis à déclaration, et l'estimation des travaux à faire est très imprécise. On ne peut donc ni exclure ni confirmer l'existence d'un engorgement du marché de l'assainissement.

## L'effort doit en valoir la peine

Comme l'avait découvert le fondateur de l'économie politique classique, Adam Smith, il y a plus de deux siècles, la libre concurrence est le meilleur moyen de maximiser le bien commun. Dans une économie libérale de marché, les investissements ne sont effectués que si l'utilité additionnelle obtenue dépasse le supplément de coût. En bref: l'effort doit en valoir la peine. Pour le marché immobilier, cela signifie que dans une économie de marché il ne peut y avoir aucun engorgement des travaux d'assainissement. Un propriétaire ne fera rénover sa maison que si l'utilité de l'opération est égale ou supérieure à ses coûts. Mais des facteurs externes, du côté des coûts comme de l'utilité, peuvent affecter fortement l'effort de rénovation.

## L'Etat influence le marché de l'assainissement

Le marché immobilier est largement réglementé. On peut se demander si l'Etat joue aussi un rôle central sur celui de l'assainissement. Les obligations légales, les subventions et les déductions fiscales peuvent influencer considérablement sur la décision de rénover.

Les interventions étatiques dans le marché sont justifiées dans la mesure où elles permettent un taux de réhabilitation optimal. C'est le cas par exemple lorsqu'une rénovation cause des effets externes positifs, c'est-à-dire des effets sur des tiers – comme une belle façade rénovée, qui réjouit aussi les voisins.

## La hausse des coûts due à la protection du patrimoine historique n'empêche que peu de rénovations

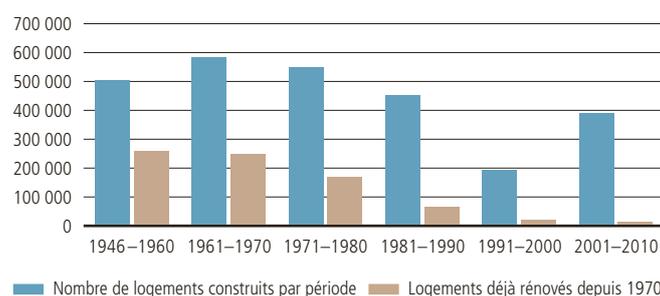
Un exemple classique d'effets externes positifs: la préservation de bâtiments d'importance historique et de paysages naturels. Or respecter les consignes de protection du patrimoine bâti ou naturel enchérit fortement les travaux d'assainissement. Les propriétaires de bâtiments classés devraient être indemnisés lorsqu'ils effectuent des travaux d'assainissement conformes à la réglementation. En pratique, les subventions prévues ne couvrent qu'une petite partie des coûts. Le propriétaire se trouve donc face à une alternative: des travaux d'assainissement coûteux conformes à la réglementation ou le délabrement.

En réduisant automatiquement le nombre des travaux d'assainissement, le surplus de coût

Matthias Holzhey  
Wealth Management Research  
UBS SA

## Nombre important d'assainissements à venir

Nombre de logements après la période de construction et de rénovation



Sources: décompte des logements 2000, UBS WMR

entraîne un engorgement. Mais il est difficile de savoir si cela a un effet notable sur l'activité de rénovation. Selon la protection du patrimoine, les bâtiments classés constituent 5 à 10% du parc total. Or comme un cinquième environ des maisons suisses sont classées historiques (construites avant 1920), probablement plus de 10% des travaux seront soumis aux consignes de la préservation des édifices historiques. Sans alternatives, l'enchérissement résultant de ces obligations ne devrait freiner que très peu de rénovations.

### **Les subventions à l'efficacité énergétique causent un faible excédent de rénovations**

Le principal exemple d'intervention étatique dans l'assainissement en Suisse est l'incitation aux économies d'énergie. La réduction de CO<sub>2</sub> qui en résulte a un effet bénéfique sur la communauté; mais comme les économies générées ne couvrent pas les coûts de l'assainissement, des subventions publiques sont nécessaires. Cela peut créer un excédent de rénovation par rapport aux capacités. Or les moyens employés sont considérables: d'une part, des subventions directes et d'autre part, la déductibilité fiscale totale des investissements.

Les subventions directes à la rénovation énergétique totalisent, à partir de 2010, 280 à 300 millions de francs annuellement; du fait de leur succès, elles se sont jusqu'ici rapidement épuisées. Ce montant représente à peu près 15 à 20% de l'effort total de rénovation. Outre ces mesures d'incitation directes, la pleine déductibilité des frais de rénovation a entraîné, selon le Département des finances, un manque à gagner fiscal de 1,1 à 1,7 milliard de francs pour les communes, les cantons et la Confédération. Ces chiffres suggèrent que les mesures ont un effet remarquable sur le marché de la rénovation. Mais comme 70 à 80% des travaux auraient été effectués même sans subventions, selon l'Office fédéral de l'énergie, l'excédent généré devrait être limité.

### **Le droit locatif encourage un excédent de rénovation dans les centres urbains**

Des obstacles réglementaires empêchent souvent l'ajustement des loyers des baux existants. Le droit locatif offre toutefois une niche: un arrêt du Tribunal fédéral (2008) permet, en cas

de rénovation de grande ampleur, de dénoncer toutes les parties au contrat. Grâce à un assainissement et un nouveau bail, les loyers peuvent donc être augmentés, ce qui en vaut la peine sur les marchés tendus des centres urbains. Comme 50 à 70% des coûts d'une rénovation peuvent être transférés au locataire, il se peut même que le nouveau loyer dépasse la norme locale. En fin de compte, ces mesures n'expliqueraient un excédent de rénovation que dans certains marchés urbains.

### **Le marché de la rénovation est indemne**

Une ou deux façades délabrées ne signifient pas que la «main invisible» du marché a échoué ou qu'il règne un engorgement sur le marché de l'assainissement. D'ailleurs, les travaux n'en valent souvent pas la peine dans une région où les prix immobiliers baissent. Dans l'ensemble, on peut dire que le marché de l'assainissement en Suisse est indemne: tout d'abord, l'influence de l'Etat reste faible malgré la réglementation; ensuite, les incitations en place encourageraient plutôt un excédent de rénovation.

## *Rénover avant de vendre?*

Lorsqu'on déménage, on n'a guère envie de consacrer plus de temps et d'argent à son ancienne demeure. Mais il peut valoir la peine de rénover une maison ou un appartement avant la vente. D'abord, le vendeur connaît son logement et les entrepreneurs locaux: cela lui coûte donc moins d'effort qu'à l'acheteur, et ces informations peuvent se convertir en plus-value. En effet, beaucoup d'acheteurs sont prêts à payer plus pour un logement rénové. Des études aux Etats-Unis ont montré que rénover une salle de bains ou une cuisine entraîne une hausse du prix de vente pouvant aller jusqu'à deux fois le coût des travaux. Ensuite, l'achat d'un logement est souvent une décision émotionnelle; une rénovation peut alors être un facteur décisif. L'importance de l'élément psychologique est telle que des entreprises offrent des services de «home styling» ou de «home staging», visant à rehausser l'image – et le prix – du bien, par l'emploi de meubles de marque ou des opérations de «chirurgie esthétique». Même de simples travaux de peinture semblent rentables. Une rénovation nécessite certes des moyens financiers adéquats, mais elle peut générer assez facilement une plus-value substantielle.

# Les projets d'infrastructure de transport *ne stimulent que partiellement l'immobilier*

**La bonne accessibilité d'une région la rend plus attractive en matière d'immobilier. Mais de nouvelles infrastructures de transport n'ont un effet sur les prix que si la région possède véritablement un potentiel de développement.**

La démographie du district jurassien de Porrentruy, à la frontière française, se trouve depuis bien longtemps en hibernation: depuis le pic de 25 000 habitants à peine en 1995, sa population a stagné, voire diminué dans certaines communes. Le marché du logement en souffre; il n'est donc pas étonnant que la région se tourne de plus en plus vers les centres urbains afin de profiter de leur dynamisme.

C'est pourquoi, les communes jurassiennes espèrent beaucoup de deux grands projets d'infrastructure: avec le raccordement récent au réseau du TGV, Porrentruy est désormais la ville de Suisse la plus proche de Paris. A cela s'ajoute l'extension de la Transjurassienne, qui facilite les trajets vers Bienne et se raccorde au réseau autoroutier français. Pourtant la hausse attendue des prix immobiliers devrait se faire attendre.

## La situation (des prix) de l'immobilier

Plusieurs facteurs influent sur la valeur de l'immobilier: outre les caractéristiques de l'objet, il faut considérer sa situation au niveau local et dans un contexte plus vaste. La situation dite «microscopique» qualifie sa situation au sein d'une localité, tandis que celle dite «macroscopique» décrit sa situation d'un point de vue plus global; c'est ici qu'entre en jeu la «centralité» de l'objet, à savoir l'accessibilité du centre urbain le plus proche. De bonnes infrastructures menant à des centres urbains sont un facteur déterminant pour deux raisons: de par leur densité, ces centres offrent une grande variété de produits et de services, comme par exemple les soins de santé. En outre, ils concentrent les opportunités professionnelles.

L'accessibilité de grands centres urbains n'est toutefois pas le seul critère décisif dans l'évaluation de l'attractivité d'un lieu et donc de son prix: il y a aussi la durée du trajet et les coûts d'opportunité associés (le «manque à gagner» résultant du temps passé en déplacement). Logiquement, les prix de l'immobilier devraient

décliner à mesure qu'on s'éloigne des centres urbains; mais les facteurs fiscaux et la situation géographique jouent aussi un rôle sur les prix. Des études menées à l'étranger démontrent que les prix immobiliers à proximité d'une connexion aux infrastructures de transport dépassent de 25% en moyenne ceux des propriétés éloignées de 15 km ou plus. Les écarts de prix immobiliers entre les régions de Suisse montrent que la centralité peut se répercuter sur les prix ici aussi – mais ce n'est pas toujours le cas.

## Le tunnel du Lötschberg n'a pas entraîné de hausse notable des prix

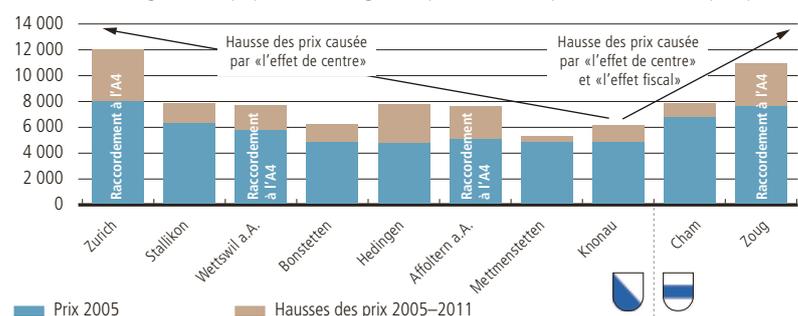
En 2007, la carte spatiale du territoire suisse a été fortement impactée par le percement du tunnel de base du Lötschberg, qui, en ralliant l'Oberland bernois au canton du Valais, a considérablement réduit les temps de voyage en train – presque de moitié entre Berne et Visp. Pour les communes touristiques du Haut-Valais et du Bas-Valais, ce n'est pas négligeable: beaucoup constatent une augmentation du chiffre d'affaires dû à la forte affluence. Quant aux régions centrales du Haut-Valais, elles ont constaté un afflux de personnes actives en provenance de villages isolés, et qui cherchent à se rapprocher de leur lieu de travail dans le Plateau suisse. Ainsi, le solde migratoire de la localité de Viège est devenu positif en 2006 et ne cesse de croître depuis. Or l'activité dans le bâtiment a augmenté elle aussi en 2006 et 2007, entraînant une hausse de 2% du stock de logements. Cela n'a cependant pas eu d'effet sur les prix de l'immobilier local, la hausse de l'offre augmentant la quantité de logements vacants.

**Claudio Saputelli**  
Wealth Management Research  
UBS SA

**Stefanie Schneuwly**  
Wealth Management Research  
UBS SA

## Evolution des prix relatifs de l'immobilier en raison de l'A4 dans le Knonaueramt

Prix de l'offre des logements en propriété dans le segment supérieur (en francs par m<sup>2</sup> de surface utile principale)



Sources: Wüest & Partner, UBS WMR

### **Demande en hausse dans le Knonaueramt**

La situation est toute autre dans le Knonaueramt, au pied de l'Albis. L'ouverture en 2009 du nouveau tronçon de l'A4 traversant le Knonaueramt, et celle du tunnel de l'Uetliberg la même année ont fortement affecté la situation macroscopique de cette région résidentielle plutôt rurale. Il y a deux raisons essentielles à cela: premièrement, le tunnel et le nouveau tronçon d'autoroute ont considérablement amélioré l'accessibilité du Knonaueramt, réduisant considérablement le trajet vers l'agglomération zurichoise et vers la Suisse intérieure. Deuxièmement, ces infrastructures ont fortement atténué la circulation de passage à travers les communes. Depuis la validation du projet en 1996, le Knonaueramt a constaté une forte croissance démographique, de l'ordre de 20% (soit 5% de plus que la moyenne du canton). A Bonstetten et Knonau, ce chiffre s'élève même à plus de 40% sur la même période. L'activité du bâtiment dans le Knonaueramt reste en effervescence: alors qu'il y a dix ans, l'offre nette de logement augmentait de 200 unités environ, ce chiffre est passé à 400 ces dernières années. Mais l'offre n'a pas pu rattraper la demande, ce qui a causé une hausse des prix des logements en propriété, en particulier à Affoltern am Albis et Hedingen (resp. +35% et +42%), championnes des hausses de prix du canton de Zurich.

### **Une bonne accessibilité ne suffit pas**

Dans l'évaluation des effets d'un projet d'infrastructure de transport, deux aspects doivent être pris en compte: le comportement de mobilité des navetteurs et le potentiel de développement des régions. Ainsi, la disparition de la barrière que représentait la chaîne de l'Albis a nettement augmenté l'attractivité de la commune de Knonau en même temps qu'elle réduisait la distance avec l'agglomération de Zoug; le marché immobilier local s'est donc apprécié. En revanche, il manque au district de Porrentruy un tel comportement de mobilité: car même si le trajet vers Paris s'est considérablement raccourci, il y a peu de chances que les travailleurs parisiens décident de venir vivre dans le Jura. La distance du centre urbain le plus proche est tout simplement trop grande.

