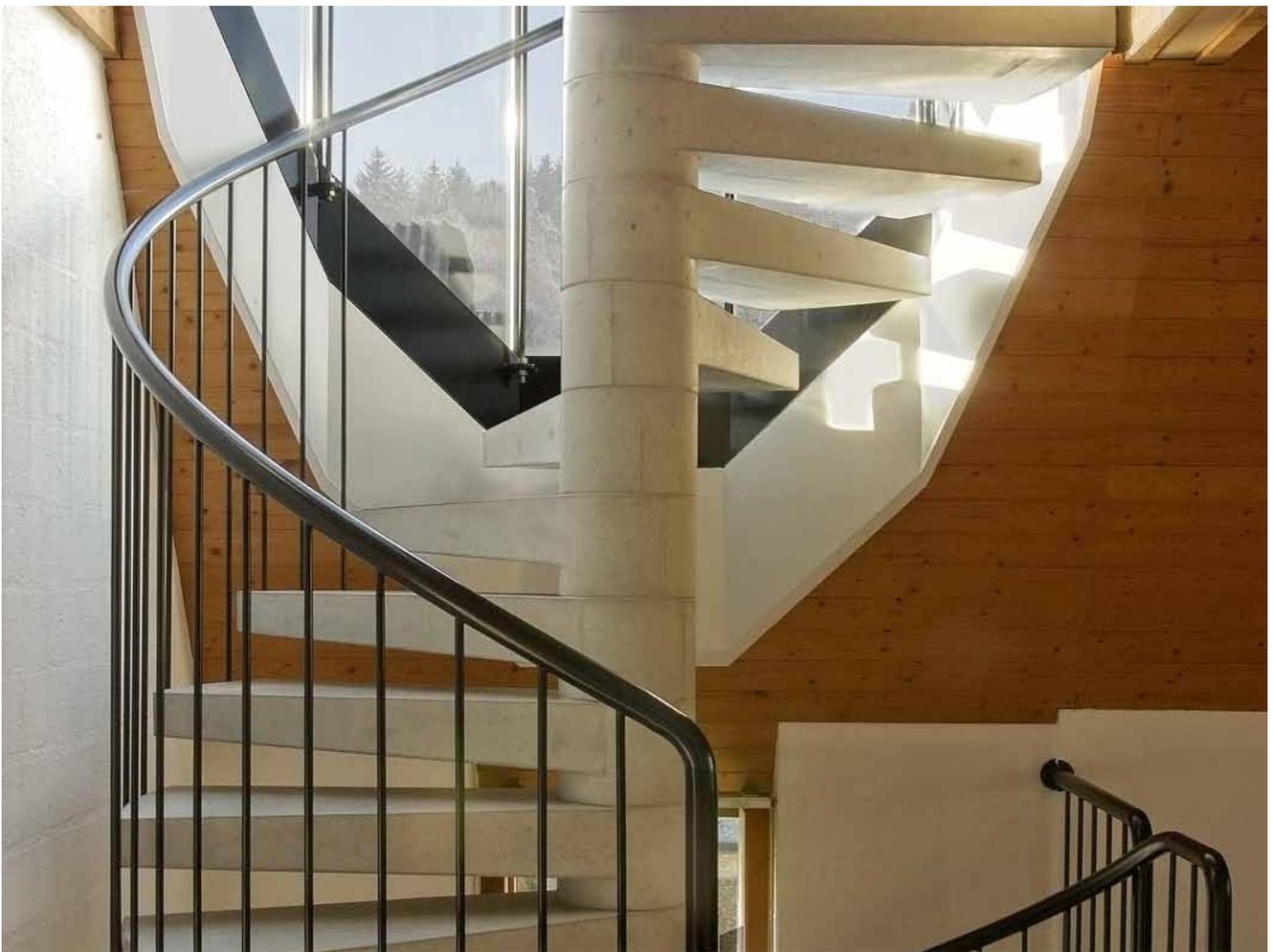


UBS Real Estate Focus

CIO WM Research
Janvier 2013

Le marché immobilier en Suisse *2013*



Immeubles d'habitation
*Les prix ne cessent
de grimper*

Immeubles commerciaux
*Les projets de construction
confrontés à une demande
en baisse*

Immobilier coté en bourse
*Les valeurs naviguent dans
des eaux plus calmes*

Sommaire

3 Editorial

4 En bref

Moteurs du marché

5 Politique monétaire et taux d'intérêt: et maintenant?

7 Le vieillissement de la population alimente la demande de logements de taille moyenne

8 Aperçu des moteurs du marché immobilier

Immeubles d'habitation

9 **Logements en propriété** – pas encore de retournement de tendance

11 **Logements locatifs** – des ombres sur l'immobilier de rapport

12 Aperçu des immeubles d'habitation

13 Résidences secondaires: état de la mise en œuvre

15 La révision de la LAT redéfinit les règles du jeu

17 La protection des locataires entre respect de la loi et pratiques incertaines

Immeubles commerciaux

19 **Surfaces de bureaux** – risques de suroffre en Suisse alémanique

21 **Surfaces de vente** – des loyers étonnamment robustes

22 Aperçu des immeubles commerciaux

23 Les centres commerciaux plaisent aux investisseurs

25 Financer les projets de nouveaux hôpitaux: un défi

27 Des lieux de travail innovants pour augmenter durablement la productivité

Immobilier coté en bourse

29 **Actions immobilières** – retour à la normale

31 **Fonds immobiliers** – sur la sellette

32 Aperçu de l'immobilier coté en bourse

33 La gamme des placements immobiliers indirects

35 Méthodes de mesure de la performance

37 Placements immobiliers directs et indirects: une même évolution à long terme

Questions et réponses

39 Questions et réponses autour de l'immobilier

UBS Real Estate Focus 2013

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.

Editorial



Daniel Kalt



Claudio Saputelli

Chère lectrice, cher lecteur,

Nous connaissons depuis notre plus tendre enfance les mécanismes de la régulation: en bottes de caoutchouc, équipé de cailloux, de branchages et de feuilles, nous construisions laborieusement des barrages dans les ruisseaux, fascinés que nous étions par notre aptitude à retarder, détourner, réguler le débit à volonté. Mais inmanquablement, les flots reprenaient le dessus, se frayaient un passage, et nous devons reprendre notre travail de Sisyphe.

Les Etats aussi édictent des lois et des consignes pour lutter contre les résultats indésirables des forces du marché. Entravées, ces dernières cherchent naturellement d'autres chemins pour s'imposer, tout comme les ruisseaux de notre enfance. Les effets secondaires que cela entraîne peuvent être délétères comme l'expliquait bien l'économiste allemand Horst Siebert, dans son livre *Effet cobra*: pour lutter contre une invasion de cobras, l'administration coloniale britannique en Inde décida d'offrir une récompense pour chaque cobra tué. Cette mesure eut tellement de succès que bientôt, la population se mit à élever des serpents à grande échelle. Le gouvernement décida alors d'abandonner la prime au cobra. Sur ce, les éleveurs libérèrent leurs reptiles devenus inutiles, ce qui eut pour effet de multiplier la population de cobras. Leçon de l'histoire: la régulation cause plus de mal que de bien.

Le marché immobilier suisse lui aussi est de plus en plus régulé, du fait de l'explosion persistante du secteur de la construction et de la surchauffe locale. Ainsi ont été édictées de nouvelles directives sur les exigences minimales lors des financements hypothécaires, et bientôt sera mise en œuvre l'initiative sur les résidences secondaires. Dans la présente édition d'*UBS Real Estate Focus*, nous décrivons l'avancement de cette mesure, expliquons l'impact de la législation sur le marché locatif et examinons de près la révision de la loi sur l'aménagement du territoire (référendum mars 2013) et ses conséquences.

Comme les bambins dans le ruisseau, les régulateurs ont souvent tendance à laisser derrière eux les vestiges de leurs constructions éphémères. Malheureusement, si un orage suffit à effacer les barrages confectionnés de bric et de broc, en économie, les mesures de régulation sont en général étendues et renforcées après chaque crise. Dans notre situation, on ne peut qu'espérer deux choses: d'une part, que les effets secondaires de la régulation ne seront pas trop graves, et d'autre part, que les restrictions et barrières inutiles seront abandonnées une fois que le marché immobilier se sera calmé.

Nous vous souhaitons une agréable lecture!

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

Daniel Kalt
Chief Economist Switzerland
CIO Wealth Management Research
UBS SA

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

Claudio Saputelli
Head Global Real Estate Research
CIO Wealth Management Research
UBS SA

En bref

Immeubles d'habitation

Si dans certaines régions, les logements en propriété sont déjà surévalués, les taux d'intérêt bas et la forte immigration soutiennent les prix. C'est dans les centres économiques en plein boom et les zones résidentielles les plus convoitées que le risque de correction est le plus élevé; nous tablons sur un renversement fin 2014 au plus tôt. **Page 9**

Les placements dans l'immobilier, en particulier les immeubles collectifs, sont en plein essor. Or le marché s'épuise, ce qui alimente la spirale des prix depuis la crise financière de 2008; il s'agit de ne pas perdre des yeux les risques. **Page 11**

En point de mire

Résidences secondaires: état de la mise en œuvre

Le 11 mars 2012, le peuple suisse a accepté l'initiative populaire fédérale «Pour en finir avec les constructions envahissantes de résidences secondaires». La part des résidences secondaires est désormais limitée à 20%. La mise en œuvre de cette initiative défie les autorités et les tribunaux et inquiète les propriétaires immobiliers. **Page 13**

La révision de la LAT redéfinit les règles du jeu

La révision de la loi sur l'aménagement du territoire (LAT) vise à restreindre l'étalement urbain en Suisse; un référendum controversé aura lieu en mars 2013. Or même si elle était adoptée, elle n'aurait que peu d'impact sur les prix immobiliers. **Page 15**

La protection des locataires entre respect de la loi et pratiques incertaines

En Suisse, la législation sur la protection des locataires vise essentiellement à éviter des rendements abusifs. Si pour les locataires, les conséquences négatives en sont jusqu'à présent limitées, ce n'est pas dû à la sagesse du législateur mais – paradoxalement – à une application incomplète de la loi. **Page 17**

Immeubles commerciaux

Le marché suisse des surfaces de bureaux connaît à la fois un recul de la demande et une forte activité dans le neuf. Les grandes villes alémaniques sont les plus concernées. Les promoteurs vont devoir se préparer à une commercialisation plus exigeante des surfaces. **Page 19**