Une meilleure accessibilité peut stimuler l'économie, ce qui en retour peut relancer la migration

locale et revigorer le marché du logement. Mais c'est loin d'être automatique; les projets d'infrastructure n'ont d'effets positifs sur l'économie locale que si la région desservie possède en elle-même un potentiel de développement. Si l'on vise une croissance durable des valeurs immobilières, des mesures de politique économique sont indispensables pour encourager l'installation de nouvelles entreprises et la naissance d'un centre régional autonome.

### ***De bonnes infrastructures soutiennent les prix***

Lors de l'achat d'un logement, on accorde souvent plus d'importance au paysage idyllique qu'à la qualité des infrastructures environnantes. Or on risque de le regretter: d'une part, une mauvaise connexion au réseau d'infrastructures peut virer au cauchemar quotidien, et d'autre part, celle-ci peut occasionner d'amères surprises lors de la revente du bien. Non seulement il se peut que le marché local se révèle atone (dans quelque 20% des communes de Suisse, les prix ont augmenté de moins de 10% au cours des cinq dernières années), mais aussi, que le logement ne trouve pas d'acquéreur pendant longtemps.

Si l'on souhaite faire de l'achat d'un logement un investissement profitable, mieux vaut investir dans des marchés bien accessibles recelant un potentiel de croissance pour les prochaines années, par exemple suite à des projets d'infrastructure d'importance stratégique dans la région. En revanche, la prudence est de mise dans les localités établies, les développements positifs étant déjà compris dans les prix élevés.

# Planification urbaine et *densification* *des conurbations*

**La croissance de la population suisse s'accompagne de celle de la demande en logements. Les ressources foncières sont cependant limitées. Le mot clé est le dés-enclavement des agglomérations. Afin de garantir un développement durable des villes, une coopération intercommunale à grande échelle est indispensable. Lausanne, Zurich et Genève ont chacune trouvé leur solution.**

La Suisse, dont la population augmente d'environ 1% par an, a connu une poussée de croissance ces quatre dernières années. Même si la pression migratoire devrait s'atténuer à court terme en raison des faibles perspectives de croissance, l'excellente qualité de la vie, les salaires attractifs et la faible pression fiscale sont autant d'atouts face à la concurrence internationale. A long terme, la population devrait continuer de croître. Selon le scénario «haut» de l'Office fédéral de la statistique, qui prévoit une croissance démographique alimentée par l'immigration de 0,7% par an, la population suisse pourrait dépasser les 10 millions dès 2038.

Les perspectives de croissance exigent la mise en place de stratégies pour une utilisation durable des ressources foncières limitées. Il règne actuellement un large consensus public quant à la direction à prendre: celle de la densification. Par densification, on entend la concentration de l'aménagement urbain dans les zones faciles d'accès et déjà construites. A Paris, la densité de population atteint 20 000 habitants au km<sup>2</sup>, alors qu'elle n'est que de 4 000 habitants au km<sup>2</sup> à Zurich. Les grandes villes suisses recèlent donc un potentiel de densification qu'il est possible d'exploiter en reconvertissant les friches industrielles, en comblant les espaces non construits et en utilisant les réserves existantes.

## Urbanisation de l'agglomération

Ce ne sont pas les centres économiques, mais leurs périphéries, qui abritent le plus gros potentiel de diversification. Alors que la population des communes centrales a progressé de 8,8% au cours des dix dernières années, celle des communes d'agglomération a augmenté de 11,7%. A l'échelle de la Suisse entière, la hausse de population a été de 7,0%.

La pression démographique devrait de plus en plus s'exercer sur la périphérie. L'urbanisation des agglomérations forme une tendance de fond que les responsables politiques et les urbanistes tentent d'ordonner. Des structures englobant plusieurs communes devront permettre d'obtenir densité de construction et qualité. Ce n'est que si les communes se pensent comme élément d'un espace plus vaste qu'elles peuvent ensemble élaborer des infrastructures de transport durables et faire émerger des structures d'urbanismes dans une jungle urbaine à la croissance souvent aléatoire.

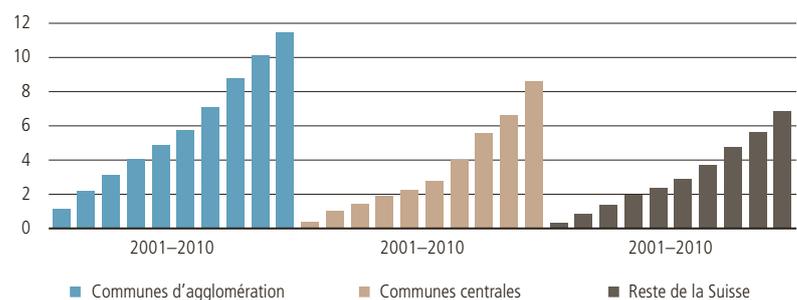
## Coopération intercommunale dans les régions de Lausanne...

Cette prise de conscience se reflète actuellement dans divers projets de planification urbaine de grande ampleur. Les communes de la banlieue ouest de Lausanne se sont regroupées autour du Schéma directeur de l'Ouest lausannois (SDOL) afin de transformer cette agglomération dynamique mais peu attractive en une nouvelle ville. La coopération intercommunale a permis d'identifier des points de développement stratégique vers lesquels orienter les projets de construction. La région, qui compte aujourd'hui 75 000 habitants et forme un bassin de 50 000 emplois, devrait être entièrement desservie par le tram d'ici 2020 et accueillir 30 000 habitants supplémentaires. Les nouvelles communes ont reçu le prix Wakker 2011 pour leur action coordonnée au service de la valorisation durable et de la protection du patrimoine.

**Marcin Paszkowski**  
Global Asset Management  
UBS SA

## Croissance démographique supérieure à la moyenne dans l'agglomération

Croissance de la population en % par type de commune



Sources: OFS, UBS GRE

Remarque: les localités isolées ont été rattachées à l'agglomération la plus proche.

### ...et de Zurich

L'agglomération de Zurich présente aussi des coopérations de ce type. Le groupe de planification du Glattal, qui rassemble 14 communes, s'est ainsi mis d'accord sur un concept d'aménagement régional du territoire en octobre 2011. Le document stratégique prévoit de créer un cadre de vie de qualité pour 180 000 habitants et 145 000 employés d'ici 2030, soit l'arrivée de 30 000 nouveaux habitants et la création de 25 000 postes de travail supplémentaires. Là aussi, la densification ne concerne pas toute la superficie mais se concentre sur des sites ciblés. 80% des zones actuellement construites doivent le rester et la dynamique de développement ciblera certaines zones données. Les infrastructures de transport nécessaires au développement seront fournies par l'extension du Glattalbahn et la construction prévue de l'autoroute du Glattal.

### Réorganisation du canton de Genève

Le canton de Genève, confronté à un excédent de demande notoire, ne peut que partiellement piloter l'aménagement de sa périphérie. En raison de la proximité de la frontière, l'essentiel des constructions est localisé dans la France voisine et donc hors de l'influence du canton. L'agglomération genevoise se divise grosso modo en deux parties: le canton de Genève abrite la majeure partie des emplois tandis que la France et les communes vaudoises environnantes concentrent les logements. Cette constellation freine la croissance en raison des problèmes croissants de circulation, si bien que Genève cherche à améliorer la mixité des usages. Le canton prévoit ainsi de construire 50 000 nouveaux logements à l'horizon 2030, soit environ 2500 unités par an, contre 1500 actuellement. Le Grand Conseil a approuvé début 2011 la conversion de 135 hectares de la zone Praille-Acacias-Vernets (PAV) entre les communes de Genève, de Carouge et de Lancy, ouvrant ainsi la voie à la construction d'environ 6000 nouveaux logements.

Afin d'atteindre cet objectif ambitieux, d'autres mesures décisives seront toutefois nécessaires. D'autres conversions devraient affecter non seulement la zone pavillonnaire, mais aussi la zone agricole. La densification de la zone pavillonnaire, qui couvre 45% de la

surface constructible du canton mais n'héberge que 8% de sa population, possède un énorme potentiel. Le potentiel de conversion de la zone agricole s'élève à environ 4%. Les électeurs ont approuvé, en mai de cette année, la conversion en zone constructible de 58 hectares agricoles pour la construction de 3000 logements.

### *L'aménagement régional d'aujourd'hui détermine la croissance de demain*

Le pilotage de l'urbanisation croissante des agglomérations s'effectue à plusieurs niveaux. La ratification de la Convention européenne du paysage (traité du Conseil de l'Europe, 2004) et la révision partielle de la loi sur l'aménagement du territoire (proposition du 20.1.2010, en cours de discussion par le Parlement) définissent les conditions-cadres pour les mesures de densification urbaines. La politique de la Confédération en faveur des agglomérations offre une incitation financière, même si une contribution au financement des infrastructures de transport régionales n'est garantie qu'en cas de développement conjoint de l'aménagement urbain. Au niveau des communes, on note une coopération accrue afin d'orienter la dynamique de croissance de la périphérie vers certains sites précis.

Les orientations politiques, les programmes d'agglomération et les concepts intercommunaux d'aménagement du territoire donnent de précieuses indications sur les centres de croissance futurs. Les conditions et les procédures de gouvernance en matière d'aménagement du territoire varient d'une région à l'autre, mais on note une tendance générale à l'encadrement de l'urbanisation. Cette situation offre des opportunités d'investissement à long terme. En effet, les dynamiques d'urbanisation forment des facteurs de croissance et d'attractivité décisifs, qui recèlent un potentiel de hausse de valeur à l'avenir. Des placements réussis passent donc par une observation continue de l'évolution des tendances d'urbanisation.



Ivan Hafizov / Dreamstime.com

## Surfaces de bureaux – *des différences nettes entre régions*

**Le marché des bureaux évolue de façon divergente dans les deux métropoles financières suisses. Durant cette année de taux d'intérêt bas, on ne détecte pas non plus de potentiel d'appréciation des biens immobiliers.**

La clientèle institutionnelle s'intéresse de plus en plus à l'immobilier commercial, résidentiel et de bureau. Avec 58,1% selon Investment Property Databank (IPD), l'immobilier de bureau est de loin le segment le plus présent chez les investisseurs. Il a généré une performance de 6,0% en 2010, stable par rapport à 2009, mais inférieure à la moyenne d'ensemble de l'immobilier (6,2%). En comparaison internationale, ce résultat est notable, car le marché des bureaux dans la zone euro, plus risqué, n'a généré que 6,8%, soit que légèrement plus.

Les diverses régions de Suisse se caractérisent par des conditions socio-économiques et de marché différentes. Cela se traduit par de forts écarts de performance totale: en 2010, la mar-

ge de divergence entre les quatre principaux centres d'affaires allait de 2,9% à Berne à 7,5% à Genève, tandis que la performance totale atteignait 6,0% à Bâle et 6,3% à Zurich.

### **Une demande de bureaux en recul**

L'assombrissement conjoncturel mondial se fera sentir en Suisse aussi. En Suisse, le secteur de la finance et des services aux entreprises est relativement important, avec 18% de l'emploi total. L'activité de bureaux s'est révélée plutôt résistante ces derniers temps: le nombre des actifs occupés est resté presque constant durant la crise financière de 2008 à 2009, la plus forte récession depuis le choc pétrolier de 1973. Cette stabilité étonnante se reflète dans les loyers des bureaux, qui n'ont reculé (légèrement) qu'au second semestre 2008, remontant peu après. Une des raisons de cette bonne santé a été l'augmentation de 2,5% de l'occupation dans le secteur financier, grâce surtout aux banques cantonales et aux plus petits gérants de fortune, qui ont accueilli du personnel des grandes banques.

**Gunnar Herm**  
Global Asset Management  
UBS SA

On peut douter qu'une telle performance se répète: comme la crise intensifie la réglementation du secteur financier, la croissance de l'occupation associée devrait se montrer plus faible au cours des trois prochaines années en Suisse. Il faut donc compter avec un recul de la demande de surfaces de bureaux à l'échelle du pays.

**Genève: l'offre reste limitée**

La métropole rhodanienne s'attend d'ici 2013 à une croissance annuelle de l'occupation de 1,3% dans la finance et les services aux entreprises. Le taux de vacance des surfaces de bureaux est actuellement de 2,4%, donc très en dessous des 4,3% à l'échelle nationale. De plus, l'activité de construction attendue, de 56 000 m<sup>2</sup> d'ici 2013, est inférieure à celle des deux dernières années (65 000 m<sup>2</sup>). Le marché genevois de bureaux restera donc favorable aux offreurs, ce qui devrait pousser à la hausse les loyers, non seulement dans le haut de gamme mais sur l'ensemble du marché.

**Zurich: plus favorable aux locataires**

Dans la métropole financière de Suisse allemande, promoteurs, investisseurs et autorités ont encouragé une expansion généreuse des surfaces de bureaux. Malgré l'augmentation des actifs occupés, l'offre a crû plus vite que la demande au cours des dernières années, ce qui pourrait conduire le taux de vacance vers la barre des 9%. Avec un volume de surfaces

nouvelles approchant les 180 000 m<sup>2</sup> dans les deux prochaines années, le marché régional reste expansif. La croissance attendue du nombre des actifs occupés (1,2%) ne pourra absorber entièrement les surfaces additionnelles, ce qui devrait rendre le marché toujours plus favorable aux locataires.

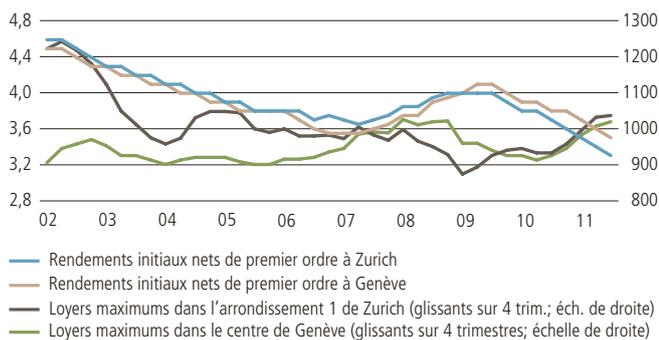
En outre, l'offre de bureaux de haute qualité à bon prix dans les zones périphériques pèse sur les emplacements centraux. Cela dit, cela pourrait stimuler la rénovation durable des propriétés situées dans la ville. Si c'est le cas, les emplacements du centre-ville devraient mieux évoluer à moyen terme que les bureaux moins bien intégrés (aux connexions restreintes en matière de transports et de services techniques).

**Peu de potentiel de hausse**

La différence décisive du point de vue des investisseurs (appelée aussi prime de risque) entre les rendements initiaux nets (revenus locatifs nets de la première année rapportés au prix d'achat) du marché des bureaux et les rendements des obligations fédérales suisses à dix ans reste intéressante: 300 points de base. La forte demande des investisseurs a fait chuter au T3 2011 les rendements de premier ordre, à 3,3% à Zurich, et à 3,5% à Genève, ce qui a poussé les prix à des sommets. Nous sommes de plus en plus sceptiques face au niveau de prix actuel; en effet, une augmentation ne se justifierait qu'en l'attente d'une forte hausse des

**Rendements nets historiquement bas pour les immeubles de bureau du segment haut de gamme**

Rendements nets en % et loyers annuels en francs par mètre carré



Sources: Wüest & Partner, UBS GRE

Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

loyers. Or la conjoncture actuelle, surtout dans la région zurichoise, rend cela improbable.

Les prix à l'achat des surfaces de bureaux ne devraient guère augmenter cette année, et ce dans tout le pays. En termes simples, toute appréciation ne pourra se faire que grâce à des baisses de taux d'intérêt ou du fait de prévisions de loyers en hausse. Or les chances de baisse semblent épuisées pour ce qui est des taux d'intérêt; les appréciations sur le marché suisse des bureaux dépendront donc des loyers dans chaque région.



mipic / Fotolia.com

## Surfaces de vente – *des rendements décroissants*

**L'offre de surfaces de vente dépasse de beaucoup la demande potentielle. Il faut donc s'attendre à des rendements et loyers en baisse pour l'année en cours.**

Le commerce de détail est loin d'être au beau fixe: le moral des consommateurs n'a fait qu'empirer cette année, tandis que les chiffres d'affaires jusqu'à fin octobre 2011 n'ont que légèrement augmenté avec 0,3% en valeur réelle par rapport à ceux de l'année précédente (hors carburants). Mais l'alimentation et les boissons, moteurs de la consommation, sont restées stables jusqu'à présent. Les plus gros reculs ont eu lieu dans l'habillement et les chaussures, l'ameublement et les cuisines avec -1,5 jusqu'à -3,5% en valeur nominale.

Pour cette année, nous prévoyons une croissance démographique d'à peine 1% et, malgré la conjoncture difficile, une augmentation de la consommation privée d'environ 1% aussi. Le chiffre d'affaires du commerce au détail ne devrait donc pas trop souffrir au cours de 2012.

**Une offre en expansion rapide**

Les investissements dans les surfaces de vente ont été profitables ces dernières années: le rendement global moyen sur les cinq dernières années s'est élevé à 7,4%. Une bonne partie de cette performance est due à l'appréciation de la valeur, qui y a contribué pour environ 2,5%. Avec de tels bénéfices, il n'est pas étonnant que toujours plus d'investisseurs s'intéressent à ce type de surfaces, comme le montre le nombre des centres commerciaux prévus ou en construction: 13 centres commerciaux totalisant une superficie de plus de 180 000 m<sup>2</sup> sont en construction et 16 autres sont prévus, pour une surface de près de 300 000 m<sup>2</sup> – soit une expansion de presque 20% de l'espace existant en centre commercial.

Pourtant, la demande ne devrait augmenter que modérément cette année. Selon les résultats de l'enquête sur les salaires UBS, les salaires nominaux augmenteront encore en 2012 de 1,1%; toutefois, au vu du moral morose des consommateurs, la consommation devrait plutôt connaître un ralentissement. Il est donc évident qu'une telle expansion de l'offre ne fera qu'exacerber la concurrence.

**Matthias Holzhey**  
Wealth Management Research  
UBS SA

**Les emplacements centraux restent favorisés**

En 2012 aussi, les emplacements bien situés poursuivront leur bonne performance, tandis que les régions périphériques feront face à une baisse de leur chiffre d'affaires. Les commerces de détail dans les centres urbains profitent de la croissance démographique des agglomérations; ainsi, jusqu'au 3<sup>e</sup> trimestre 2011, les loyers élevés à Zurich et à Genève avaient augmenté d'environ 10% par rapport à 2010. A Zurich, les bons emplacements exigent en moyenne 8700 francs par m<sup>2</sup> en loyer annuel, et à Genève 7200 francs. Dans les zones de choix, comme la Paradeplatz à Zurich, les loyers sont même quatre fois plus élevés! Dans les régions périphériques, en revanche, la situation est plus calme. Si pour le même prix, on obtient beaucoup plus de surface, les ventes sont bien plus réduites, et avec elles les

loyers. La hausse du tourisme de consommation constitue un défi supplémentaire, ce qui donne du fil à retordre aux commerçants des régions excentrées mais aussi, dans les agglomérations, aux magasins spécialisés dans les biens durables.

**Perspectives 2012**

Au cours des dix dernières années, les loyers proposés pour les surfaces de vente ont à peu près suivi l'évolution du revenu des ménages; même les fluctuations conjoncturelles n'y ont presque rien changé. Or cette année, l'expansion de l'offre devrait avoir des conséquences: nous tablons sur un recul de 2% des loyers proposés par rapport à l'année précédente, et des performances globales en dessous de 5%. En particulier, le rendement du capital devrait en moyenne tomber proche de zéro, voire en dessous.

**Aperçu des immeubles commerciaux**

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

	2012 <sup>1</sup>	2011 <sup>2</sup>	2010	2009	10 ans <sup>3</sup>
<b>Emploi, chiffres d'affaires et climat</b>					
Emploi bureaux, en équivalents temps plein	0,2	1,4	0,3	1,5	1,6
Emploi commerces, en équivalents temps plein	0,1	0,3	1,2	-0,9	0,2
Chiffres d'affaires du commerce de détail, corrigé du nombre de jours ouvrables, valeur réelle	0,5	0,8	2,8	0,5	1,7
Indice du climat de consommation, valeur moyenne	-	-3,4	-5,7	-32,9	-10,2
<b>Surfaces de bureaux</b>					
Loyers de l'offre pour surfaces de bureaux	0,5	-1,5	0,1	4,0	0,6
Taux de locaux vacants pour surfaces de bureaux	4,6	4,5	4,3	4,3	-
Rendement cash-flow net	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9
Rendement du capital	0,9	0,8	1,2	0,4	0,5
Rendement tot. de l'invest. direct dans les bureaux	5,5	5,5	6,0	5,3	5,4
<b>Surfaces de vente</b>					
Loyers de l'offre pour surfaces de vente	-2,0	1,5	2,4	3,4	1,5
Rendement cash-flow net	4,5	4,5	4,6	4,8	4,8
Rendement du capital	0,4	0,8	2,2	1,5	2,1
Rendement tot. de l'invest. direct dans la vente	4,9	5,3	6,8	6,3	7,2

<sup>1</sup> Prévision UBS WMR

<sup>2</sup> Extrapolations et/ou prévisions UBS WMR (situation au 3.1.2012)

<sup>3</sup> Moyenne: 2002 à 2011

Sources: Wüest & Partner, Colliers, IPD, BFS, Seco, UBS WMR

# Terre en vue! Innovations dans l'évaluation foncière et la localisation

**Un concept d'utilisation concret et bien situé géographiquement pose les bases d'un investissement immobilier durable. Les nouvelles méthodes d'évaluation foncière permettent une localisation globale et spécifique à chaque groupe cible, ce qui diminue d'autant le risque lié à l'investissement.**

En immobilier, l'adage veut que l'emplacement soit l'un des facteurs essentiels d'un investissement. Tandis que pour les bureaux et les commerces, des données mesurables et objectives comme l'aspect central, fiscal et l'accessibilité sont prises en compte, l'immobilier résidentiel fait intervenir des facteurs plus flous: l'image du quartier, le degré d'urbanité, l'aspect artistique, l'offre culturelle, sportive et de loisirs, ou encore la possibilité d'élever une famille jouent un rôle plus ou moins important selon le produit et le groupe cible.

Or ces qualités sont parfois difficiles à évaluer et à quantifier, et les groupes cibles ont des attentes très différentes en termes de qualité de vie et d'environnement de travail. Plusieurs projets de recherche du département d'architecture de l'EPF de Zurich se sont penchés sur la question de savoir ce qui fait ces qualités «ressenties», comment les évaluer, les quantifier et les mettre en pratique dans le secteur immobilier.

## Lacunes et potentiels de l'évaluation foncière et de la localisation

Les professionnels effectuent déjà une évaluation des qualités de chaque site (caractéristiques du voisinage). Mais ces évaluations sont entachées d'imprécisions considérables, car les experts sont certes des professionnels, mais ils gardent tout de même un point de vue subjectif sur les sites. En raison des efforts nécessaires, seuls quelques immeubles peuvent bénéficier d'une évaluation individuelle, parmi tous ceux d'un quartier, d'une ville ou encore de toute la Suisse. Il serait par exemple impensable d'évaluer par cette méthode les quelque 50 000 parcelles de la ville de Zurich.

La multitude des estimations subjectives d'experts complique la comparaison directe des différents immeubles ou portefeuilles, ainsi que

la représentation adéquate des changements dans les qualités de chaque site. Des méthodes comme le modèle d'estimation hédoniste (prix déterminé par les statistiques) permettent une comparaison objective et à grande échelle de différents sites, mais ne font que refléter la moyenne des estimations de tous les participants au niveau macro (échelle régionale). Or il peut être très intéressant de calculer de manière systématique la demande ou la disposition à payer de différents groupes cibles pour un site (ou inversement, la disposition à payer d'un groupe cible pour différents sites) et de s'en servir dans le cadre d'une évaluation comparative.

## Utiliser les connaissances des urbanistes

En architecture ou en urbanisme, les qualités «micro» d'un site ou le «caractère» du quartier sont des concepts reconnus. L'analyse des évolutions urbaines et des fluctuations de valeur sur la base des processus socio-économiques fait partie depuis longtemps des compétences clés de la profession. Du fait de l'usage de plus en plus répandu de technologies intelligentes (comme les systèmes d'information géographique – SIG), l'évaluation foncière urbaine est en pleine révolution.

En macroéconomie et en aménagement du territoire, ces applications nouvelles sont déjà

**Prof. Kees Christiaanse**  
Département d'architecture  
EPF Zurich

**Niels Lehmann**  
Département d'architecture  
EPF Zurich

**Anne Mikoleit**  
Département d'architecture  
EPF Zurich

**Moritz Pürckhauer**  
Département d'architecture  
EPF Zurich

## Grand potentiel d'évolution dans la ville de Zurich

Visualisation des sites de mise en œuvre des stratégies de développement du territoire



- Renforcement des sites urbains
- Efficacité énergétique, densification
- Renforcement des sites économiques et scientifiques

Source: EPF Zurich, Département d'architecture

la norme. Aujourd'hui, beaucoup d'institutions publiques disposent de SIG perfectionnés et de bases de données exhaustives, permettant d'établir au niveau régional des stratégies directrices de développement urbanistique et infrastructurel. Le potentiel d'application à des surfaces plus petites, jusqu'au niveau de la parcelle – ce qui serait fort utile au secteur immobilier – est loin d'être épuisé.

### **Critères subjectifs, mais résultats tangibles**

Grâce à l'augmentation de la masse de données disponibles, ces nouvelles technologies permettent d'évaluer, de visualiser et de classer les caractéristiques d'autant de propriétés qu'on le souhaite dans une région, et ce en une fraction de seconde. Ainsi, à l'aide des correspondances constatées entre les segments cibles et leur évaluation des sites, on peut déterminer, pour un site donné, le groupe cible approprié. A l'inverse, pour un usage clairement défini, on peut vérifier si le site idéal se trouve à Berne, à Montreux, à Ascona ou dans toute autre localité en Suisse.

Pour un emplacement donné, les résultats sont calculés à l'échelle de chaque parcelle puis classifiés, sélectionnés et arrangés en fonction des préférences individuelles. Les utilisateurs peuvent donc choisir un ensemble variable de critères, qui permettra une évaluation individualisée selon le produit, la stratégie d'investissement ou la clientèle. L'équilibrage précis de l'offre immobilière et de la demande permet aussi de définir des évolutions durables et appréciables à long terme, qui profiteront aussi bien aux investisseurs qu'aux communes, pour la recherche d'emplacements, l'analyse des potentiels et la gestion qualitative des portefeuilles.

L'avantage pour les investisseurs et les gérants de portefeuille est évident: une évaluation plus objective des sites réduit nettement les risques. En effet, les analyses de préachat et le controlling de la performance en lien avec la localisation d'un bien immobilier ont des fondements plus fiables et comparables. Pour les évaluations de portefeuilles, cela signifie une objectivité accrue et donc de meilleures comparaisons. La connaissance exacte des qualités d'un

site rend plus précises les prédictions sur les groupes cibles potentiels, et donc la caractérisation de biens individuels ou de zones entières. Les premiers travaux du département d'architecture de l'EPF de Zurich révèlent les possibilités de ces applications, aussi bien en urbanisme que dans le secteur immobilier. On peut donc parier que les progrès et les économies temporelles qu'elles génèrent, joints à leur faible coût, conduiront à les généraliser.