Les ventes au détail restent sous pression; ces temps-ci, c'est surtout la force du franc qui leur donne du fil à retordre. Malgré cela, les investisseurs continuent de convoiter les espaces de vente, du fait de leur grande performance; cela dit, les rendements devraient finir par diminuer. **Page 21**

En point de mire

Les centres commerciaux plaisent aux investisseurs

On dénombre 168 centres commerciaux en Suisse. 10 nouveaux établissements sont en construction et 19 autres viendront s'y ajouter à moyen terme. Bien que les investissements soient actuellement peu coûteux, les possibilités sont relativement limitées sur le marché suisse. Les gros investisseurs peuvent s'engager sur le marché étranger des centres commerciaux, beaucoup plus dynamique. **Page 23**

Financer les projets de nouveaux hôpitaux: un défi

Vétustes, les infrastructures hospitalières doivent être renouvelées et réorganisées. Même si le «pipeline» des projets est bien rempli, les financements restent pour l'instant problématiques. Nous tablons donc sur un nouveau dimensionnement des projets. **Page 25**

Des lieux de travail innovants pour augmenter durablement la productivité

Des bureaux ouverts et modulables permettent d'agencer sur mesure les espaces de travail. Parallèlement, les entreprises se doivent d'optimiser leur productivité de manière durable. Les nouveaux concepts de lieux de travail peuvent parfois réduire considérablement les frais d'exploitation immobiliers. **Page 27**

Immobilier coté en bourse

Cette année devrait s'avérer plutôt modeste pour les cours de l'immobilier. Les sociétés immobilières cotées devraient optimiser leurs rentrées de loyers et ajuster leurs stratégies, ce qui représente certes des opportunités, mais aussi des risques. **Page 29**

Les fonds immobiliers cotés en bourse offrent une liquidité quotidienne, mais sont également exposés aux variations de cours. En outre, les fonds immobiliers sont cotés avec des agios; ceux-ci étant actuellement très élevés, c'est l'occasion de prendre ses bénéfices. **Page 31**

En point de mire

La gamme des placements immobiliers indirects

Les placements immobiliers indirects ont connu un boom en Suisse ces dernières années, grâce, entre autres, aux taux d'intérêt très bas partout dans le monde et aux incertitudes sur les marchés. L'offre de ce type de produits a beaucoup évolué et ne cesse de s'élargir. **Page 33**

Méthodes de mesure de la performance

L'information et la transparence sont une nécessité fondamentale pour l'évaluation des performances, le processus décisionnel et la gestion des risques. Or il faut savoir clairement différencier les divers facteurs d'influence et les niveaux de performance. **Page 35**

Placements immobiliers directs et indirects: une même évolution à long terme

A court terme, les rendements des placements immobiliers directs et indirects n'évoluent pas systématiquement en phase. A plus long terme toutefois, ils ne divergent pas de beaucoup; cela a des conséquences importantes pour les investisseurs. **Page 37**



Architecte: architecum gmbh / architecum sàrl
 Projet: GoldenPass

Moteurs du marché

Politique monétaire et taux d'intérêt: *et maintenant?*

Les taux d'intérêt influencent les prix des investissements de patrimoine comme ceux de l'immobilier. La politique monétaire actuelle, extrêmement expansive, a fait baisser les taux à des planchers, réduisant d'autant la marge de manœuvre dans ce sens. Il faut donc s'attendre à une remontée, et se prémunir en conséquence.

Avec la forte croissance démographique, la chute des taux d'intérêt est une des principales raisons de la hausse des prix de l'immobilier en Suisse. Les taux d'intérêt sont déterminés essentiellement par la politique monétaire: à court terme, la courbe des intérêts est étroitement liée au taux directeur de la Banque centrale. En Suisse, c'est le Libor à trois mois, resté proche de zéro depuis début 2009. A un horizon plus lointain, les taux d'intérêt reflètent les prévisions d'inflation; or à long terme, la politique monétaire a un impact décisif sur celles-ci. Tout cela fait de la Banque nationale suisse (BNS) un facteur central de l'évolution des prix de l'immobilier dans le pays.

Une expansion monétaire jamais vue jusqu'ici

Dans le monde entier, les taux d'intérêt sont en chute depuis des années, atteignant souvent des planchers inédits. On constate même pour certaines monnaies des rendements négatifs – c'est le cas par exemple, en Suisse, du rendement des obligations fédérales, même pour des durées de plusieurs années. Les responsables en sont les instituts d'émission des pays industrialisés en Occident, qui mènent depuis longtemps une politique expansionniste afin de soutenir la conjoncture et le système financier. De nombreuses banques centrales ont recours à des mesures non conventionnelles depuis que le taux directeur, instrument de politique monétaire habituel, est tombé à zéro. Elles injectent ainsi des liquidités dans le système financier et achètent des titres de qualité douteuse. Parmi les critères d'évaluation de ces mesures non conventionnelles, on compte le bilan des instituts d'émission et la liquidité au sein du système bancaire. A l'aune de ces deux indicateurs, c'est la BNS qui mène actuellement

Caesar Lack
 CIO Wealth Management
 Research, UBS SA

la politique la plus expansionniste au monde, suivie de près par la Banque d'Angleterre mais distançant de loin la Réserve fédérale américaine. Depuis le début de la crise, la BNS a en effet quadruplé son bilan et multiplié par huit la liquidité dans le système bancaire.

La raison de l'expansionnisme de la BNS est quelque peu différente de l'étranger: alors qu'à l'étranger, on cherche à lutter contre la mauvaise conjoncture, la BNS vise à affaiblir le franc, afin de réduire les risques de déflation et de récession en Suisse. Or, si la situation de départ était légèrement différente, les résultats sont les mêmes: l'expansion monétaire de la BNS, qui a atteint des sommets historiques et internationaux, a fait chuter à l'extrême les taux d'intérêt en Suisse.

Des taux d'intérêt qui comportent un fort potentiel de hausse

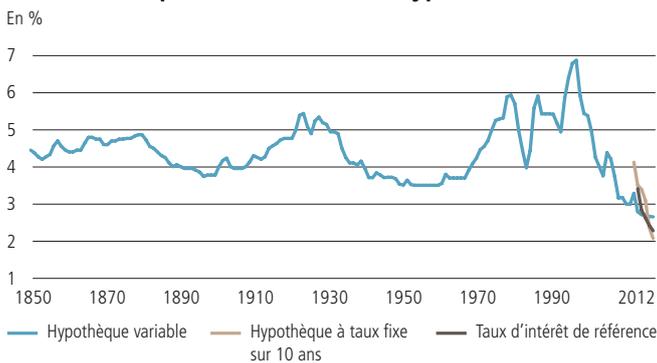
Depuis 1850, pendant 150 ans, les taux d'intérêt hypothécaires en Suisse ont généralement fluctué entre 3,5 et 5,5%; en moyenne, ils s'élevaient à 4,5%. Cette dernière décennie, ils sont tombés pour la première fois sous une moyenne de 3%; cet automne, le taux moyen sur l'ensemble des hypothèques existantes n'était plus que de 2,3%; on pouvait obtenir des hypothèques à 10 ans à 2,1%, des hypothèques à 2 ans à 1,3%. Les frais de financement ne représentent donc plus qu'une fraction de ce qu'ils étaient naguère; cela encourage les acheteurs à accepter des prix plus élevés, poussant naturellement les prix de l'immobilier vers le haut.

L'évolution prochaine des taux d'intérêt sera décisive pour le marché immobilier suisse. Des taux stagnants, ou même légèrement en déclin, continueront d'encourager l'enchérissement, alors qu'une hausse atténuerait cette tendance. Nous prévoyons que cette période de taux d'intérêt extrêmement bas dure encore quelque temps; la BNS ne devrait relever ses taux qu'en 2015 au plus tôt. Pour l'instant, l'inflation – et donc les taux d'intérêt à long terme – devrait elle aussi rester modérée en Suisse. Les interventions de la BNS sur les marchés des changes, pour affaiblir le franc, pourraient même pousser les taux encore plus bas. Le marché immobilier devrait donc profiter encore quelques années de cet état de fait.

S'assurer à long terme des taux d'intérêt hypothécaires bas

Malgré cela, nous recommandons des hypothèques à taux fixe à longue échéance. Bien qu'on ne puisse exclure qu'un financement roulant se révèle finalement moins onéreux, les risques impliqués par cette stratégie dépassent les économies potentielles. La marge de manœuvre vers le bas est minime pour les taux d'intérêt; en revanche, elle est ouverte vers le haut: les taux à court terme ne peuvent guère diminuer; sur le plus long terme, on peut tout au plus espérer une baisse de 0,5%. A la hausse, le potentiel est bien plus élevé, surtout si l'inflation à court ou moyen terme se révèle plus forte que prévu. C'est pourquoi financer son logement à court terme nous semble très risqué. Nous prévoyons pour 2015 au plus tard une hausse de l'inflation dans le monde – et donc des taux d'intérêt –, conséquence de la politique monétaire ultra-expansionniste actuelle. Pour s'en prémunir, il convient de s'assurer dès aujourd'hui des taux d'intérêt avantageux.

Chute historique du taux d'intérêt hypothécaire



Sources: BNS, UBS

Le vieillissement de la population *alimente la demande de logements de taille moyenne*

Certes, l'immigration dynamique rajeunit la population suisse, ce qui stimule la demande de logements spacieux; mais cela ne suffit pas à retarder le vieillissement démographique. L'offre de logements doit s'adapter à cette évolution.

Les derniers baby-boomers atteignent en ce moment leur cinquantième anniversaire. Les décennies suivantes n'ont pas été aussi fécondes en naissances, ce qui fait que la population ne cesse de vieillir. Or, l'immigration tempère cette tendance, en changeant la structure de la pyramide des âges en Suisse. Comme les gens préfèrent différentes tailles de logements en fonction de leur situation dans le cycle de vie, cela a des effets directs sur le marché immobilier.

L'immigration rajeunit la population

Depuis l'introduction en 2007 de la libre circulation des personnes, l'immigration nette est montée en flèche en Suisse; à l'été 2012, la population a dépassé les 8 millions. Comme la structure des âges des migrants diffère de celle de la population locale, la pyramide des âges se transforme. Ces 5 dernières années, un scénario sans immigration aurait creusé un gouffre dans la cohorte des 20–49 ans; en effet, 25% des immigrants ont entre 30 et 39 ans et 13%, entre 40 et 49 ans; quant aux 20–29 ans, ils sont 35%. Seuls 6% des immigrants ont plus de 50 ans. A titre de comparaison, cette tranche d'âge constitue 37% de la population actuelle.