### ***Réduire les risques liés à l'immobilier grâce aux technologies intelligentes***

Le principal facteur de risque, lors de la phase de vente ou de primo-location d'un bien sur le marché immobilier actuel, réside dans le bon positionnement du bien. Toute la question est de savoir si le produit sera suffisamment en demande à l'endroit où il se trouve. Comme le montre la pratique, les considérations personnelles deviennent de plus en plus variées; l'individualisme croissant complique la définition des groupes cibles. Tandis que le monde de la publicité peut agir sur des segments aux caractéristiques bien précises, il n'existe pas pour l'immobilier de méthodes fiables et objectives pour établir les caractéristiques des groupes cibles. Ce serait pourtant très utile pour réduire au maximum le risque de l'investissement avant même le début des travaux.

L'EPF de Zurich est en train de développer une méthode permettant de déterminer et de vérifier l'emplacement optimal pour chaque stratégie d'investissement, et inversement de trouver le meilleur projet pour un site donné. Comme cette méthode est en principe complète et applicable à l'échelle du pays, et comme elle permet même de distinguer entre des parcelles voisines, elle devrait encourager les comparaisons interrégionales et aider les investisseurs et responsables de projet à estimer le potentiel des projets immobiliers.

# La planification générale de *villégiatures en Suisse*

**L'offre hôtelière suisse s'oriente de plus en plus vers un concept global incluant loisirs, logements et commerces. Pourtant, sur les 50 nouveaux projets de grands complexes de villégiature récemment annoncés, plus de la moitié ont été annulés ou reportés. Ils impliquent une planification et un financement complexes, ce dernier étant la raison principale de l'abandon de nombreux projets.**

Les investissements prévus, totalisant plus de 6 milliards de francs, auraient permis de créer 30 000 lits supplémentaires, soit une augmentation de plus de 10%, mais à peine la moitié d'entre eux s'est concrétisée. En général, les plans directeurs de villégiatures suisses comprennent trois éléments principaux: les habitations, les hôtels, et les infrastructures accessoires. Le projet Stilli à Davos (hôtel InterContinental avec résidence de vacances) ou le projet phare d'Orascom à Andermatt sont révélateurs de l'évolution actuelle de la branche hôtelière.

## Un modèle professionnel et financièrement solide

De nouvelles tendances ont vu le jour dans l'hôtellerie suisse: le nombre de lits a augmenté tandis que le nombre d'hôtels a diminué, ce que reflète la hausse de 12% du nombre de lits par établissement sur la dernière décennie. C'est un signe clair de consolidation et du passage d'une hôtellerie traditionnelle et familiale à des modèles plus professionnels et durables financièrement.

En raison de la crise économique mondiale, le prix moyen par nuitée sur le marché de l'hôtellerie de luxe a chuté de 11% sur les quatre dernières années et de 2% pour le segment quatre étoiles. Les établissements à bas coûts, en revanche, ont bénéficié des restrictions budgétaires des consommateurs (clientèle entreprises et touristes), augmentant leurs prix de près de 11% sur la même période grâce à une forte demande.

## Les partenaires sont à couteaux tirés

Gérer les intérêts concurrents de toutes les parties prenantes aux projets est de plus en plus compliqué, chacune voulant optimiser son rapport coûts/bénéfices. Les gérants d'hôtel

désignés essaient d'optimiser les infrastructures de façon à faciliter l'exploitation quotidienne, sans forcément se soucier des répercussions sur les coûts de l'investissement. Les maîtres d'œuvre surveillent de près le budget de construction, ce qui peut rogner les marges des entreprises du bâtiment, ou encore restreindre la liberté d'action des architectes d'intérieur. Les incontournables négociations entre les acteurs débouchent souvent sur un «design to cost», dans lequel les coûts jouent un rôle aussi déterminant que l'esthétique, la réglementation ou l'impact environnemental.

Les intérêts de la communauté, autre partie intéressée, sont relativement éloignés des coûts, et concernent plutôt les capacités inutilisées et la compatibilité écologique. Un projet réussi nécessite d'aborder proactivement certains problèmes d'ordre juridique, comme les autorisations officielles et de prendre en compte les éventuelles objections des voisins, groupes de pression ou associations concernées (associations de défense de l'environnement par exemple).

## Faire le choix du bon partenaire

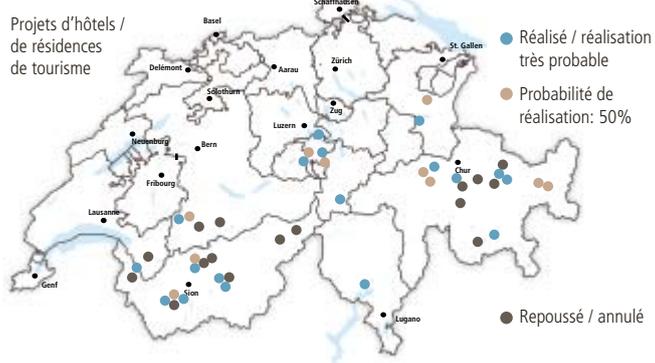
La demande prévue et la réglementation locale déterminent le mélange des usages dans le cadre d'un grand projet. La sélection d'un exploitant implique d'identifier un candidat adéquat puis de négocier avec lui un contrat acceptable de gestion ou de concession – ou une combinaison des deux (voir encadré). Les annexes au contrat établissent les spécifications

**Reto Gamper**  
Wealth Management &  
Swiss Bank  
UBS SA

**Amine Hamdani**  
Wealth Management &  
Swiss Bank  
UBS SA

**Markus Wagemann**  
Wealth Management &  
Swiss Bank  
UBS SA

## La moitié des grands projets de tourisme a été abandonnée



Sources: Hochparterre, GastroJournal, UBS Real Estate Advisory

des infrastructures à bâtir et définissent la répartition des coûts d'entretien et de remplacement entre le propriétaire et l'exploitant. Garantir trop tôt l'exclusivité à un exploitant peut affaiblir la position du sponsor dans les négociations. Idéalement, les entrepreneurs généraux devraient eux aussi concourir, afin que le commanditaire puisse obtenir la meilleure qualité au meilleur coût.

### La Lex Koller et autres restrictions

La composante résidentielle est d'ordinaire la plus lucrative, bien qu'elle soit très réglementée. Parmi les contraintes légales, on compte la loi dite «Lex Koller»<sup>1</sup> ainsi que les restrictions communales ou cantonales sur la construction de résidences secondaires. Pour les propriétés non concernées par la Lex Koller, certaines destinations touristiques imposent des limites en termes de superficie bâtie par année ou de pourcentage du total des constructions.

Pour des projets d'intérêt régional ou national, la Lex Koller peut être assouplie ou même suspendue, mais cela nécessite un démarchage intense des autorités locales et le soutien de la communauté. Une autre manière d'obtenir un permis est de jouer sur l'usage déclaré: ainsi, les habitations sont souvent vendues au moyen d'un contrat obligeant le gérant à les louer aux touristes afin d'éviter les «lits froids» (inoccupés); les bâtiments peuvent ainsi être déclarés à usage commercial et non plus résidentiel.

Le recours à un expert indépendant permet également de garantir le mélange d'usages le plus profitable. Pour augmenter la valeur du séjour offert aux touristes, beaucoup de projets d'envergure incluent des infrastructures de loisirs additionnelles, comme des installations ludiques ou sportives, intérieures et en plein air, ou encore des boutiques.

### Trouver le capital...

Du fait des risques liés entre autres à leur construction, leur exploitation et leur commercialisation, les projets touristiques nécessitent plus de fonds propres en proportion du capital initial que les autres projets immobiliers. Avant de s'engager, les banques vérifient, à juste titre, la solvabilité avec un soin particulier. Un autre aspect crucial est la capacité d'écoule-

ment des stocks, c'est-à-dire des chambres et résidences à vendre ou à louer. Une étude de viabilité peut estimer la demande de chambres d'hôtel, alors que les préventes «sur plan» des résidences renseignent sur l'acceptation par le marché du niveau de prix.

Les sources et usages du capital doivent correspondre avec les paramètres définitifs; c'est-à-dire que la construction doit être «autofinancée». Du côté des usages, cela peut vouloir dire obtenir de l'entrepreneur général un cautionnement d'exécution («performance bond»), garantissant la livraison des objets dans les temps, les coûts et la qualité garantis. Du côté des sources, les capitaux propres doivent être tangibles et provenir des investisseurs eux-mêmes ou des unités vendues avec certitude.

### ...et assurer son rendement

Vers la fin des travaux, diverses sources peuvent servir à rembourser le crédit de construction ou de relais; le plus souvent, on utilise le flux de trésorerie venant des unités livrées. Le restant du prêt peut être remboursé soit par le produit des ventes, soit en refinançant l'hôtel par un crédit d'exploitation.

<sup>1</sup> La «Lex Koller» désigne la loi fédérale sur l'acquisition de biens immobiliers par des étrangers, qui vise à restreindre cette dernière.

## Les contrats d'exploitation

Pas deux ne sont semblables; ils vont de baux à loyer fixe à des contrats de gestion, avec une multitude de combinaisons possibles. Des accords de franchise peuvent être conclus des deux côtés. Dans un **contrat de gestion**, l'exploitant gère l'affaire au nom du propriétaire, c'est-à-dire aux risques et périls de ce dernier et sur son compte de pertes et profits, en échange d'une commission proportionnelle au chiffre d'affaires et au profit. L'exploitant doit établir des provisions pour les dépenses d'investissements en meubles, installations et équipement, le propriétaire décidant de leur utilisation. L'idée qu'un **contrat de location** transfère les risques d'exploitation à l'exploitant n'est vraie que dans la mesure où le locataire peut payer son loyer. Il faut donc faire attention à sa capitalisation, exiger des cautionnements de la part de sa société-mère ou s'assurer qu'il peut être remplacé aisément. Les exploitants multinationaux préfèrent en général les contrats de gestion, à moins qu'un contrat de location soit nécessaire pour pénétrer un marché stratégique, comme un centre-ville.

# Nouveautés dans le lease accounting et *conséquences pour les transactions*

**Les deux ensembles de normes que sont l'IFRS et les US GAAP s'efforcent d'harmoniser le lease accounting, c'est-à-dire la comptabilisation au bilan des locations et crédits-baux. Les effets sur les transactions de cession-bail devraient rester restreints dans toute la Suisse, car peu d'entreprises utilisent ces normes.**

Comme alternatives au financement externe classique, les entreprises se servent aussi de formes de financement hors bilan, qui vont du financement traditionnel du crédit-bail aux transactions de cession-bail de biens d'entreprise (cf. définitions p. 28). La question principale n'est pas la propriété du bien, mais son utilisation à des fins d'exploitation. De telles transactions immobilières visent souvent à augmenter la liquidité, à se désendetter, à réduire le bilan en cas de succession, ou à procurer des moyens pour investir dans les activités centrales.

## Comparaison facilitée des rapports financiers

Les décideurs des deux principales normes comptables – IFRS et US GAAP – ont approu-

vé en 2002, pour la première fois, des objectifs de convergence pour les harmoniser (Norwalk Agreements). IFRS et US GAAP prévoient aujourd'hui deux modèles pour la comptabilisation des contrats de crédit-bail et de location: le crédit-bail financier (finance lease) inscrit au bilan et, du côté du locataire, le crédit-bail d'exploitation (operating lease), hors bilan.

On reproche surtout aux deux normes les difficultés de comparaison des comptes annuels, résultant de leurs différences comme de leur application incohérente. L'incohérence découle des marges de manœuvre en termes d'estimation, qui permet de traiter différemment des contrats de locations et de crédit-bail pourtant similaires. Les locataires ont par exemple intérêt à structurer les contrats de telle façon qu'ils s'apparentent à un crédit-bail d'exploitation, ce qui réduit le bilan.

## De nouvelles règles pour le leasing

Les «Exposure Draft Leases», publiées en 2010, s'efforcent d'harmoniser et d'améliorer la présentation des comptes en introduisant des règles semblables et en supprimant le crédit-

**Alessandro Farsaci**  
Wealth Management &  
Swiss Bank  
UBS SA

**Bruno Kurz**  
Wealth Management &  
Swiss Bank  
UBS SA

**Marc Soguel-dit-Piquard**  
Wealth Management &  
Swiss Bank  
UBS SA

## Projet de modèle actuel – l'exception confirme la règle

Modèles précédents et projet actuel de lease accounting en comparaison

	Preneur de leasing / locataire et bailleur / loueur	
Modèles précédents	Operating lease accounting	Finance lease accounting
Caractéristiques	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le bailleur assume les risques et les opportunités de l'objet loué / donné en leasing</li> <li>Traitement non comptable en tant qu'activité de location</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le locataire assume les risques et les opportunités de l'objet loué / donné en leasing</li> <li>Traitement comptable en tant qu'opération d'achat et de financement</li> </ul>
	Preneur de leasing / loueur	Bailleur / loueur
Projet de modèle actuel	Right of use	Receivable and residual
Caractéristiques	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hypothèse que les contrats locatifs comportent une composante de financement</li> <li>Tous les contrats locatifs sont comptabilisés de façon uniforme</li> <li>Aucune détermination de modèle nécessaire (cf. exceptions)</li> </ul>	
Application au bilan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Comptabilisation à l'actif du droit d'utilisation acquis à sa valeur actuelle</li> <li>Comptabilisation au passif de la valeur actuelle des engagements (versement des mensualités ou du loyer)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Comptabil. parmi les créances de leasing ou de loyer au niveau de la valeur act. pendant la durée du contrat</li> <li>Différence entre valeur comptable et valeur actuelle (valeur résiduelle)</li> </ul>
Exception pour les immeubles de rendement		<ul style="list-style-type: none"> <li>Le modèle ne prend pas en compte les immeubles de rendement («Investment Properties») au sens d'IAS 40</li> </ul>

bail d'exploitation. Ce projet prévoit que tous les droits et obligations liés aux contrats de location et de crédit-bail au sens du modèle de crédit-bail financier actuel apparaissent au bilan, qui présentera dorénavant une position financière nette (plus) véridique.

Depuis quelques mois, le développement de ce nouveau modèle connaît bon nombre de péripéties. Différentes propositions ont été discutées et rejetées. Le dernier accord, en octobre 2011, prévoit pour le locateur comme pour le locataire un modèle qui permettra de comptabiliser de manière uniforme tous les contrats de location et de crédit-bail, dans la mesure où ceux-ci sont essentiels au financement.

Les locataires et preneurs de leasing emploieront le modèle du droit d'usage (right of use). Celui-ci met à l'actif le droit d'usage du bien acquis pour la durée du contrat, tandis que les obligations de paiement des loyers et de remboursement des crédits-baux sont inscrites au passif, à leur valeur actuelle. Pour les locateurs en revanche, c'est le modèle des créances et résidus (receivables and residual) qui s'applique, avec deux exceptions: les contrats de courte durée (12 mois au maximum) et les biens immobiliers générant un rendement de rapports de la nouvelle norme comptable<sup>1</sup>.

Cependant, on est encore loin d'une convention définitive: les décideurs ont prévu de présenter au premier semestre 2012 un projet révisé. Son adoption est donc peu probable avant 2015.

### Effets sur le compte de pertes et profits aussi

Le passage du crédit-bail d'exploitation au modèle du droit d'usage affectera plusieurs postes; en général, la somme du bilan s'agrandit et le coefficient d'endettement augmente. Sur le compte de pertes et profits, le reclassement des dépenses de loyer en amortissement et intérêts dans le modèle du crédit-bail d'exploitation et dans le modèle du droit d'usage conduit à une hausse de l'EBITDA et de l'EBIT<sup>2</sup>. Les estimations de biens immobiliers deviendront moins stables, car les critères d'évaluation conjoncturels comme le taux de vacance ou, pour les baux de courte durée, les cours du marché devraient fluctuer plus fortement.

### Les entreprises suisses peu concernées

Ces nouveautés vivement débattues ne concernent que les sociétés qui appliquent les normes IFRS ou US GAAP, ce qui, selon un sondage de l'Université de Zurich, est le cas de 15% seulement des entreprises suisses non cotées de moins de 500 salariés. En fonction des dispositions définitives de la convention, les réductions de bilan au moyen de transactions de contrats de cessions-baux devraient se réduire. Tous les autres effets (comme l'afflux de liquidités) restent en l'état.

<sup>1</sup> Au sens de la définition IAS 40 («Immeubles de placement»).

<sup>2</sup> EBITDA = revenus avant intérêts, impôts, amortissements sur les immobilisations corporelles et sur le patrimoine immatériel; EBIT = revenus avant intérêts et impôts.

## Terminologie

Le **lease accounting** comprend les consignes d'établissement de bilan pour les contrats de location et de crédit-bail.

En fonction de la structuration du contrat, on distingue l'**operating lease** (contrat ordinaire de bail à loyer) et le **finance lease** (aussi appelé achat sur financement).

Un **sale and leaseback** (contrat de cession-bail) resp. **rentback** permet à une entreprise de vendre un bien immobilier à une société de leasing resp. un investisseur, pour la louer simultanément en retour à des fins d'exploitation.

L'idée de **right of use** (droit d'usage) exige que toutes les opérations de crédit-bail apparaissent toujours au bilan du preneur de crédit-bail. On ne peut donc plus distinguer entre le crédit-bail d'exploitation et le «finance lease».

**IFRS** (International Financial Reporting Standards) et **US GAAP** (International Financial Reporting Standards) sont des normes comptables reconnues à l'échelle internationale.



# Immobilier coté en bourse

kriz7 / Fotolia.com

## Actions immobilières – *le prix de la solidité*

**2012 devrait être une année solide pour les actions immobilières, mais peu spectaculaire par rapport aux dernières années. Les grands titres demeurent un placement de base pour les investisseurs conservateurs.**

2011 fut une année faste pour les actions immobilières, qui ont enregistré une croissance de 6,1% par rapport à l'année précédente, tandis que l'indice boursier suisse SPI chutait 7,7%. Cette surperformance s'explique par plusieurs raisons: d'une part, les sociétés immobilières ont affiché des résultats légèrement meilleurs que prévus en raison de la faiblesse des taux et du dynamisme du marché immobilier suisse. D'autre part, les titres immobiliers ont aussi bénéficié d'un allègement de la pression fiscale, en plus d'une légère appréciation de leur valeur. Depuis début 2011, les versements aux investisseurs privés de dividendes sur les actions suisses peuvent non seulement être exonérés d'impôts mais permettent en outre de réduire la réserve de capital.

En conséquence, la distribution de dividendes exonérés d'impôts sur les actions immobilières suisses, d'une durée de trois à quatre ans auparavant, devrait atteindre sept à neuf ans. Si l'on tient compte du fait que les actions immobilières suisses versent en général un dividende de 3 à 5% (ou 4 à 6% en équivalent imposable), il s'agit d'un rendement attractif comparé à celui des obligations de la Confédération à 10 ans (coupon inférieur à 1%).

### **Une année peu spectaculaire mais robuste en perspective**

Les placements immobiliers indirects résistent relativement bien à la crise. Les entreprises immobilières continueront d'afficher des résultats stables en raison de leur structure contractuelle à moyen et long terme et de la faiblesse des taux qui devrait perdurer. En cas de fléchissement de la conjoncture, les valorisations actuellement élevées des actions immobilières recèlent un risque de prise de bénéfice à court terme.

**Till Leisner**  
Investment Banking  
UBS SA

**Stefan R. Meyer**  
Wealth Management Research  
UBS SA

Dès que les perspectives conjoncturelles reparti-  
ront à la hausse et que les investisseurs se tour-  
neront de nouveau vers les placements cycli-  
ques, les prix des actions immobilières subiront  
une correction. Nous tablons sur le même scé-  
nario en cas de hausse inattendue des taux. A  
long terme, les placements immobiliers indirects  
de qualité offriront toujours des rendements  
solides, à défaut d'être exceptionnels.

**Les quatre grands dans le «championnat européen»**

Les quatre plus grandes sociétés immobilières  
sont cotées depuis 2000 à la Bourse suisse  
et sont de plus en plus appréciées, non seule-  
ment dans la Confédération, mais aussi en  
Europe. PSP Swiss Property, fondée par l'assu-  
reur Zurich, Swiss Prime Site (SPS), véhicule de  
placement de Credit Suisse, qui a fait l'acqui-  
sition en 2009 du groupe Jelmoli, et Allreal,  
issue du portefeuille immobilier d'Oerlikon-  
Bührle, forment aujourd'hui une part non né-  
gligeable de l'indice d'actions immobilières  
européen EPRA. L'inclusion de SPS dans l'EPRA  
en 2010, suivie de celle de Mobimo en 2011, a  
porté le poids des actions immobilières suisses  
de 5 à 10% de l'indice et assuré ainsi une po-  
pularité croissante à ces titres.

**Les actions immobilières suisses «exotiques»**

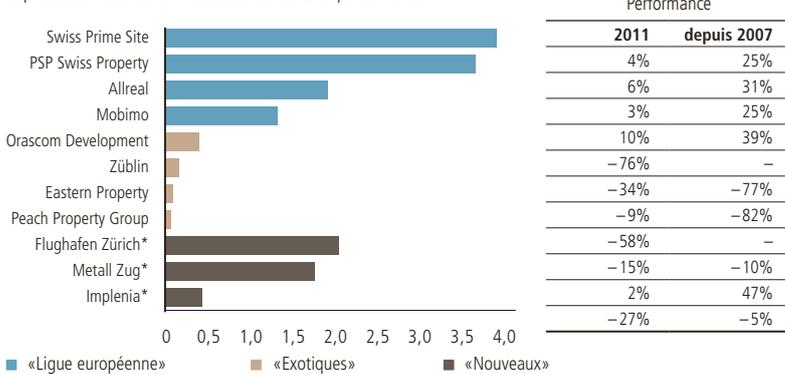
Züblin, ancien leader suisse du bâtiment, est  
aujourd'hui une société immobilière d'enver-  
gure européenne qui affiche un coefficient  
d'endettement supérieur à la moyenne natio-  
nale. Peach Property Group construit des rési-  
dences de luxe dans des sites européens prisés  
et Orascom Development des villes en Afrique  
du Nord et au Proche-Orient. La société pos-  
sède des hôtels gérés par de célèbres chaînes  
comme Mövenpick, Steigenberger, Club Med  
ou Four Seasons, et vend des villas et apparte-  
ments. La spécificité de l'action réside dans  
la grande réserve foncière (environ 120 mil-  
lions de m<sup>2</sup>) que l'entreprise aimerait concrétis-  
er à l'avenir. Toutefois, la performance du  
titre dépend aussi de l'évolution du «Printemps  
arabe» en Egypte ou à Oman. Eastern Pro-  
perty Group, un groupe contrôlé par le Norvé-  
gien Gustav Stenbolt, investit avec succès dans  
l'immobilier russe et prévoit une refonte totale  
de sa stratégie.

**Les «nouveaux», des actions industrielles en mutation**

Pour 2012, nous tablons sur un regain d'intérêt  
vis-à-vis des actions industrielles présentant un  
caractère immobilier assez marqué. Flughafen  
Zürich, qui possède et exploite l'aéroport de  
Zurich, est l'un des cinq premiers gérants immo-  
biliers de Suisse en termes de loyers annuels  
perçus. Le groupe étudie actuellement le projet  
de développement «The Circle», un projet im-  
mobilier mixte (50% de surfaces de bureau)  
représentant un volume d'investissement d'un  
milliard de francs suisses. Toutefois, l'activité  
aéroportuaire, avec ses implications politiques  
(plaintes contre les nuisances sonores ou exten-  
sions futures des capacités) accroît la volatilité  
de l'action. Metall Zug, un conglomérat d'entre-  
prises industrielles et de services, qui fabrique  
aussi des lave-linge sous la marque V-Zug et des  
lave-vaisselle pour la restauration sous la mar-  
que Gehrig, dispose d'un important portefeuille  
immobilier. Le conseil d'administration a laissé  
entendre qu'une cotation indépendante du  
portefeuille immobilier à la Bourse suisse était  
prévue en 2012. Le groupe suisse de BTP Imple-  
nia évolue vers un prestataire du bâtiment inté-  
gré doublé d'un propriétaire et promoteur im-  
mobilier. Le groupe possède 1,3 millions de m<sup>2</sup>  
ainsi que les droits d'achat de 330 000 m<sup>2</sup> sup-  
plémentaires.

**Bonne performance de la «ligue européenne» en 2011**

Capitalisation boursière en milliards de francs et performance\*\*



Sources: Bloomberg, UBS WMR

\* Part des bénéfices d'exploitation imputable à l'immobilier: Flughafen Zürich 40 à 50%, Metall Zug 20%, Implenia 60 à 70%

\*\* Evolution des cours, dividendes inclus, depuis janvier 2007 ou janvier 2011 (situation au 21 décembre 2011)  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

### Les «nouveaux», plus attractifs

Les «grands» demeurent un placement de base sans surprise pour les investisseurs conservateurs. Les «exotiques» affichent un potentiel de cours élevé à moyen terme mais ne sont pas dénués de risque si les ajustements stratégiques en cours ne se déroulent pas comme prévu. Les actions s'adressent donc aux investisseurs capables de suivre de près et d'analyser les résultats des entreprises. Les «nouveaux» sont plus volatiles en raison de leur composante industrielle mais affichent en ce moment une valorisation plutôt attractive par rapport aux «grands».



Sage 78 / Dreamstime.com

## Fonds immobiliers – *le pari gagnant dans le contexte actuel*

**Les fonds immobiliers suisses cotés en bourse combinent bonne performance et diversification du portefeuille. Vu la faiblesse actuelle des taux, la demande en fonds immobiliers devrait rester robuste en 2012, malgré une valorisation assez élevée.**

Les fonds immobiliers, contrairement aux autres catégories de placement, offrent une performance visible, performance annualisée d'environ 5% depuis 2000. Les actions ou les obligations ne peuvent pas se targuer d'un tel chiffre, avec respectivement 0,3% pour le SPI et 4,3% pour les emprunts de la Confédération à long terme.

### Fonds immobiliers et immobilier direct: une évolution similaire

La comparaison entre les fonds immobiliers suisses cotés en bourse (par l'intermédiaire de l'indice SXI Real Estate Funds TR) et l'indice immobilier de la CAFI, qui contient l'indice des placements immobiliers des fondations de placement suisses en fonction de la valorisation (à

partir de la valeur d'inventaire nette<sup>1</sup>; réplique l'évolution de valeur du marché immobilier suisse direct), révèle qu'entre 2000 et 2011, les deux indices ont évolué en parallèle. Il semblerait que les fonds immobiliers cotés suisses soient une bonne mesure du marché suisse de l'immobilier direct. Ils ont par ailleurs l'avantage d'offrir une certaine liquidité au niveau boursier.

Introduire un produit reproduisant le marché de l'immobilier direct constitue un élément de diversification pour un portefeuille d'actions ou d'obligations. Les actions immobilières ne peuvent actuellement pas offrir un tel effet de diversification puisqu'elles sont plus fortement corrélées aux marchés des actions et ne sont donc pas à l'abri des incertitudes mondiales.

### Agios élevés mais justifiés

Ces dernières années, les agios (la différence positive entre le cours de bourse et la valeur

**Dalibor Maksimovic**  
Global Asset Management  
UBS SA

<sup>1</sup> Les véhicules de placement basés sur la valeur d'inventaire nette (VAN) ne sont pas cotés et n'affichent donc aucun agio (différence positive entre le cours et la VAN) boursier.

d'inventaire nette) des fonds immobiliers ont dépassé leur moyenne à long terme, d'environ 15%. Vu le contexte économique actuel, les raisons en sont multiples: la faiblesse historique des taux, les incertitudes mondiales, le vif intérêt des investisseurs, le fort différentiel de rendement (rendement sur distribution supérieur d'environ 2% à celui des emprunts de la Confédération à 10 ans), la stabilité des rendements, la protection assurée à l'investisseur, etc., attisent la demande en fonds immobiliers. De plus, ces fonds recèlent toujours un potentiel interne attractif (par ex. rénovation) susceptible d'être exploité à l'avenir.