Ce rajeunissement démographique est renforcé par le fait que la majorité des immigrants se trouvent en âge de fonder une famille et que ce sont surtout les plus âgés qui quittent la Suisse. Le renflement de la pyramide des âges ne s'est donc pas seulement déplacé vers le haut, grâce à la migration, la base de la pyramide s'est aussi élargie.

Malgré l'immigration, le vieillissement prévaut

Le graphique montre comment l'immigration transformera la pyramide des âges d'ici 2017. Si, contre toute attente, elle devait s'arrêter net, il manquerait 145 000 personnes dans la tranche des 30–49 ans; si l'immigration se poursuit comme jusqu'ici, cette tranche ne

devrait pas diminuer dans l'absolu. Toutefois, du fait de la hausse globale de la population, cette tranche d'âge perdra en proportion, malgré l'immigration.

Si celle-ci se maintient, elle ne fera que ralentir la hausse des plus de 50 ans, pas l'empêcher; si elle ralentissait, le vieillissement de la population s'accélélerait.

La structure démographique affecte la demande de logements

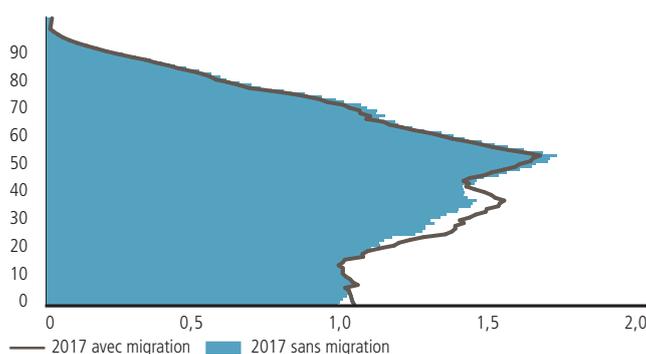
La structure des âges a une influence déterminante sur le marché immobilier. Selon l'âge, les préférences diffèrent pour ce qui est de la taille du logement: les 20–29 ans cherchent avant tout des petits appartements à louer (1–2 pièces), les 30–49 ans sont les principaux acquéreurs de maisons individuelles et locataires de grands appartements (5 pièces et plus); il s'agit souvent de familles au pouvoir d'achat élevé. Après 50 ans, la préférence va aux appartements en propriété, de taille généralement moyenne (3–4 pièces).

Avec le vieillissement de la génération du baby-boom, le groupe des plus de 50 ans ne cesse de grossir; cela déplace la demande vers les appartements moyens. Comme dit plus haut, l'immigration pousse la demande, surtout pour les petits et grands appartements à louer ainsi que les maisons individuelles. Malgré cela, du fait du vieillissement, les appartements de taille

Elias Hafner
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Structure de la population suisse en 2017

Structure des âges en % par classe d'âge



Sources: OFS, UBS

Le scénario repose sur un dénombrement de la migration ainsi que des taux de natalité et de mortalité depuis 2007. Le scénario a été calculé sur cinq ans.

moyenne seront plus demandés, ce qui soutiendra la construction dans ce segment.

Le marché du neuf réagit

Le marché semble anticiper ce changement: pour les logements neufs, on discerne une nette tendance vers les logements plus petits. En 2007 encore, les grands appartements constituaient près de 38% de toutes les mises sur le marché; cette proportion est tombée à 27% en 2011. Les logements moyens ont augmenté de 5% depuis 2007; à 60%, ils constituent la majorité des nouvelles constructions. La proportion de petits logements (1–2 pièces) a elle aussi augmenté, ce qui s’explique surtout par le fait que, outre le vieillissement de la population, la taille des ménages diminue et le nombre des ménages composés d’une seule personne augmente.

L’immigration reste soutenue

L’attractivité de la Suisse ne semble pas faiblir. D’un côté, les facteurs d’émigration classiques perdurent: perspectives économiques bouclées, chômage. D’un autre côté, le manque de main-d’œuvre spécialisée et les salaires élevés continuent d’attirer des personnes bien qualifiées vers la Suisse, tandis que la fiscalité avantageuse séduit les ménages fortunés.

Malgré une conjoncture affaiblie, nous prévoyons que la demande de main-d’œuvre étrangère se maintiendra, alimentant l’immigration. Nous tablons donc sur une croissance démographique de 1,1% environ en 2013, ce qui devrait légèrement ralentir le vieillissement de la population, sans l’arrêter complètement. L’attractivité des logements de taille moyenne devrait donc rester forte.

Aperçu des moteurs du marché immobilier

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

| | 2013 ¹ | 2012 ² | 2011 | 2010 | 10 ans ³ |
|--|-------------------|-------------------|------|------|---------------------|
| Conjoncture et revenus | | | | | |
| Produit intérieur brut, valeur réelle | 0,9 | 1,0 | 1,9 | 3,0 | 1,9 |
| Investissements dans la construction, valeur réelle | 2,1 | –3,0 | 2,4 | 3,5 | 1,1 |
| Croissance des salaires, valeur réelle | 0,8 | 1,0 | 1,0 | 0,8 | 1,3 |
| Inflation et intérêts | | | | | |
| Inflation annuelle moyenne | 0,2 | –0,7 | 0,2 | 0,7 | 0,7 |
| Libor à 3 mois en CHF ⁴ | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,8 |
| Rendement des obligat. (10 ans) de la Confédération ⁴ | 1,1 | 0,6 | 0,7 | 1,7 | 2,0 |
| Population et emploi | | | | | |
| Effectif de la population | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 0,9 |
| Emploi, en équivalents temps plein | 1,5 | 1,6 | 1,1 | 0,6 | 1,0 |
| Taux de chômage | 3,2 | 2,9 | 2,8 | 3,5 | 3,3 |

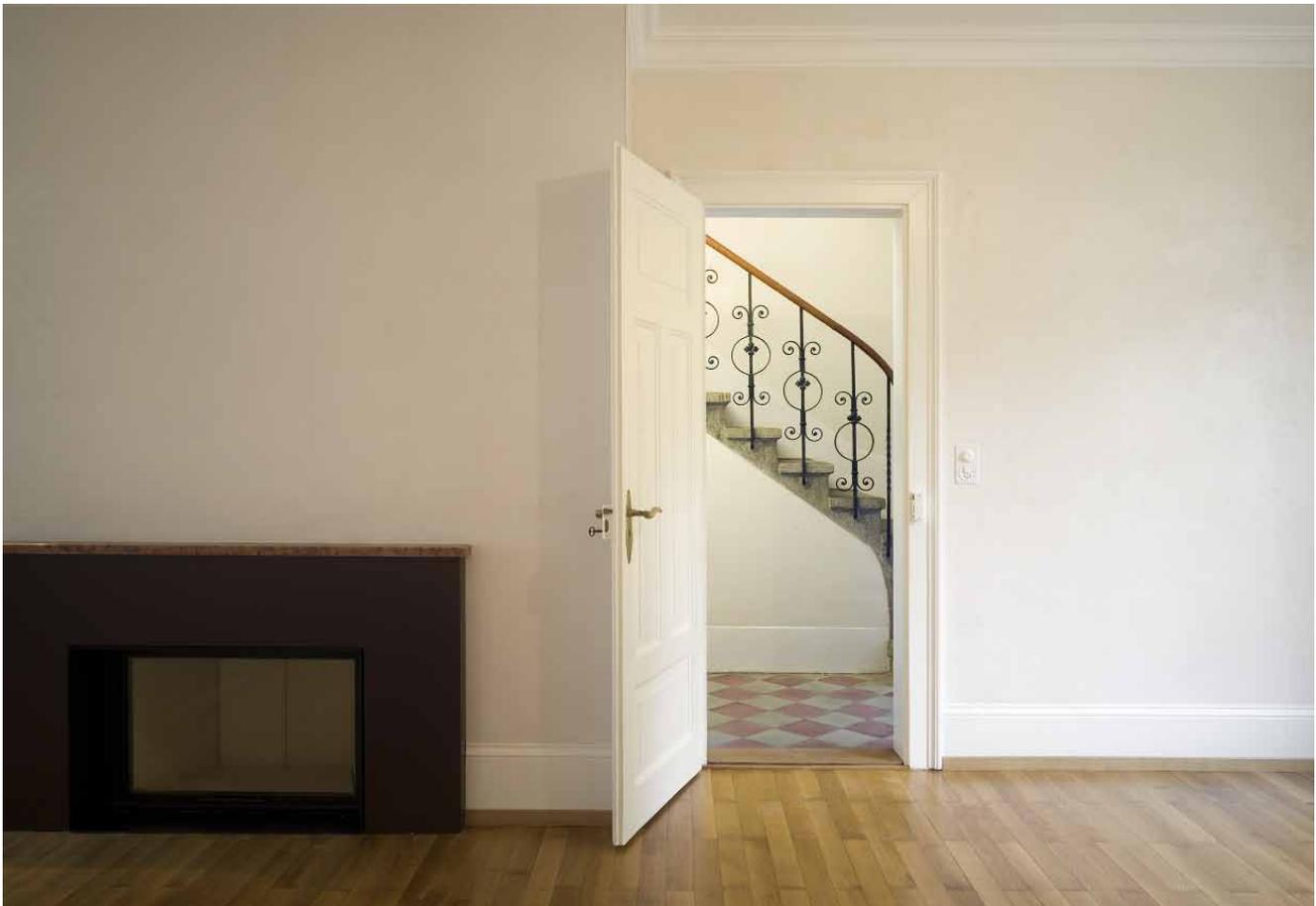
¹ Prévission UBS

² Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 3.1.2013)

³ Moyenne: 2003 à 2012

⁴ Fin d’année

Sources: Seco, OFS, UBS



Architecte: www.umbra.ch

Immeubles d'habitation

Logements en propriété – *pas encore de retournement de tendance*

Si dans certaines régions, les logements en propriété sont déjà surévalués, les taux d'intérêt bas et la forte immigration soutiennent les prix. C'est dans les centres économiques en plein boom et les zones résidentielles les plus convoitées que le risque de correction est le plus élevé; nous tablons sur un renversement fin 2014 au plus tôt.