**Diversité croissante des placements**

La palette de produits des fonds immobiliers s'élargit en permanence, soit directement, soit indirectement via les ETF (Exchange-Traded Funds, en général des fonds cotés à gestion passive qui répliquent l'évolution de valeur d'un indice). De plus, des fonds immobiliers qui investissent en dehors de la Suisse et proposent donc une diversification géographique apparaissent sur le marché. De nouveaux styles de placement font également leur apparition, comme les placements dans l'immobilier com-

mercial en dehors des centres-villes avec un potentiel de croissance fixée, ou bien de nouvelles structures de fonds, comme les premières SICAV immobilières cotées (sociétés d'investissement à capital variable) de Suisse.

**L'évolution des taux, un critère clé pour évaluer les fonds**

Les taux impactent les fonds immobiliers de diverses manières: lors de la recherche de financements tiers, lors de l'évaluation des biens ou au niveau du potentiel de hausse des loyers. Le caractère progressif ou abrupt de la hausse est un élément déterminant. Dans le premier cas, le fonds immobilier propriétaire d'un immeuble peut souvent relever les loyers. Comme les loyers sont souvent indexés sur les taux de référence, des hausses brusques des taux entraînent souvent une réduction drastique du différentiel de rendement par rapport aux autres catégories de placement, et donc une perte d'attractivité pour le fonds. Le contexte économique actuel présage un maintien des taux d'intérêt à leur faible niveau pendant longtemps. Les fonds immobiliers cotés suisses ne devraient donc pas perdre la faveur des investisseurs de sitôt.

**Aperçu de l'immobilier coté en bourse**

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

	2011	2010	2009	2008	5 ans <sup>1</sup>
<b>Actions immobilières</b>					
Rendement total	6,1	24,7	16,9	-11,2	8,8
Corrélation avec le Swiss Performance Index <sup>2</sup>	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5
Moy. des chiff. d'aff. j. de la bourse (mio. de CHF)	22,3	19,5	14,8	16,2	14,6
Primes estimées <sup>3</sup>	11,2	5,6	-6,4	5,7	7,6
<b>Fonds immobiliers</b>					
Rendement total	6,8	5,7	19,6	0,5	5,1
Corrélation avec le Swiss Performance Index <sup>2</sup>	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Moy. des chiff. d'aff. j. de la bourse (mio. de CHF)	16,3	18,1	15,8	12,0	12,9
Agios estimés <sup>3</sup>	24,8	20,0	10,8	5,4	13,5
<b>Benchmark</b>					
Rendement total fondations de placement immobilières	5,5	4,9	5,1	4,6	4,9
Rendement total Swiss Performance Index	-7,7	2,9	23,2	-34,0	2,5
Rendement total Swiss Bond Index («AAA»)	7,6	3,6	4,2	8,8	3,2

<sup>1</sup> Moyenne: 2006 à 2010

<sup>2</sup> Valeur entre -1 (= effet de diversification total) et 1 (= aucun effet de diversification)

<sup>3</sup> Suppléments sur les valeurs d'inventaire nettes d'actions immobilières (primes) et de fonds immobiliers (agios)

Sources: Bloomberg, UBS WMR

# Un vent nouveau *requiert et encourage* le 2<sup>e</sup> pilier

**Les institutions de prévoyance investissent une bonne part de leurs fonds dans l'immobilier, les détiennent encore en grande partie directement et les évaluent elles-mêmes. Or la tendance vers la professionnalisation, suite à la réforme structurelle, les contraint à repenser leur stratégie.**

La réforme structurelle de la prévoyance professionnelle approuvée par le Parlement en mars 2010 doit renforcer la transparence et la crédibilité du 2<sup>e</sup> pilier. Les amendements à la LPP<sup>1</sup> et les dispositions des ordonnances correspondantes placent au premier plan les responsables des institutions de prévoyance.

## Gouvernance, transparence, indépendance

Les dispositions centrales portant sur la gouvernance et la transparence, qui contiennent des changements substantiels en matière de consignes d'intégrité et de loyauté et d'opérations juridiques avec les proches, sont entrées en vigueur au 1<sup>er</sup> août 2011. Elles visent à éviter les conflits d'intérêt et remettent en question les doubles fonctions; par exemple, le dirigeant d'une institution de prévoyance ne peut plus assumer en même temps la fonction de gérant du portefeuille immobilier. En outre, le négoce propre de titres échangés pour le compte de l'institution est désormais interdit. Aussi, aucun contrat permanent ne peut être conclu avec une personne présente ou représentée dans les instances dirigeantes. Toute personne active dans la gestion d'une institution de prévoyance doit déclarer chaque année au comité de contrôle ses prises d'intérêt éventuelles. Enfin, le comité de contrôle vérifie toutes les procédures et personnes.

Avec cette réforme, les fondations de placement reçoivent pour la première fois un fondement explicite au niveau de la loi et des ordonnances. Les dispositions régissent avant tout la pratique actuelle. Les changements entrant en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2012 visent essentiellement à déconcentrer les responsabilités et à assurer l'indépendance des autorités de surveillance. Dorénavant, la surveillance directe de toutes les institutions de prévoyance, jusqu'ici

assurée à l'échelon fédéral, est entièrement confiée à des autorités indépendantes, cantonales ou régionales. La surveillance suprême est exercée par une commission officielle indépendante dotée de son propre secrétariat.

La réforme structurelle a été précédée, le 1<sup>er</sup> janvier 2009, par l'adaptation des consignes d'investissement pour les caisses de pension, les institutions de libre passage et les fondations du pilier 3a. Pour les actifs immobiliers, des limites individuelles et catégorielles ont été fixées. La part autorisée de l'immobilier dans les fonds totaux a été abaissée de 50 à 30%, dont un tiers au maximum peut être investi à l'étranger; comme par le passé, un bien immobilier unique ne peut excéder 5%. Le but de ces ajustements est de simplifier et de réduire les entraves aux investissements; il est désormais plus facile de les diversifier à l'échelle internationale.

## Professionnaliser l'activité immobilière

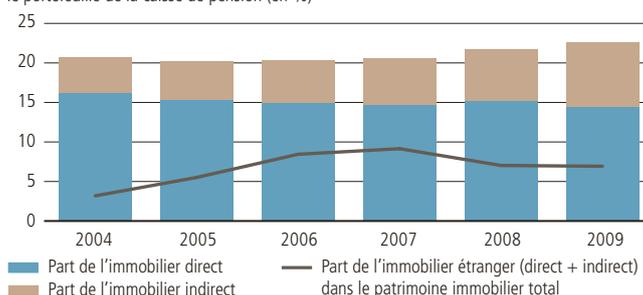
Les nouvelles règles devraient rendre plus «professionnels» les structures et les processus. Pour se conformer aux exigences de transparence et de bonne gouvernance dans la gestion de fortune, les institutions (de petite et moyenne taille surtout) devront revoir leur stratégie immobilière, ce qui devrait exiger une adaptation de la stratégie immobilière et donc une action au niveau de l'administration des patrimoines immobiliers. Des questions stratégiques surgissent, comme l'organisation transparente des tâches de gestion, la sélection des experts externes ou la formation adéquate des

**Urs Fäs**  
Global Asset Management  
UBS SA

**Béatrice Gollong**  
Global Asset Management  
UBS SA

## Poids croissant de l'immobilier dans les portefeuilles des caisses de pension

Part des investissements directs et indirects ainsi que part de l'immobilier étranger dans le portefeuille de la caisse de pension (en %)



Sources: OFS, chiffres des caisses de pension pour 2009

<sup>1</sup> Loi fédérale du 25 juin 1982 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP).

dirigeants, gestionnaires et collaborateurs internes. La complexité et les exigences d'efficacité dans la gestion des portefeuilles s'étant accrues, les institutions de prévoyance doivent disposer des ressources et du savoir-faire nécessaires, ainsi que de systèmes informatiques performants.

La professionnalisation de la gestion immobilière peut avoir diverses conséquences: une possibilité est la création ou l'expansion d'unités internes spécialisées. Les grosses caisses de pension peuvent supporter les investissements que cela entraîne; pour les institutions plus modestes, la solution pourrait être d'externaliser la gestion immobilière à un gérant de portefeuille professionnel dans le cadre de mandats de tiers. Elles pourront donc se concentrer sur leurs missions et compétences principales, sans perdre leur influence directe ni leurs propriétés existantes. La surveillance du mandataire externe incombe toutefois toujours à l'institution de prévoyance; mais il est possible de renouveler l'appel d'offres, pour plus de flexibilité.

D'une manière générale, c'est dans le secteur immobilier que se trouvent d'autres structures permettant de garantir une gestion transparente et pérenne des actifs: les grandes institutions de prévoyance peuvent placer ceux-ci dans un groupe de placements à propriétaire unique, ou encore créer leur propre fondation de placement. Elles soulagent ainsi leur travail administratif tout en conservant, en tant qu'investisseurs uniques, une grande autonomie décisionnelle et en profitant des avantages d'un véhicule de placement collectif ainsi que d'une gestion professionnelle du portefeuille. Elles échappent par ailleurs aux droits patrimoniaux; cela signifie qu'elles délèguent les biens immobiliers et leur gestion, mais conservent la responsabilité stratégique et le pouvoir de décision.

#### **Vers plus d'investissements indirects**

Ces dernières années, on a constaté chez les institutions de prévoyance de petite ou moyenne taille une tendance nette vers les placements immobiliers indirects (cf. illustration). Cette tendance se renforcera surtout pour les institutions qui ne disposent pas encore d'un service établi et

autonome de gestion immobilière. Une meilleure diversification, la concentration sur les missions centrales, la réduction des coûts et le soulagement des tâches administratives, ainsi que la souplesse et la liquidité accrues de l'investissement immobilier encouragent le passage aux investissements indirects.

Les institutions de prévoyance ont deux options pour profiter des avantages de l'investissement indirect. Elles peuvent faire de leur portefeuille immobilier un apport en nature à une fondation de placement existante en profitant, en échange, de prétentions vis-à-vis de cette fondation; ou alors, elles peuvent revendre bien par bien et réinvestir les produits de la vente dans des véhicules collectifs tels que fondations, actions ou fonds immobiliers. La plupart des fondations de placement n'étant pas ouvertes à de nouvelles souscriptions, les institutions de prévoyance privilégient souvent l'apport en nature.

### ***L'immobilier et les institutions de prévoyance***

L'immobilier occupe une place importante dans l'allocation des actifs de ces institutions. L'immobilier détenu directement – surtout des immeubles résidentiels – est au cœur de la stratégie de placement de beaucoup d'entre elles. Le flux de trésorerie constant provenant des loyers et l'appréciation éventuelle des biens procurent aux institutions de prévoyance des revenus stables et précieux, permettant d'assurer le rendement minimal fixé par la LPP pour les avoirs de prévoyance placés dans les caisses de pension suisses. En 2009, d'après les chiffres de l'Office fédéral de la statistique sur les caisses de pension, la part de l'immobilier (investi en Suisse et à l'étranger) dans la somme du bilan des institutions de prévoyance s'élevait à 16%, soit environ 95 milliards de francs. Cela place l'immobilier au troisième rang, derrière les emprunts obligataires (38%) et les actions (26%); sa part a légèrement augmenté au cours des dernières années. Les investissements dans l'immobilier peuvent se faire sous la forme d'acquisition directe par les institutions de prévoyance, ou comme placement indirect, en Suisse comme à l'étranger. En 2009, plus de 90% des actifs immobiliers des caisses de pension se situaient dans le marché suisse, avec une augmentation ces dernières années de la part des placements immobiliers indirects (actuellement à près de 40% du total).

# Placements immobiliers mondiaux *comme compléments de portefeuille*

**Les placements immobiliers internationaux sont attractifs pour les investisseurs actifs sur les marchés mondiaux des actions et des obligations, car ils améliorent le profil rentabilité/risque du portefeuille. La diversification mondiale est encore plus importante pour l'immobilier que pour les actions.**

L'intégration croissante des marchés financiers internationaux a renforcé la corrélation entre les marchés des actions nationaux, en particulier ces deux dernières décennies, et limité leurs effets de diversification. Alors que les investisseurs recherchent de nouvelles catégories de placement aux propriétés de diversification intéressantes, les biens immobiliers attirent de plus en plus leur attention.

Contrairement aux sociétés anonymes cotées et bien positionnées au niveau international, les entreprises immobilières agissent souvent à l'échelle nationale. Outre les risques propres à leur secteur, les placements dans de telles sociétés impliquent donc plus de risques nationaux que mondiaux. Ainsi, un portefeuille immobilier tourné vers le marché intérieur offre une diversification moindre qu'un portefeuille d'actions comparable. Il est donc judicieux de disperser ses placements immobiliers à l'échelle mondiale. Les sociétés anonymes immobilières cotées et les Real Estate Investment Trusts (REIT), qui ont mondialement gagné en importance ces dix dernières années, constituent des véhicules de placement adaptés.

## Le potentiel de diversification des placements immobiliers indirects mondiaux

La question centrale qui se pose aux investisseurs est la suivante: les REIT offrent-ils des capacités de diversification supplémentaires, ou un portefeuille d'actions et d'obligations mondiales suffit-il à exploiter toutes les possibilités de diversification? Pour répondre à cette question, nous avons considéré l'univers de placement le plus représentatif possible en nous intéressant aux marchés immobiliers titrisés de l'Australie, de Hong Kong, du Japon et de Singapour pour la région Asie-Pacifique; du Canada et des Etats-Unis pour l'Amérique du Nord; de la France, de la Grande-Bretagne et des Pays-Bas pour l'Europe. Ces marchés, qui

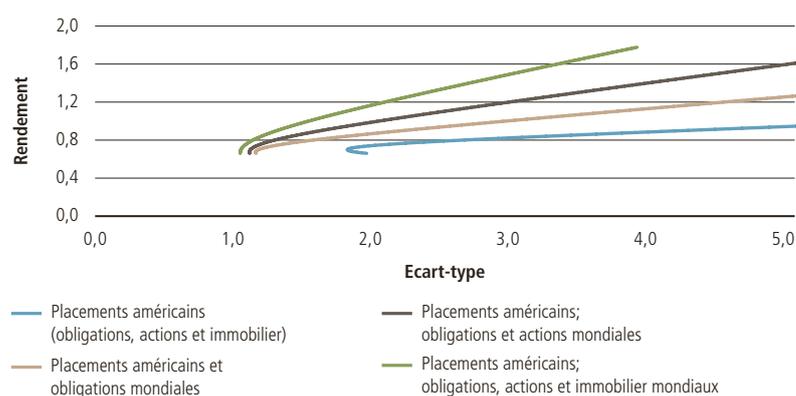
représentent plus de 75% de la capitalisation boursière des actions immobilières mondiales, couvrent différentes zones monétaires ainsi que plusieurs régions géographiques et économiques. Notre étude montre que, sur une période de 24 ans, un portefeuille d'actions et d'obligations à orientation internationale affiche un profil rentabilité/risque sensiblement meilleur lorsqu'il est complété par des placements immobiliers internationaux.