A long terme, l'immobilier bien situé conserve sa valeur, une idée très répandue – et une erreur très commune – dans les périodes de surchauffe du marché. Or en général, les prix dans les meilleures zones sont plus volatils que la moyenne. Ainsi, sur les bords du lac Léman, les prix des logements en propriété ont explosé à la fin des années 80 avant de chuter de plus de 30%. Il a fallu 17 ans (20 ans en tenant compte de l'inflation) pour que les prix retrouvent leur niveau.

Le marché immobilier suisse semble être parvenu au sommet d'un nouveau cycle: depuis le creux

de la vague de 1998, les logements en propriété ont renchéri de près de 60%. Or les moyennes sont trompeuses; ainsi, la moitié de la population suisse vit dans des régions où la hausse n'a pas dépassé 40%, tandis que 20% des Suisses ont connu des hausses de 70 à 100%.

Le pouvoir d'achat stimule la demande

A l'origine de l'évolution des prix étaient les grands centres économiques comme Zurich et Genève, les régions touristiques, ainsi que certaines zones résidentielles ayant connu un afflux d'habitants fortunés. Les rives du lac Léman et la région de Zurich ont connu un miracle de l'emploi. Rien que depuis mi-2007, le nombre d'emplois a augmenté de 8,6% au bord du Léman et de 6,9% dans le canton de Zurich. Pour la plupart des nouveaux salariés, il s'agit d'immigrants bien qualifiés à fort revenu, qui ont propulsé la demande de logements – et donc les prix. Dans les régions montagneuses, le marché immobilier est porté par les centres touristiques et leurs nombreuses résidences secondaires. Dans beau-

Elias Hafner
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

coup de ces régions, la hausse des prix de l'immobilier a chassé les autochtones, qui ont émigré dans les villes. En conséquence, le boom s'est étendu aux régions alentour; les cantons de Fribourg et d'Argovie en sont des exemples.

Des estimations parfois trop élevées

L'emploi, la population et les revenus ont bien augmenté – mais cela justifie-t-il la hausse des prix des dernières années? Une bonne partie des régions nous semblent surévaluées pour deux raisons. Tout d'abord, l'offre de logement réagit aux hausses de prix avec un certain retard; le boom de la demande dans les villes a ainsi largement dépassé l'offre, ce qui a poussé les prix à la hausse. Or avec l'explosion de la construction et de la densification, l'offre de logements dans les villes concernées – Zurich, Lausanne et Genève – devrait augmenter plus qu'aillers.

Ensuite, la disposition à payer pour les biens situés dans des zones convoitées a été stimulée par un dangereux mélange: optimisme quant à la hausse des prix et à leur stabilité, conditions de financement extrêmement avantageuses, et manque d'alternatives pour les investisseurs. Pour la population locale, les coûts du logement ont explosé, ce qui encourage la migration vers les agglomérations voisines. En général, ce mécanisme agit comme soupape de sûreté en tempérant l'inflation, mais il se trouve annulé par la forte immigration des dernières années.

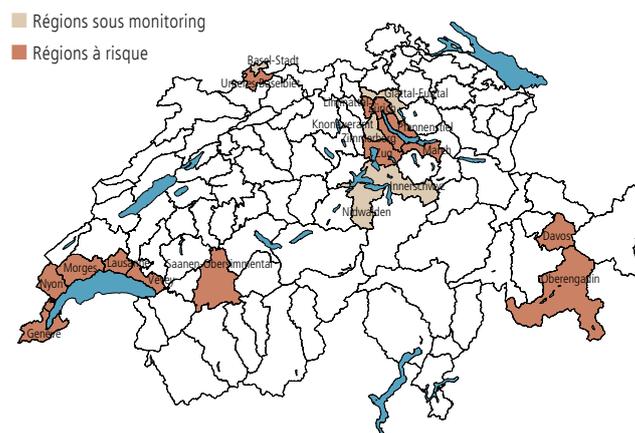
D'autres villes à risque

Nous n'attendons pas de hausse notable des taux d'intérêt dans les deux prochaines années. La recherche de placements sûrs restera aussi un sujet important. Quant aux problèmes de la zone euro, ils demeurent sans solution et peuvent à tout moment secouer les marchés financiers. Du fait de l'immigration soutenue (environ 1,1%), la hausse des prix en Suisse devrait tout au plus se stabiliser; nous tablons pour 2013 sur un enchérissement de 3,0% des logements en propriété et de 2,5% pour les maisons unifamiliales. Même avec cette hausse modérée, les risques devraient s'accroître dans beaucoup de régions. D'après nous, outre les régions dangereuses actuelles (cf. illustration), des villes comme Lucerne et Sion et d'autres agglomérations devraient s'approcher de la zone à risque.

D'ici la fin du cycle des prix, ceux-ci devraient, dans certaines des régions les plus courues, avoir atteint une hauteur de chute considérable. Nous n'attendons toutefois pas de retournement sur le marché immobilier avant fin 2014. Parmi les signes annonciateurs: le temps de mise sur le marché et l'écart croissant entre prix à l'offre et prix effectivement payés. Un déclencheur probable de ce retournement prochain pourrait être les craintes d'inflation qui entraîneraient une hausse des taux d'intérêt. Or même le niveau actuel des taux ne garantit pas la stabilité: une estimation plus réaliste du rapport risque-rendement sur le marché immobilier, combinée à une augmentation substantielle de la quantité de logements disponibles, devrait suffire à renverser la tendance.

Toujours plus de régions dans la zone de dangers

Radar sur les risques de l'immobilier résidentiel suisse – 3^e trimestre 2012



Source: UBS

Logements locatifs – *des ombres sur l'immobilier de rapport*

Les placements dans l'immobilier, en particulier les immeubles collectifs, sont en plein essor. Or le marché s'épuise, ce qui alimente la spirale des prix depuis la crise financière de 2008; il s'agit de ne pas perdre des yeux les risques.

C'est une longue tradition en Suisse de détenir de l'immobilier au sein de son patrimoine privé. Des maisons restent ainsi pendant des décennies aux mains des familles, et ne sont mises en vente que lorsque la situation financière ou les questions de succession l'exigent. La part des immeubles collectifs en propriété privée s'élève à 60%, bien que l'immobilier ait parfois bien souffert au cours des 25 dernières années, en tant que catégorie de placement. Par exemple, la fin des années 80 a vu enfler une bulle immobilière, donnant à la pierre un caractère quasi spéculatif; l'éclatement de cette bulle dans les années 90 a entraîné d'immenses pertes de valeur. Au tournant du siècle, les actions étaient devenues le grand centre d'intérêt, à tel point que l'immobilier était considéré comme monotone et peu rémunérateur, surtout pour les investisseurs orientés vers la performance.

Ensuite, revirement soudain de la situation: lors de la crise financière de 2008 à 2009, le cours des actions s'est écroulé comme un château de cartes, poussant les investisseurs vers des valeurs réelles stables et indépendantes de la bourse. Par ailleurs, la demande immobilière a été encouragée par un contexte extrêmement avantageux: taux d'intérêt très bas, forte croissance démographique et taux d'occupation en hausse. Or, près de quatre ans plus tard, des nuages apparaissent à l'horizon – les prix ont augmenté trop vite, devenant peu soutenables, notamment pour le logement collectif.

La différence de taux d'intérêt, devenue moins décisive

Depuis 2008, la hausse des prix des immeubles générant un rendement était en moyenne de 6% par an. En conséquence, les rendements initiaux nets (recettes locatives nettes la première année rapportées au prix d'achat) se sont réduits sur cette période; par exemple, dans les cinq plus grandes villes de Suisse, ils sont passés de 4,0 à 3,2% (et même à 2,8% à

Zurich) pour le haut de gamme. Mais, bien plus que le rendement, c'est la différence de taux d'intérêt avec les placements sûrs à long terme qui importe. S'il est vrai qu'actuellement, le rendement de l'immobilier haut de gamme dépasse d'au moins 2,4 points celui des obligations de la Confédération à 10 ans (situation en décembre 2012) – un record –, la différence n'est que de 1,5% en moyenne de long terme.

Même si les rendements initiaux dans les régions en forte demande ont bien chuté, cette différence notable justifie en soi la ruée vers les immeubles collectifs. Mais attention: l'écart entre les taux d'intérêt a perdu de sa valeur comme facteur de décision; en effet, c'est intentionnellement que la Banque nationale suisse a maintenu à des planchers ses taux directeurs à long terme. Si l'incertitude dans la zone euro repousse la normalisation des taux d'intérêt en Suisse, un revirement de situation est tout à fait envisageable à partir de 2014. Lorsque les taux se mettront à grimper, les investisseurs dans l'immobilier reconsidéreront les rendements initiaux et, à ces valeurs réelles, ils pourront préférer des placements plus rémunérateurs, ce qui pèsera sur les prix immobiliers.

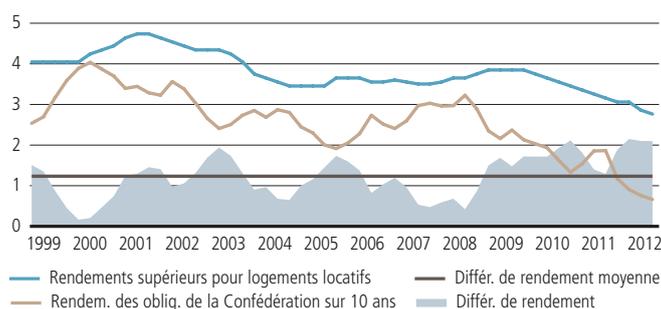
Ne pas négliger les interruptions de loyer ni les rénovations

Même si l'immobilier de rapport reste vu comme une valeur stable en période difficile, deux autres risques sont à prendre en compte, outre l'évolution des taux d'intérêt. Le premier est la perte de revenus locatifs due à des taux d'occupation en baisse. Depuis 2010,

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Différence d'intérêt supérieure à la moyenne de longue date malgré un rendement en baisse

Différence de rendement entre les rendements supérieurs sur les logements locatifs de Zurich et les obligations de la Confédération sur 10 ans



Sources: Wüest & Partner, BNS, UBS

plus de 70 000 logements sont en construction, ce qui représente une expansion de l'offre supérieure de 40% à la moyenne à long terme; de surcroît, du fait des conditions de financement favorables, le logement locatif haut de gamme est de plus en plus concurrencé par les résidences en propriété. L'autre risque réside dans la qualité de l'immobilier existant, souvent mal estimée par les investisseurs inexpérimentés. Ceux-ci peuvent être gravement déçus en cas de rénovations ou d'assainissements coûteux, immédiatement après l'achat.

Le potentiel caché de hausse des loyers – une arme à deux tranchants

En 2012, du côté des loyers, la tendance s'est poursuivie. Le taux hypothécaire de référence a baissé de 0,25 points pour s'établir à 2,25%; en conséquence, les loyers existants (des contrats de locations en cours) n'ont augmenté cette année que de 0,6%. En revanche, les

loyers proposés (pour les nouveaux baux, premières locations ou locations à neuf) ont augmenté sensiblement en comparaison annuelle (+3,1%); cela dit, on constate pour la première fois depuis longtemps, dans l'ensemble du pays, un ralentissement de la hausse des loyers. En 2012, à Genève et à Zurich, on n'a pas (encore) pu observer de stabilisation des loyers à l'offre: dans la métropole rhodanienne, la hausse a été de 9,3%, et sur les berges de la Limmat, de 4,6%. Ces dernières années, les loyers proposés se sont tellement emballés dans ces deux villes que l'on peut se demander comment réagiront les locataires des logements haut de gamme si le taux de référence hypothécaire se remet à grimper: une augmentation de 1% entraînerait une hausse potentielle des loyers de 12%, ce qui est considérable. L'avenir dira dans quelle mesure la hausse des taux hypothécaires affectera le marché de la location; toujours est-il que, du fait de leur mode de calcul, cette hausse ne devrait pas être trop brusque.

Aperçu des immeubles d'habitation

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

| | 2013 ¹ | 2012 ² | 2011 | 2010 | 10 ans ³ |
|---|-------------------|-------------------|--------|--------|---------------------|
| Construction de logements et logements vacants | | | | | |
| Augmentation nette du nombre de logements | 52 000 | 49 500 | 48 081 | 45 005 | 41 551 |
| Taux de logements vacants | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 1,0 |
| Logements locatifs | | | | | |
| Prix de l'offre pour logements locatifs | 2,0 | 3,1 | 2,8 | 1,7 | 3,2 |
| Prix de l'offre pour logements locat. nouvel. construits | 0,5 | 1,3 | -0,9 | -1,4 | 1,1 |
| Indice des prix des loyers existants | 0,5 | 0,6 | 1,3 | 1,1 | 1,5 |
| Taux hypothécaire de référence ⁴ | 2,0 | 2,3 | 2,5 | 2,8 | - |
| Logements locatifs vacants (nombre) | - | 30 916 | 30 816 | 28 947 | 29 095 |
| Rendement total de l'invest. direct dans le logement | 5,0 | 6,0 | 7,8 | 5,8 | 5,8 |
| Logements en propriété | | | | | |
| Prix de l'offre pour logements en propriété | 3,0 | 5,1 | 4,8 | 5,2 | 4,1 |
| Prix de transaction pour logements en propriété | - | 6,5 | 8,7 | 5,8 | 5,7 |
| Prix de l'offre pour maisons individuelles | 2,5 | 3,7 | 4,1 | 4,7 | 3,1 |
| Prix de transaction pour maisons individuelles | - | 5,0 | 6,3 | 2,8 | 3,9 |
| Taux hypothécaire variable, toutes les banques ⁴ | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 3,0 |
| Progres. des crédits hypothécaires, toutes les banques | 4,5 | 5,1 | 4,8 | 5,0 | 4,5 |
| Logements en propriété vacants (nombre) | - | 8 006 | 7 601 | 7 766 | 7 861 |

¹ Prévision UBS

² Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 3.1.2013)

³ Moyenne: 2003 à 2012

⁴ Fin d'année

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

Résidences secondaires: *état de la mise en œuvre*

Le 11 mars 2012, le peuple suisse a accepté l'initiative populaire fédérale «Pour en finir avec les constructions envahissantes de résidences secondaires». La part des résidences secondaires est désormais limitée à 20%. La mise en œuvre de cette initiative défie les autorités et les tribunaux et inquiète les propriétaires immobiliers.

En Suisse, le recensement fédéral de l'an 2000 dénombrait environ 500 000 résidences secondaires (dernières données disponibles), soit près de 13% de l'ensemble du parc de logements. 40% des résidences secondaires se trouvent dans les régions touristiques typiques, en dehors des villes et agglomérations. Certaines communes limitent leur construction depuis plusieurs années et la révision de la loi sur l'aménagement du territoire (LAT) du 1^{er} juillet 2011 mettait déjà à contribution les cantons. L'initiative a néanmoins été acceptée.

Le nouvel art. 75b de la Constitution fédérale (Cst.) limite les résidences secondaires à 20% du parc des logements et de la surface brute au sol habitable de chaque commune. La Constitution oblige les communes à publier chaque année leur plan de quotas de résidences principales et l'état détaillé de son exécution. En outre, à partir du 1^{er} janvier 2013, plus aucune autorisation ne pourra être accordée pour des résidences secondaires, sous peine de nullité. Le 22 août 2012, le Conseil fédéral a décidé de l'Ordonnance sur la construction de résidences secondaires (ORS), en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2013. L'Office fédéral du développement territorial a rédigé à ce sujet un rapport explicatif. L'ordonnance et le rapport aident à répondre à certains problèmes urgents des autorités après l'acceptation de l'initiative. L'ordonnance s'applique jusqu'en mars 2014. D'ici là, il faut élaborer une législation d'exécution (cf. art. 197, ch. 9 Cst.).

Qu'est-ce qui est autorisé à partir du 1^{er} janvier 2013?

L'art. 2 de l'ORS sur le concept de résidence secondaire est difficile à comprendre. Le rapport explicatif établit que le domicile et le lieu de séjour hebdomadaire donnent droit à l'utilisation de résidences principales pour les

besoins d'une activité lucrative ou d'une formation dans la commune (aussi les logements mis par les entreprises à la disposition de leur personnel). Pour ces groupes cibles, de nouvelles constructions sont en tout cas possibles. A l'avenir, des résidences secondaires seront aussi autorisées à certaines conditions: les logements existants ou accordés de manière juridiquement valable avant le 11 mars 2012 peuvent, sous réserve des restrictions d'utilisation existantes et sans agrandissements, être convertis de résidence principale en secondaire et inversement. Mais si l'usage comme résidence principale a été garanti dans le livre foncier ou si la garantie a été spécifiée dans le permis de construire encore inexécuté, toute réaffectation est exclue. En outre, la réaffectation ne peut être abusive, c.-à-d. entraîner la construction ultérieure d'une nouvelle résidence principale.

Les hôtels existant depuis plus de 25 ans et dont la gestion n'est plus rentable selon un rapport d'expertise indépendant peuvent être transformés en résidences secondaires. D'autres hôtels peuvent être convertis en résidences secondaires destinées à l'exploitation touristique qualifiée, avec ou sans propriété par étages (appart'hôtels): logements non personnalisés, concept d'exploitation hôtelier, y compris l'infrastructure comme la réception, taille d'exploitation minimale. En outre, il faut prouver qu'une majorité des clients profite effectivement des prestations hôtelières et qu'une solution habituelle dans la branche existe pour le financement d'investissements de rénovation. L'usage propre par les propriétaires doit aussi être fortement limité (p.ex. à trois semaines en haute saison). Il ne suffit pas de proposer de nouveaux logements en location par le biais d'une structure de vente.

L'ORS autorise également la création de résidences secondaires dans des constructions protégées en tant qu'éléments caractéristiques du paysage (p.ex. rustici et mayens), si celles-ci répondent aux conditions strictes de l'OAT. De plus, les permis de construire basés sur des plans d'affectation spéciaux approuvés avant le 11 mars 2012 peuvent être jugés selon l'ancien droit, moyennant un plan d'affectation spécial très détaillé.

Carmen Walker Späh
Avocate possédant son propre cabinet, Zurich

Communes concernées

La liste annexée à l'ORS reprend les communes concernées par la limitation de la construction des résidences secondaires. Elle est provisoire, sera revue chaque année et permet aux communes d'apporter la preuve du contraire. La reprise d'une commune dans la liste peut aussi se faire dans le cadre d'une procédure d'appel.

La liste se base sur le nombre de résidences secondaires par rapport au parc de logements total d'une commune et non sur la comparaison de la surface brute au sol, la définition de cette dernière n'étant pas uniforme en Suisse. Ainsi, la réglementation est en contradiction avec la nouvelle disposition constitutionnelle qui exige aussi une comparaison de la surface brute au sol.

Procédure d'appel

Selon les communiqués de presse, l'association Helvetia Nostra qui a lancé l'article constitutionnel a introduit, jusque fin novembre 2012, 1400 recours contre des projets de construction de résidences secondaires. La question de savoir si, dans cette affaire, Helvetia Nostra dispose d'un droit de recours n'est pas juridiquement tranchée à ce jour. Helvetia Nostra dispose du droit de recours des organisations et appuie celui-ci sur certaines lois fédérales. Des arrêts publiés récemment par le tribunal cantonal du Valais et le tribunal administratif des Grisons dénie à Helvetia Nostra le droit de recours sur la construction de logements secondaires. La question est maintenant en instance au Tribunal fédéral. Par ailleurs, des riverains ont fait opposition. La légitimité de ces actions devra être examinée au cas par cas. Même si la disposition constitutionnelle n'a pas pour fonction première de les protéger, les riverains peuvent l'invoquer en rapport avec d'autres réclamations.

Les projets de construction concernés par les recours (notamment administratifs) ne sont pas autorisés de manière valide, ce qui interdit le début des travaux. Le sort de ces projets reste inconnu à ce jour. Si les tribunaux (le Tribunal fédéral en dernière instance) rejettent la recevabilité des recours, les projets acquièrent force de chose jugée et peuvent alors être réalisés dans leur version approuvée. Par contre, en cas de recevabilité du recours, se pose la question

du droit applicable. En règle générale, une modification juridique en cours de procédure d'appel est seulement prise en compte si l'imposition d'un intérêt public majeur ou le maintien de l'ordre public l'exigent ou si cela implique un droit plus clément pour les personnes concernées.