Le portefeuille initial était composé de bons du Trésor, d'actions et de REIT américains. Dans une première étape, nous étudions le rendement supplémentaire généré, pour un niveau de risque donné, par l'intégration d'obligations d'autres Etats. Nous élargissons ensuite le portefeuille à des actions de ces mêmes Etats, obtenant ainsi une bonne diversification géographique en actions et en obligations, en plus d'une participation au marché américain des REIT. Lorsque l'on intègre à ce portefeuille déjà bien diversifié des placements dans des marchés immobiliers mondiaux titrisés, on constate que ces derniers le complètent judicieusement. L'intégration de placements immobiliers internationaux titrisés augmente le rendement maximal ajusté au risque de 22% par rapport à un portefeuille composé d'actions et d'emprunts internationaux. Les résultats ont été plutôt stables pendant la période considérée, sauf pendant les périodes de crise où la corrélation entre presque toutes les catégories de

**Prof. Dr Felix Schindler**  
Centre pour la recherche  
économique européenne  
Mannheim, Allemagne

## Meilleur rendement grâce aux placements immobiliers internationaux

Rendement et écart-type (risque) de divers portefeuilles (mensuel, en %)



Sources: calculs internes à partir des données de Thomson Financial Datastream  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

placement a tendance à augmenter, réduisant ainsi les effets de diversification.

### **L'influence des risques de change sur le potentiel de diversification**

Il convient également de se demander quelle est l'influence du risque de change lié aux placements internationaux sur le potentiel de diversification. Lorsqu'il réalise des placements à l'international, l'investisseur doit gérer l'évolution non seulement de la valeur de son bien, mais aussi du taux de change. Il peut cependant se prémunir contre le risque change en recourant notamment à des contrats à terme sur les devises: il ne s'expose alors qu'au risque intrinsèque au bien, et non aux fluctuations du taux de change, très volatiles et imprévisibles. En outre, la couverture du taux de change réduit nettement la corrélation entre les rendements des différentes catégories de placement, puisque les facteurs spécifiques à celles-ci deviennent prépondérants. Les portefeuilles disposant d'une couverture du risque de change bénéficient alors d'un rendement supplémentaire ajusté au risque d'environ 10%, et d'une meilleure diversification.

### **Les REIT: attractifs, même sur le long terme**

Les REIT présentent à court terme une forte corrélation avec les marchés des actions, mais celle-ci baisse au fil du temps. Ainsi, lorsque l'on considère l'évolution de la valeur des REIT avec horizon de placement croissant, on constate que ces derniers sont en grande partie placés dans des biens immobiliers, car la corrélation avec le marché direct de l'immobilier augmente. On constate la même tendance pour le profil rentabilité/risque des REIT. Une fois les indices des REIT et les indices des placements immobiliers directs corrigés des différences de coefficient d'endettement, de l'orientation stratégique, géographique et sectorielle et de la méthode d'évaluation, ces deux catégories de placement présentent des profils rentabilité/risque très similaires. De par leur cotation boursière quotidienne et leurs faibles frais de transaction, les REIT constituent un produit de placement d'une grande flexibilité qui reflètent par ailleurs à long terme les évolutions du marché de l'immobilier.

### **Evolutions actuelles et perspective**

Comme les turbulences des marchés financiers internationaux pourraient persister, du moins à court terme, les possibilités de diversification par des placements immobiliers titrisés restent limitées. La part des placements immobiliers dans les portefeuilles devrait cependant s'accroître, en raison justement de l'intégration croissante des marchés, qui limite les effets de diversification des placements internationaux en actions. L'immobilier mondial restera donc un élément clé du portefeuille à l'avenir, et les REIT permettent justement aux investisseurs de prendre part à l'évolution des marchés immobiliers mondiaux. En périodes de fortes fluctuations des taux de change et de grandes incertitudes macroéconomiques, les investisseurs doivent également se prémunir contre les risques de change liés à leurs placements internationaux, à moins qu'ils ne souhaitent s'impliquer de façon ciblée et active sur les marchés monétaires.

### ***Attractivité et avantages des REIT***

Les REIT sont des instruments de placement immobilier mondialement reconnus et largement répandus. Leurs structures juridiques diffèrent d'un pays à l'autre, mais ils possèdent plusieurs points communs: leur patrimoine consiste essentiellement en des biens immobiliers, leurs rendements doivent provenir largement de la gestion des immeubles et ils sont soumis à des exigences élevées en termes de distribution. Comme il s'agit d'un produit fiscalement transparent, les rendements ne sont pas imposés au niveau des REIT mais seulement des actionnaires. Les REIT et les ETF sur REIT sont des produits liquides car cotés en bourse qui répliquent les marchés immobiliers mondiaux à moindre coût tout en permettant de diversifier son portefeuille même avec un faible volume de placement. S'ils sont soumis à court terme aux fluctuations des marchés financiers, ils présentent à long terme des rendements et des risques comparables à ceux des placements directs. Par rapport à ces derniers, les REIT constituent donc un produit intéressant en raison de leur transparence, de leur simplicité de négociation, de leurs frais de transaction réduits et de leur flexibilité.

# Les actions immobilières mondiales

## *trois ans après la crise*

**Les actions immobilières ont perdu 70% de leur valeur entre 2007 et 2009. Fin 2011, elles ont rattrapé près de la moitié de ces pertes. Ces fortes fluctuations sont notamment dues à des valorisations distordues. La reprise est lente et les risques ne doivent pas être sous-estimés.**

En février 2007, la période d'euphorie amorcée en 2003 a atteint son apogée et déclenché, à l'insu de tous, une crise financière dont nous ne nous sommes toujours pas complètement remis. Le marché, qui affichait des signes clairs de surchauffe et de surévaluation il y a cinq ans, a fini par plonger brutalement. La hausse très rapide des taux d'intérêt et des primes de risque a rendu les coûts des fonds de tiers pour les entreprises immobilières insoutenables en raison du surendettement général. Ensuite, une vague de ventes, notamment de placements immobiliers financés par l'emprunt, a eu des conséquences déflationnistes sur l'économie globale. Si l'on prend pour référence l'immobilier coté international, la bulle immobilière mondiale a mis huit trimestres à exploser complètement, anéantissant ainsi 70% de la valeur boursière. Les actions immobilières ont ensuite augmenté d'environ 120% (situation en novembre 2011) par rapport à leur niveau le plus bas pour atteindre aujourd'hui 50% de leur pic de valeur de 2007. Ces fluctuations s'expliquent de nouveau par des distorsions dans la valorisation des placements immobiliers.

### Première erreur d'appréciation: la surévaluation des valeurs réelles

En février 2007, les sociétés cotées s'échangeaient avec une majoration par rapport aux valeurs d'inventaire nettes (ou VAN: la valeur de l'actif immobilier moins les engagements) estimée à 32%. L'achat direct d'un immeuble n'aurait pas impliqué le paiement de cette majoration.

Dans le même temps, le rendement des gains (rapport entre le bénéfice par action et le cours) dépassait à peine 5%, soit un niveau historiquement bas. Ce ratio (bénéfice par action par rapport au cours de l'action) représente une sorte de rémunération de l'action qui prend également en compte les composantes de risque. A titre de comparaison, le rende-

ment des bons du Trésor américain à dix ans était de 4,8% en février 2007. Les actions immobilières intégraient ainsi une prime de risque théorique de 0,2%, soit quasi inexistante. Les investisseurs, éblouis par des valeurs immobilières gonflées et par la perspective de gains en capital, ont donc négligé les risques.

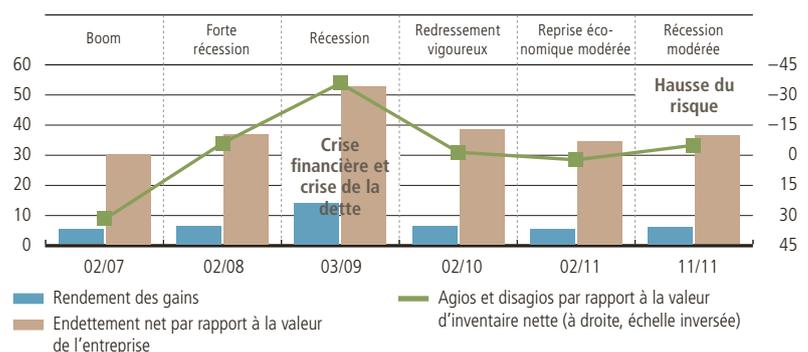
Thomas Veraguth  
Wealth Management Research  
UBS SA

### Deuxième erreur: le surendettement est passé inaperçu

L'ampleur du surendettement n'est apparue qu'après la correction enregistrée par les cours des actions immobilières. Le rendement des gains a dépassé 14% en mars 2009, soit une prime de risque extrêmement élevée de 10,5%. Dans le même temps, le rapport entre l'endettement et la valeur de l'entreprise a augmenté de façon marquée. La valeur de l'entreprise correspond à sa valeur de rachat, sachant que les liquidités disponibles sont déduites des dettes, qui ne comptent donc pas dans la valeur totale. Les sociétés immobilières, qui ont vu la valeur de leurs actifs plonger, ont soudain été confrontées à un endettement colossal et à une stabilité financière brusquement dégradée. Au portefeuille immobilier inchangé, on peut considérer que les sociétés immobilières ont essuyé une perte directe globale d'un tiers de la valeur immobilière en raison du décalage entre l'endettement et l'actif du bilan. La perte a été particulièrement marquée au niveau des immeubles industriels et de bureau, plus volatils, avec respectivement 40 et

### Augmentation des risques de marché dans le cycle immobilier

Rendements, agios et endettement (toutes les valeurs en %)



Sources: UBS IB, UBS WMR (situation en novembre 2011)

Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

53%. Les immeubles commerciaux et d'habitation sont restés plutôt à l'abri de la crise, malgré une perte respective de 17 et de 19%.

### **Reprise timide, capacité bénéficiaire réduite et augmentation des risques**

Depuis la crise financière, seules les sociétés immobilières installées à Hong Kong ont atteint de nouveaux sommets. Ces dernières sont même les seules à afficher un cours supérieur d'un tiers à leur niveau en février 2007 (situation en novembre 2011). En Grande-Bretagne, la reprise est plus modérée: les actions immobilières sont encore loin de leur maximum historique. En revanche, le marché s'est remis plus rapidement aux Etats-Unis, les cotations ayant triplé. Toutefois, les investisseurs ayant acquis des sociétés immobilières américaines, européennes et japonaises en février 2007 affichent toujours une perte comptable. Les actions immobilières mondiales ne se sont pas encore rétablies.

En outre, une première phase de reprise est déjà achevée. En février 2011, les actions immobilières affichaient de nouveau un agio par rapport aux valeurs d'inventaire nettes. Quatre ans après avoir atteint leur dernier sommet, leur valorisation n'était donc plus attractive. Cependant, le cours de certaines sociétés immobilières est encore inférieur à celui de février 2007, ce qui indique qu'elles ont perdu durablement en capacité bénéficiaire pendant la crise.

Actuellement, la conjoncture s'assombrit de nouveau. Le ratio endettement/VAN et le rendement des gains se remettent donc à augmenter. Les sociétés immobilières s'échangent à nouveau avec un disagio par rapport aux VAN estimées. Nous entrons donc dans une nouvelle phase du cycle immobilier associée à une augmentation des risques. En raison de la mauvaise situation macroéconomique actuelle, les actions immobilières devraient continuer à perdre de leur valeur avant d'en reprendre lors de la prochaine phase.

### **Tenir compte du cycle**

L'évaluation immobilière repose essentiellement sur des hypothèses et des prévisions. Or, ces dernières, exceptionnellement cycliques, alimen-

tent les fluctuations du cycle immobilier. Depuis février 2007, nous avons assisté à six phases de ce cycle (cf. schéma p. 37). La première est celle du boom des actions immobilières, caractérisée par un faible rendement des gains, un endettement modéré par rapport à la valeur de l'entreprise et une majoration significative du cours par rapport à la valeur d'inventaire nette. En mars 2009, au moment du pic de la crise financière, le rendement des gains ainsi que le rapport entre l'endettement et la valeur de l'entreprise atteignaient des niveaux record, et les actions immobilières s'échangeaient avec un fort disagio.

La phase de reprise a été le point d'entrée idéal. Cette période de reprise vigoureuse est cependant achevée. Etant donné l'augmentation des risques qui caractérise la phase actuelle, nous déconseillons d'entrer sur le marché. Nous recommandons aux investisseurs souhaitant conserver leurs placements immobiliers de se diversifier. Nous privilégions les sociétés qui misent sur la qualité et non sur le rendement et dont les finances sont solides.

## ***Bien se positionner en période de ralentissement***

Les sociétés immobilières cotées offrent des possibilités de diversification. Lors d'une période de ralentissement économique, nous conseillons un positionnement défensif et une sélection de régions, secteurs et entreprises. Nous préférons les grandes capitalisations, qui gèrent surtout des immeubles de très bonne qualité et au fort taux d'occupation dans des marchés très développés tels que les Etats-Unis, la Grande-Bretagne, le Japon, la France, l'Allemagne ou la Suisse. Les entreprises engagées dans de nombreux projets de développement risqués sont à éviter, car les éventuelles difficultés de commercialisation augmentent le risque de vacance des immeubles. Certaines entreprises immobilières des pays émergents et d'une grande partie de l'Asie présentent ce profil.