Mais même les autorisations conformes à la nouvelle ORS peuvent être contestées. Contrairement aux lois, il est possible de vérifier la conformité des ordonnances avec la Constitution fédérale. En principe, il y a donc un risque: le Tribunal fédéral pourrait décider qu'en certains points, l'ORS enfreint la nouvelle disposition constitutionnelle. La construction de résidences secondaires déjà approuvées serait alors impossible, malgré l'autorisation accordée.

Perspectives

Avec la consultation populaire du 11 mars 2012, l'aménagement du territoire, jusqu'à présent parent pauvre de la politique, est largement débattu sur la place publique. L'ORS a fourni aux investisseurs et aux autorités un rail de sécurité pour l'année et demie à venir. Nous verrons bien si elle résistera dans toutes ses parties aux contrôles judiciaires. Prochain épisode le 3 mars 2013, avec le vote sur une révision partielle de la LAT qui, en contre-proposition de l'Initiative pour le paysage, vise le déclassement de zones à bâtir surdimensionnées.

Dispositions des lois pertinentes

- Ordonnance sur la construction de résidences secondaires (ORS) et rapport explicatif: www.are.admin.ch/themen/raumplanung/00236/04094
- Loi sur l'aménagement du territoire (LAT): www.admin.ch/ch/d/sr/c700.html
- Ordonnance sur l'aménagement du territoire (OAT): www.admin.ch/ch/d/sr/c700_1.html
- Constitution fédérale (Cst.): www.admin.ch/ch/d/sr/c101.html

Points importants lors de l'achat immobilier

Si l'objet se trouve dans une commune concernée par la limitation de la construction des résidences secondaires, il faut avant tout vérifier minutieusement les éventuelles limitations d'affectation dans l'extrait du registre foncier. Même à défaut de mentions, il convient de clarifier le statut juridique du bien immobilier auprès de la commune concernée. Il est recommandé de consulter les documents initiaux de la demande de permis de construire; c'est d'ailleurs aussi dans l'intérêt du vendeur (garantie). Dans le domaine de l'hôtellerie, la nouvelle ordonnance préfère nettement les intérêts touristiques à la protection des sites. Les appart'hôtels sont soumis à des exigences renforcées qui n'ont plus grand-chose à voir avec la propriété par étages classique et pour lesquelles il doit y avoir un marché. D'une manière générale, cependant, la qualité d'une destination touristique dépend de ses attractions locales (infrastructure, sites construits, paysage et nature) dont profite finalement aussi l'acquéreur immobilier.

La révision de la LAT redéfinit les règles du jeu

La révision de la loi sur l'aménagement du territoire vise à restreindre l'étalement urbain en Suisse; un référendum controversé aura lieu en mars 2013. Or même si elle était adoptée, elle n'aurait que peu d'impact sur les prix immobiliers.

La loi sur l'aménagement du territoire (LAT) en vigueur depuis 1979 devait brider l'étalement géographique du marché immobilier; or en pratique, les forces du marché rabaissent l'efficacité de la LAT. En effet, les réserves de terrain bâissables telles que déterminées à l'époque étaient très généreuses: 180 000 des 300 000 hectares habitables du pays sont classés bâissables; le reste est essentiellement réservé à l'agriculture. Dans les zones développées, les réserves ne sont plus que de 15 000 hectares environ, pouvant accueillir un million d'habitants; 38 000 hectares ne sont pas encore développés.

Des défis dans l'aménagement du territoire

Deux difficultés essentielles entravent les objectifs d'aménagement. Tout d'abord, l'aménagement du territoire implique souvent une intrusion dans le droit de propriété. Le processus politique de mise en œuvre est donc particulièrement ardu, surtout si les indemnités ne sont pas considérées adéquates; cela entraîne souvent des accords en coulisses ou des zones bâissables démesurées. Deuxièmement, l'aménagement du territoire doit être planifié à très long terme; or les prévisions sur de longues durées ne sont jamais très fiables, ce qui laisse une grande marge de fluctuation.

L'étalement urbain grandissant et l'interprétation très généreuse de la LAT par les différents cantons ont entraîné une révision de la législation. Celle-ci prévoit trois changements qui concernent directement les propriétaires de terrains bâissables: le reclassement de zones non requises, la possibilité pour les cantons d'obliger la construction sur les terrains réservés et un prélèvement, de 20% au minimum, des bénéfices occasionnés par le classement du terrain en zone bâissable.

Rezonages

La LAT actuelle ne prévoit que le reclassement de terrains susceptibles d'être utilisés dans les

15 années suivantes. Avec la révision, les terrains bâissables non requis devront être reclassés. Comme il est impossible d'estimer précisément les besoins sur une telle durée, la nouvelle législation ne s'appliquera qu'aux terrains qui ne devraient jamais être en demande; une raréfaction de l'offre de terrain poussant à la hausse les prix immobiliers est donc peu probable. Les terrains bâissables non exploités et non nécessaires ont d'ailleurs une valeur plus élevée que les zones purement agricoles, du fait de la possibilité d'un usage futur lucratif; le montant des indemnités sera déterminé au cas par cas. Dans les cantons ayant pratiqué une politique de zonage généreuse, elles seront un critère de poids.

Obligation de construire

En donnant aux cantons la possibilité d'obliger la construction sur un terrain donné, la révision de la LAT vise à enrayer la spéculation et à densifier les centres urbains. On parle de spéculation

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Maciej Skoczek
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Aménagement du territoire – aperçu

Loi fédérale sur l'aménagement du territoire (LAT) – 22 juin 1979
(entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1980, avec des modifications)
Modification du 15 juin 2012 (référendum a eu lieu)
Date du vote – le 3 mars 2013

Modifications et compléments à la nouvelle loi sur l'aménagement du territoire

| | Article | Modifications/compléments les plus importants |
|-------------------------------|-----------------------|--|
| Objectifs | Art. 1 al. 1 et al. 2 | – Séparation de zone constructible et zone non constructible – Direction des surfaces d'habitat vers l'intérieur – Réalisation de zones résidentielles compactes |
| Principes de planification | Art. 3 al. 3 a bis | – Il faudrait prendre des mesures (...) pour la densification de la surface d'habitat |
| Compensation et indemnisation | Art. 5 al. 1 | – Taux de min. 20% sur les avantages de planification du sol affecté nouvellement et durablement à une zone constructible – Compensation devient exigible en cas de vente ou de projet immobilier – La taxe peut être déduite du gain pour calculer l'impôt sur les gains immobiliers |
| Contenu du schéma directeur | Art. 8a | – Chaque canton établit un schéma directeur – Les projets avec des répercussions sur l'espace et l'environnement nécessitent une base dans le schéma directeur |
| Zones constructibles | Art. 15 | – Les zones constructibles correspondent au besoin pour les 15 prochaines années – Les zones constructibles surdimensionnées doivent être réduites – Le terrain peut être attribué à une zone constructible s'il est requis au cours des 15 prochaines années et si le schéma directeur est respecté |
| | Art. 15a | – En cas d'intérêt public, il est possible d'imposer un délai pour la construction de terrains à bâtir |

Sources: Parlement fédéral, UBS

tion lorsqu'un terrain qui pourrait être bâti à profit est laissé en friche dans l'attente de bénéfices plus élevés dans un avenir ultérieur. L'obligation de construire privera le propriétaire d'une partie de l'appréciation potentielle. D'un point de vue macroéconomique, comme elle ne diminue pas l'offre, cette mesure ne cause pas de perte de richesse générale.

Cela dit, cet instrument ne devrait pas être utilisé souvent: premièrement, les surfaces constructibles non bâties en agglomération sont naturellement rares; ensuite, le boom immobilier actuel a réduit les attentes quant aux gains ultérieurs – que ce soit par la baisse des coûts de construction ou des prix de revente plus élevés. Cette mesure ne devrait donc avoir qu'un effet marginal sur la densification et ne devrait guère se répercuter sur le marché immobilier.

Prélèvement de la plus-value

Si la Suisse dispose de vastes surfaces constructibles non bâties, celles-ci se situent parfois dans des zones pour lesquelles la demande est inexistante. Or du fait de la croissance démographique, des zonages seront toutefois nécessaires dans les prochaines années. Si le référendum est approuvé, les propriétaires fonciers dont le terrain est zoné bâtissable devront désormais s'acquitter d'une redevance de 20% (au minimum) de la plus-value réalisée (outre la taxe sur les gains immobiliers), en cas de revente ou de développement du terrain. En supposant que seuls les terrains attrayants sont situés dans des zones à bâtir, construire ou vendre devrait s'avérer profitable pour les propriétaires fonciers. La charge fiscale additionnelle devra toutefois être déduite de leur marge de bénéfice; en effet, sans augmentation de la solvabilité des acheteurs, les prix de vente devraient rester à peu près inchangés.

Les prix immobiliers seront peu affectés

Les données disponibles ne permettent pas de déterminer précisément l'impact des plans d'aménagement sur les prix immobiliers. Dans les communes disposant de vastes surfaces bâtissables, l'appréciation devrait être plus lente que dans les communes manquant de réserves; cela dit, les études statistiques montrent que de 2007 à 2011, il n'y a pas eu de corrélation

notable entre surfaces bâtissables non exploitées et hausse des prix – même en tenant compte des différentes restrictions d'usage et des politiques d'aménagement cantonales, ou d'autres facteurs comme le taux de vacance ou le type de commune. Il semble donc que de nouvelles zones bâtissables ont été créées à mesure que la demande augmentait.

Rien de neuf sur le marché immobilier

Au niveau macroéconomique, les points les plus controversés de la révision de la LAT ne devraient pas faire de vagues sur le marché immobilier. D'autre part, la LAT ne devrait guère freiner l'urbanisation. Cela dit, la révision de la loi aura pour effet de rétablir la primauté de l'aménagement du territoire sur le marché immobilier en fixant de nouvelles règles. D'une perspective de long terme, ce qu'il faut retenir, c'est la nouvelle orientation de la loi en faveur de l'intensification urbaine – une tendance qui, du fait de la rareté fondamentale du terrain, devrait s'imposer dans les quartiers convoités, même sans intervention fédérale.

Le droit de superficie comme échappatoire

Selon la révision de la LAT, les terrains situés dans les endroits centraux ne pourront plus rester en friche; s'il manque les fonds propres, le revenu, le savoir-faire ou le temps, une vente du bien foncier s'imposera. Or ce n'est pas la seule possibilité: par exemple, si le terrain doit rester aux mains de la famille, on peut invoquer le droit dit «de superficie». Le propriétaire du terrain peut alors conférer à un investisseur le droit, pour une durée maximale de 100 ans, de construire au-dessus ou en dessous du sol ou d'utiliser un immeuble existant. En contrepartie, il reçoit une rente de droit de superficie; le niveau de cette rémunération est une question épineuse, au vu de la très longue durée de la servitude. Le taux d'intérêt se rapproche généralement des taux hypothécaires du moment ou des rendements du marché, et doit être revu régulièrement. Ce qui importe, c'est que la valeur sous-jacente du bien soit régulièrement ajustée aux prix du marché; si ce n'est pas le cas, l'investisseur assume l'essentiel des chances et risques liés aux fluctuations de la valeur du terrain. Une fois le droit de superficie échu, le propriétaire récupère les bâtiments existants en échange d'une indemnisation appropriée.

La protection des locataires entre respect de la loi et pratiques incertaines

En Suisse, la législation sur la protection des locataires vise essentiellement à éviter des rendements abusifs. Si pour les locataires, les conséquences négatives en sont jusqu'à présent limitées, ce n'est pas dû à la sagesse du législateur mais – paradoxalement – à une application incomplète de la loi.

La réglementation publique des rapports locatifs privés – appelée protection des locataires – a été, à l'origine, un effet secondaire des guerres du XX^e siècle. Déjà dans la Suisse neutre de la Première Guerre mondiale, face à l'inflation menaçante, à l'arrêt de la construction privée et à l'angoisse des locataires, les autorités ont instauré des mesures radicales comme le blocage des loyers avec protection contre la résiliation des baux. On appelle ce blocage sans condition des loyers et des rapports locatifs (comme l'interdiction d'expulser un locataire) la «réglementation de première génération».

Après le carcan, une relibéralisation progressive

L'échec de cette protection de première génération, avec ses mesures décourageant l'investissement – et nuisant finalement aux locataires eux-mêmes – ont amené, de manière irrégulière, des formes plus souples de réglementation (allant rarement jusqu'à une libéralisation complète). Tandis qu'une protection contre les résiliations était largement maintenue pour l'ensemble des contrats de location, dans beaucoup de pays sont apparus des systèmes permettant une certaine liberté lors des changements de locataires, voire, lors des baux à long terme, des ajustements de loyer strictement encadrés par la loi.¹ Ces systèmes hétérogènes – liberté contractuelle pour les nouveaux baux, protection contre les résiliations et rigidité durant les baux en cours – portent le nom de «réglementation de seconde génération».

A l'heure actuelle, la législation suisse de protection des locataires n'est pas tout à fait achevée, ni dans son esprit ni dans sa lettre. La notion floue de «loyer économique» et le maintien du plafonnement des loyers (sauf changement de locataire) signifient tout simplement que les loyers pourront se découpler

radicalement de la rareté objective des logements, si les revenus, la population et la rareté du sol augmentent. L'idée qu'un tel plafonnement décourage l'investissement, accentuant la pénurie de l'offre (en qualité comme en quantité), semble jusqu'à présent ne pas avoir troublé nos législateurs.

Dans la pratique, sur le marché suisse, le «loyer économique» défini dans l'absolu (suivant des calculs réglementaires et judiciaires), censé empêcher des hausses «abusives» n'est invoqué que dans de rares litiges, qui font d'ailleurs les manchettes.

D'ordinaire, on utilise plutôt la méthode dite «relative», plus simple, qui ne cherche pas à établir un loyer économique «objectivement juste», mais qui tient compte de l'inflation et des frais de capital (taux d'intérêt de référence) et – dans une moindre mesure – d'autres facteurs pour déterminer si les loyers peuvent être augmentés ou doivent être baissés.²

Une sagesse involontaire empêche l'aggravation de la pénurie de logements

Au-delà de ces «règles» et méthodologies, dans la réalité règnent des pratiques habituelles non écrites et floues, le «bon sens commun». Ainsi, peu de nouveaux locataires demandent à connaître les loyers versés par leur prédécesseur, et encore moins contestent un loyer pour son caractère «excessif», ce qui permet une certaine liberté contractuelle tacite lors de la conclusion de nouveaux baux. Aussi, tous les locataires n'exigent pas forcément les

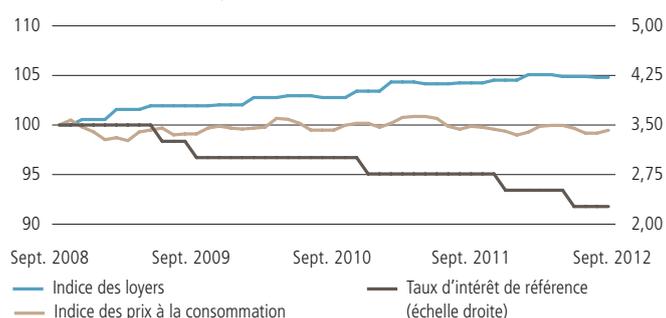
Prof. Jörg Baumberger
Professeur émérite à
l'Université de St-Gall (HSG)

¹ Jusqu'à dans les années 80, la tendance générale était en faveur d'une réglementation accrue, puis elle s'est inversée.

² Le calcul du «loyer économique» selon la méthode relative prend en compte les taux d'intérêt hypothécaires, la hausse des prix à la consommation, ou encore l'évolution des coûts d'entretien depuis la conclusion du bail. Selon la méthode absolue (censée être la règle mais rarement utilisée en pratique), même une première location peut comporter un «rendement excessif» ou un rendement normal sur «prix d'achat excessif».

Loyers en hausse et taux d'intérêt de référence en baisse

Indice des loyers (2008 = 100), indice des prix à la consommation (2008 = 100),
taux d'intérêt de référence en %



Sources: OFS, OFL

baisses de loyers prévues par la loi (p.ex. en cas de diminution du taux d'intérêt de référence); ce n'est qu'en cas de hausse qu'ils y regardent de plus près. Tout cela permet certains ajustements des loyers à la rareté effective de l'offre et d'éviter une explosion de la demande excédentaire.

Quelles qu'en soient les raisons exactes, la retenue des locataires face à une législation pas toujours applicable rend un service non négligeable à ceux qui déménagent, mais aussi, sur le long terme, à l'ensemble de la population locataire. En effet, le fait d'imposer durablement et partout des plafonds maintenant les loyers sous le niveau d'équilibre déterminé par la rareté finirait par entraîner toutes sortes de conséquences non intentionnelles autant qu'indésirables. Parmi celles-ci: un frein inutile et additionnel à la croissance du parc locatif – voire une diminution de ce dernier due à la conversion vers la vente –, une surconcentration des constructions neuves sur le logement en propriété, le manque d'entretien et de rénovations, la multiplication d'arrangements illécites chez les bailleurs comme les locataires (sous-locations cachées), la sélection des locataires selon des critères personnels ou sociologiques ou encore, dans certaines régions, lors des constructions nouvelles et rénovations, le foisonnement d'«appartements d'affaires» meublés, non réglementés.

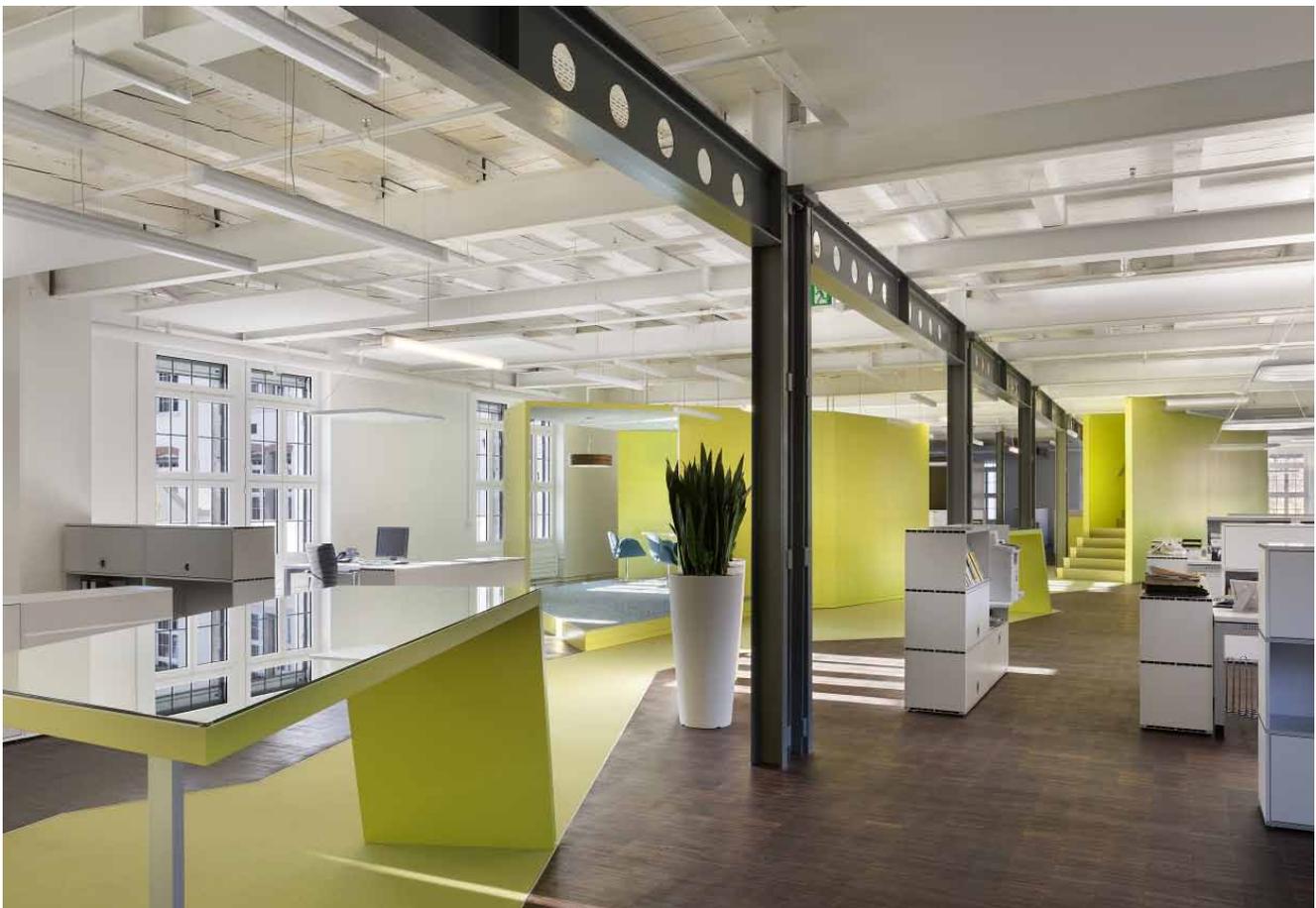
Dans certains pays, l'excès de réglementation des loyers – prétendument favorable aux locataires – s'est avéré être, avec les avantages fiscaux, la principale cause (non intentionnelle) de la croissance du logement en propriété; ainsi au Royaume-Uni, où la part des propriétaires est passée d'environ 10% au début du XX^e siècle à 66% en 1980.