En période de ralentissement, nous privilégions les secteurs défensifs comme l'immobilier commercial ou d'habitation et ne considérons que peu d'entreprises d'immobilier industriel ou de bureau. Des titres présentant un rendement sur dividendes élevé et durable ou des cours modérés sans être faibles ont également leur place dans notre sélection. Nous accordons aussi une grande importance à une stratégie de financement tiers prudente qui garantit une stabilité financière grâce aux taux d'intérêt fixes et aux échéances à long terme.



## Questions et réponses *autour de l'immobilier*

### Advisory immobilier



Conseil orienté valeur ajoutée pour entreprises, investisseurs privés et institutionnels, caisses de pension • Real Estate Corporate Finance • Conseil en stratégie et transactions • Lifecycle Advisory

#### **Je suis entrepreneur; puis-je utiliser mes biens immobiliers professionnels comme source de financement pour une éventuelle croissance de mes activités centrales?**

Un bien immobilier professionnel peut procurer des liquidités de diverses manières: par une vente en l'état (plus d'utilisation professionnelle), une cession-bail pour continuer l'activité («sale & rentback»), un transfert partiel dans un véhicule immobilier ou encore une avance hypothécaire sur fonds de tiers. Les contrats de location, financement ou vente peuvent être façonnés en fonction de la situation de la propriété ou de l'entreprise. De telles solutions, que ce soit pour les entreprises, les particuliers ou les institutions, sont d'ordinaire stratégiques, interdisciplinaires et spécifiques au cycle de vie.

**Oliver Hofmann**  
Wealth Management & Swiss Bank  
UBS SA

### Brokerage immobilier



Vente d'habitations haut de gamme à partir de 5 millions de francs • Placement de terrains à bâtir à situation exceptionnelle • Assistance immobilière spécialisée lors de délocalisations

#### **A quoi faut-il faire attention lors de la vente de propriétés haut de gamme?**

Chaque transaction immobilière doit être adaptée individuellement à l'objet en question ainsi qu'aux besoins et à la situation du vendeur. Les exigences de discrétion, l'horizon temporel et les attentes pécuniaires ne sont que quelques-uns des paramètres à définir avant la mise sur le marché. Lors du choix du conseiller personnel, il faut s'assurer que celui-ci dispose de connaissances approfondies du secteur, de la finance et du déroulement des transactions, ainsi que d'un réseau de contacts étendu.

**Robin Müller**  
Wealth Management & Swiss Bank  
UBS SA

## Produits hypothèques



Financements de constructions • Hypothèques à taux fixe et Libor • Solutions hypothécaires sur mesure • Produits à taux garantis • Services liés au financement d'un logement

### Les hypothèques à taux fixe actuelles jouissent de taux historiquement bas; doit-on les prolonger dès maintenant?

Si on s'attend, à l'échéance d'une hypothèque à taux fixe, à ce que les taux d'intérêt augmentent, il faut peut-être envisager une hypothèque dite «à terme», avec un versement reporté. Une telle solution est particulièrement adaptée lorsque le supplément de taux à payer est faible, et inférieur à la hausse des taux d'intérêt attendue. Les hypothèques fixes à terme peuvent être conclues jusqu'à 360 jours avant le versement.

**Alfred Ledermann**  
Wealth Management & Swiss Bank  
UBS SA

### Est-il intéressant de combiner différentes durées hypothécaires? Si oui, lesquelles?

Si les durées de plusieurs tranches d'hypothèques sont échelonnées, seule une partie du financement global arrive chaque fois à échéance, et doit être recalculée sur la base des taux d'intérêt du moment. Le risque est donc réduit de devoir renégocier l'ensemble du financement dans une période de taux d'intérêt élevés. Les échéances des hypothèques à taux fixe devraient idéalement être espacées de deux ans environ, et chacune s'étendre sur trois ans au minimum. Deux ou trois tranches de financement sont conseillées, chacune d'au moins 150 000 CHF.

**Rudolf Ledergerber**  
Wealth Management & Swiss Bank  
UBS SA

## Asset Management immobilier mondial



Accès à des produits de placement immobilier directs et indirects mondiaux • Développement de stratégies de placement immobilier internationales • Deuxième plus grand gestionnaire d'actifs immobiliers au monde

### Quels avantages y a-t-il à étendre son exposition à l'immobilier vers les marchés étrangers?

Cela multiplie par 74 l'univers des placements d'un investisseur suisse; traverser la frontière ouvre un monde de diversification régionale et sectorielle. De plus, à l'étranger, pénétrer le marché peut se faire à différents stades de développement, ce qui peut accroître substantiellement les rendements. Car après les corrections souvent cuisantes des dernières années, beaucoup de régions n'ont pas encore connu de véritable réappréciation.

**Urs Fäs**  
Global Asset Management  
UBS SA

## Asset Management immobilier suisse



Une vaste gamme de produits de placement immobilier suisses • Des solutions institutionnelles orientées vers le client et le marché • Leader des fonds immobiliers en Suisse

### Le niveau actuel des prix des immeubles de rapport est-il durable?

Le rendement des immeubles de rapport a chuté en corrélation avec le taux d'intérêt sans risque des obligations fédérales. En conséquence, la prime de risque pour les placements immobiliers est restée presque inchangée; la hausse des prix est donc due au manque d'alternatives bien plus qu'à l'aversion au risque. Le principal risque de correction des prix réside dans une hausse brutale des taux d'intérêt. Une hausse lente de ceux-ci serait bien moins dangereuse, les mécanismes d'ajustement des loyers ayant des effets positifs sur les rendements.

**Marcin Paszkowski**  
Global Asset Management  
UBS SA

## Conseil en prévoyance



Conseil en prévoyance et en risque • Optimisation de la structure patrimoniale • Mise à profit des droits de prévoyance issus des 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> piliers dans les financements

### Y a-t-il des conditions au retrait des avoirs en caisse de pension, lors de l'acquisition d'un bien immobilier?

Oui, les conditions sont:

- Possibilité de les utiliser pour l'acquisition ou la construction d'un logement en propriété à usage propre, la participation à l'acquisition d'un logement à usage propre ou le remboursement d'un prêt hypothécaire
- Montant minimal à retirer: 20000 CHF
- Possibilité de versement anticipé jusqu'à trois ans au maximum avant le droit aux prestations de vieillesse
- Le droit au versement anticipé est restreint après l'âge de 50 ans
- Le versement anticipé peut se faire tous les 5 ans
- Le versement anticipé est soumis à une fiscalité spécifique
- Une restriction du droit d'aliéner est enregistrée au registre foncier

**René Knoblauch**  
Wealth Management & Swiss Bank  
UBS SA

## Research immobilier suisse



Rapports de recherche sur le marché immobilier suisse • Fiches d'information et collections de transparents sur toutes les communes et régions suisses • Fiches d'investissement sur les placements immobiliers cotés à la Bourse suisse

### Est-ce le bon moment pour acquérir un logement en Suisse?

Les coûts de financement actuels sont les plus bas de l'histoire. Même si les prix résidentiels dans certaines régions ont atteint des records, l'achat reste encore partiellement meilleur marché que la location. A moyen terme, il y a cependant le risque d'une hausse brusque des taux d'intérêt, ce qui peut alourdir les charges de l'emprunt selon la situation des revenus. Mais il ne faut pas oublier que des taux d'intérêt élevés reflètent l'inflation, ce qui réduit d'autant le coût réel de l'emprunt. Si le prix est le bon, l'achat d'un logement reste actuellement une option valable.

**Matthias Holzhey**  
Wealth Management Research  
UBS SA

## Règlement de la succession



Conseils complets en matière de régimes matrimoniaux et de droit successoral • Conseils sur différents types de transmission • Aspect fiscaux des transmissions

### Nous sommes un couple avec enfants; à quoi devons-nous faire attention lors de l'achat d'un logement, en matière de régime matrimonial et de droit successoral?

Beaucoup de propriétaires placent une bonne partie de leur fortune dans leur résidence. En cas de décès d'un conjoint, le versement de la part d'héritage aux enfants peut poser des problèmes financiers au conjoint survivant. Selon le régime matrimonial en vigueur, les enfants ont droit à la moitié de l'héritage (c'est-à-dire de la somme des biens propres de la personne décédée et de la moitié des acquis). Les parts d'héritage peuvent cependant être modifiées au moyen d'un accord matrimonial ou successoral, par exemple un testament, un contrat de mariage ou un pacte sur succession future.

**Madeleine Pita**  
Wealth Management & Swiss Bank  
UBS SA

## Research immobilier global



Rapports de recherche sur le marché immobilier mondial • Liste de préférences et conseils sur les actions immobilières dans le monde • Collections de transparents sur les placements immobiliers

### Quels risques de marché influenceront la performance des actions immobilières mondiales cotées en bourse au cours de cette année?

Il y en a essentiellement trois. Le premier est une perte de revenu due au recul tendanciel de la demande de surfaces, les entrepreneurs nécessitant moins d'espace; les grands projets, surtout, sont reportés. Tout cela pourrait faire pression à la baisse sur les loyers. Deuxièmement, nous voyons augmenter le risque de refinancement: les banques, encore fragiles, sont forcées de renforcer leur socle de capitaux propres. Cela pourrait freiner l'octroi de crédits et augmenter les coûts de refinancement des entreprises immobilières. Enfin, les marchés asiatiques en surchauffe recèlent des risques latents de correction des prix, ce qui peut affecter les valorisations des actions immobilières.

**Thomas Veraguth**  
Wealth Management Research  
UBS SA

# 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.

## Mensuel



### Investir en Suisse

*Investir en Suisse* est un guide d'investissement multi-actifs s'adressant à celles et ceux qui souhaitent investir sur les marchés financiers suisses. Il couvre notamment les actions, les obligations, l'immobilier et les monnaies. Disponible en: anglais, allemand, français, italien.

## Mensuel



### Mises à jour 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).

## Mensuel



### UBS equity compass

*UBS equity compass* offre une perspective globale des marchés des actions mondiaux. Tenez-vous au courant des tendances de marché et découvrez les stratégies et thèmes d'investissement les plus récents. Vous y trouverez aussi des conseils en placement clairs et des opportunités d'investissement concrètes. (Lien ci-dessus disponible seulement pour une utilisation interne) Disponible en: anglais, allemand.

## Trimestriel



### UBS outlook Suisse

*UBS outlook Suisse* s'adresse principalement aux chefs d'entreprises et aux cadres suisses. Chaque numéro présente les résultats de l'enquête d'UBS Research Suisse 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.

**Juin 2011** L'inflation: Une invitée indésirable  
**Oct. 2011** Défaillance sur la dette souveraine dans la zone euro  
 La Grèce et au-delà

## En ligne

Vous pouvez trouver des publications dont le contenu est disponible au grand public sur [www.ubs.com/research](http://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](mailto:sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com)



Wealth Management Research est publié par Wealth Management & Swiss Bank et Wealth Management Americas, divisions de UBS SA (UBS) ou d'une entreprise associée. Dans certains pays, UBS AG 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. À tout moment, UBS AG, 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:** 1) **Clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd.: Le contenu de ce document se limite à des informations générales et/ou un conseil général et ne constitue pas un conseil personnel relatif à un produit financier. En tant que tel, le contenu de ce document a été préparé sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un destinataire en particulier, quel qu'il soit. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, le destinataire doit recueillir un conseil personnel sur le produit financier de la part d'un conseiller indépendant et étudier toute documentation relative à l'offre correspondante (y compris les informations à l'usage des investisseurs relatives au produit) là où l'acquisition des produits financiers est envisagée. 2) **Clients d'UBS SA:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231087): Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **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». **Bahrein:** UBS SA est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahrein. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahrein. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Belgique:** La présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit belge mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Belgium SA/NV, 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:** La recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC. Elle 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 Dubai, 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:** distribué aux ressortissants américains par UBS Financial Services Inc., une filiale d'UBS AG. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. accepte la responsabilité du contenu de rapports élaborés par une autre société affiliée non américaine lorsqu'elle distribue lesdits rapports à des ressortissants américains. Toute transaction d'un ressortissant américain concernant les titres mentionnés dans le présent rapport devrait être réalisée par l'intermédiaire d'une société de courtage enregistrée aux Etats-Unis et non par l'intermédiaire d'une société affiliée non américaine. **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 AG 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. **Mexique:** Ce document a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui n'est pas soumise à la supervision de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores et ne fait pas partie d'UBS Grupo Financiero, S.A. à capital variable, ni d'aucun autre groupe financier mexicain et ses obligations ne sont garanties par aucun autre tiers. UBS Asesores México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, 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 mai 2011.

© UBS 2012. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

Jusqu'à ce qu'ils aient atteint le sommet de l'Everest, Sir Edmund Hillary et Tenzing Norgay n'eurent pas de répit. (Katmandou, 1953)



## Qu'est-ce que votre conseiller peut apprendre de Tenzing Norgay pour mieux vous *guider*?

Le génie, dit-on, c'est 1% d'inspiration et 99% de transpiration.

Nous proposons d'y ajouter un troisième ingrédient.

La collaboration.

Comme Sir Edmund Hillary et Tenzing Norgay  
l'ont prouvé au monde entier,  
même les plus extraordinaires talents  
ont besoin d'être soutenus  
s'ils veulent atteindre le sommet  
de la performance.

Et ce qui est vrai dans le domaine de l'alpinisme  
l'est aussi dans celui de la finance.

Car nous savons tous que le climat  
économique peut être aussi capricieux  
que l'air raréfié de l'Himalaya.

Et les effets du succès, aussi grisants.

Aussi, jusqu'à ce que nous ayons aidé  
nos clients dans leurs efforts  
pour réaliser leurs ambitions financières ...

150  
ans

*Nous n'aurons pas de répit*



[www.ubs.com/nousnauronspasderepit](http://www.ubs.com/nousnauronspasderepit)