Se méfier des trop bonnes intentions

Pour l'instant, les locataires en Suisse bénéficient généralement d'une interprétation non littérale du droit du logement locatif. Personne ne peut prédire si cette situation informelle est vouée à durer, ou si elle sera compromise quand les locataires exigeront le respect à la lettre de leurs droits – des droits bien intentionnés mais éventuellement contreproductifs. Trop de protection pour les locataires peut se révéler nuisible aux investisseurs et, avec le temps, aux locataires eux-mêmes.

Les «appartements commerciaux»: des rendements dopés

Les appartements commerciaux, ou «suites d'affaires», sont des habitations de taille réduite, habituellement loués meublés et avec des préavis de résiliation extrêmement courts. Cette flexibilité a son prix et peut assurer aux propriétaires (en particulier lors de la conversion d'objets existants ou de constructions nouvelles) des rendements temporairement très élevés. Dans les régions abritant les sièges de multinationales, la demande de tels logements, disponibles rapidement et pour de courtes durées, est dynamique. La clientèle de gens d'affaires exige un certain standing, pour lequel elle est prête à payer. Les loyers peuvent être deux ou trois fois supérieurs à ceux d'un bail normal, tandis que des services comme l'Internet ou le nettoyage sont facturés séparément. Cela dit, les frais de gestion et d'exploitation sont eux aussi plus élevés, à cause de la rotation rapide des occupants. Pour que cela en vaille la peine pour le propriétaire, le logement doit être loué pendant la moitié de l'année au moins. Dans tous les cas, s'ils sont bien situés (à proximité des centres d'affaires, d'un aéroport ou des entreprises concernées), la mise en location d'appartements commerciaux suite à une conversion devrait rapporter des rendements très avantageux.



Architecte: Architekturbüro Alfred Aanker, Olten
 Maître d'ouvrage: Head Office Weltbild Verlag, Olten

Immeubles commerciaux

Surfaces de bureaux – *risques de suroffre en Suisse alémanique*

Le marché suisse des surfaces de bureaux connaît à la fois un recul de la demande et une forte activité dans le neuf. Les grandes villes alémaniques sont les plus concernées. Les promoteurs vont devoir se préparer à une commercialisation plus exigeante des surfaces.

Les espaces économiques des cinq plus grandes villes suisses réalisent plus de 60% du produit intérieur brut. Pour les investisseurs immobiliers dans le secteur commercial, les grands centres urbains avec leur ceinture d'agglomération constituent l'univers de placement par excellence. Ces deux dernières années, environ 82% du volume des transactions reviennent aux régions des cinq grandes villes de Zurich, Genève, Bâle, Berne et Lausanne. Vu les différences dans la structure sectorielle, l'activité dans le neuf et le taux de vacance, les perspectives dans le domaine des bureaux varient toutefois sur les cinq principaux marchés.

Tendances variables de la demande

Sur la place bancaire de Zurich, la crise financière et le durcissement de la réglementation ont lancé des processus d'adaptation et obligé notamment les banques universelles à réduire leur personnel. Parallèlement, la consommation de surface par collaborateur est optimisée, ce qui freine la demande globale en surfaces de bureaux. Par contre, à Genève, seconde place financière suisse qui gère 10% de la fortune privée mondiale, la demande en surfaces ne devrait guère faiblir. La concentration sur la gestion de fortune pure, avec une diversification globale, s'est montrée résistante à la crise et été peu affectée, jusqu'à présent, par les conditions générales changeantes. En 2012, les effectifs des banques et gérants de fortune établis sur les deux rives du Rhône ont globalement augmenté. Dans la région de Bâle, la solidité du franc constitue actuellement le facteur de risque majeur pour la demande sur le marché des surfaces de bureaux. Vu la domination

Marcin Paszkowski
 Global Asset Management
 UBS SA

des industries pharmaceutique et chimique qui apportent la plus grande contribution au volume d'exportation national (35%), la compétitivité internationale de la région est étroitement liée à l'évolution des taux de change. A Berne par contre, la demande reste relativement stable, grâce à la prédominance de l'administration publique ainsi que des institutions proches de l'Etat fédéral (CFF, La Poste, Swisscom, etc.). Sans décisions d'orientation en matière de politique économique, il ne faut pas s'attendre à des mouvements significatifs de la demande dans la capitale.

Fort élargissement de l'offre en Suisse alémanique

Du côté de l'offre, le bas niveau des taux d'intérêt et la forte demande en placements immobiliers directs ont fait grimper nettement le nombre de projets de bureaux. Ces trois dernières années, les permis de construire octroyés ont atteint en moyenne une valeur de réalisation annuelle de 2,7 milliards de francs; la moyenne annuelle des 15 années antérieures était d'environ 1,8 milliard de francs. L'élargissement de l'offre est le plus marqué dans la région économique de Zurich, où plus de 250 000 m² de bureaux seront commercialisés ces 3 prochaines années. A Berne, l'expansion des surfaces représentera environ 140 000 m² d'ici à 2015. Et à Bâle, les nouveaux bureaux prévus avoisinent les 160 000 m²; selon les estimations, la construction de la Tour Roche et du Campus Novartis libérera à elle seule 30 000 m². Par rapport à la Suisse alémanique, l'expansion de la surface prévue sur le marché des bureaux genevois est plus modeste, avec 80 000 m².

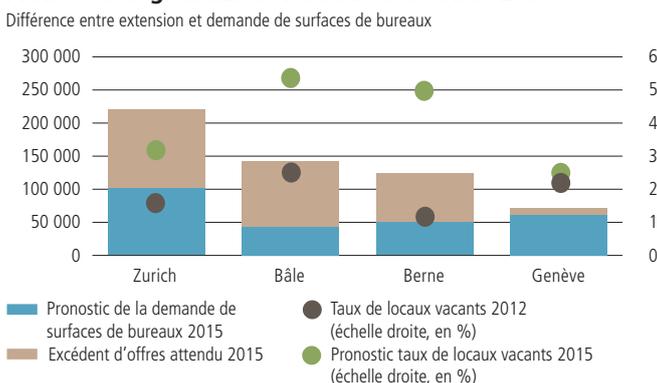
La coïncidence du recul de la demande avec l'extension de l'offre s'accroît donc en Suisse alémanique. Dans les quartiers périphériques et les communes de l'agglomération de Zurich, Bâle et Berne, on construit beaucoup de nouveaux bureaux modernes selon des conceptions inédites et à des conditions locatives intéressantes. Suite à la pression des coûts, de nombreuses entreprises profitent de cette nouvelle offre pour déplacer leurs sites du centre-ville vers la périphérie. Toutefois, un abandon massif des Central Business Districts (CBD) en faveur des nouveaux projets de construction

n'est guère envisageable; les baux de longue durée et les avantages d'un emplacement CBD en termes d'image limitent de tels bouleversements. En outre, on peut s'adapter au changement structurel de la demande par des mesures architecturales appropriées et un pricing individuel. D'ailleurs, les nouvelles constructions vont sans doute aussi subir une augmentation des taux de vacance et une pression sur les loyers.

Taux de vacance bas par rapport au niveau international

Pour absorber les nouvelles surfaces de bureaux prévues à Zurich, Bâle et Berne d'ici à 2015, le nombre d'emplois administratifs de la région devrait augmenter d'env. 35 000 personnes. Or, le pronostic dans les trois cantons ne prévoit que 14 000 employés administratifs. Les surfaces de bureaux créées sont donc deux fois supérieures à la demande réelle. Les promoteurs de projets alémaniques vont devoir se préparer à une commercialisation plus exigeante des surfaces ainsi qu'à une moindre solvabilité des investisseurs. Il ne faut pas s'attendre pour autant à des fluctuations du marché. Zurich, Berne et Bâle présentent actuellement des taux de vacance assez bas, qui, malgré la suroffre pronostiquée, ne devraient pas dépasser 6%. Par rapport à l'étranger où les taux de vacance sont supérieurs à 10% dans de nombreuses métropoles administratives européennes, les valeurs suisses restent donc confortables.

Pronostics régionaux de l'excédent d'offres 2015



Sources: Experian, Colliers, offices de statistiques de villes, calculs UBS

Surfaces de vente – *des loyers étonnamment robustes*

Les ventes au détail restent sous pression; ces temps-ci, c'est surtout la force du franc qui leur donne du fil à retordre. Malgré cela, les investisseurs continuent de convoiter les espaces de vente, du fait de leur grande performance; cela dit, les rendements devraient finir par diminuer.

Depuis la création de l'indice, en 2002, le rendement global des biens commerciaux en propriété directe en Suisse a été remarquable, d'après les données de l'Investment Property Databank (IPD). En 2011, il s'élevait à 8,3%, soit la somme du rendement du flux de trésorerie net – recettes de loyers nettes rapportées au capital lié (4,5%, stable) – et du rendement dû à l'appréciation (3,8%), particulièrement élevé grâce à la forte demande de biens d'investissement. Le calcul englobe 383 immeubles d'une valeur vénale de près de 35 millions de francs. Comme, depuis l'introduction de l'indice IPD, l'immobilier commercial n'a guère connu de faiblesses, son rendement global sur 10 ans dépasse les 100%! Les autres segments de l'immobilier n'ont certes pas égalé celui-ci, mais ont tout de même affiché des rendements très appréciables, de l'ordre de 73%, voire 82%.

L'offre change de structure

Malgré les signaux négatifs – conjoncturels comme monétaires –, les surfaces commerciales à louer ont bien évolué. Pendant les trois premiers trimestres de 2012, les loyers proposés (pour les nouveaux baux, premières locations ou locations à neuf) ont connu une hausse en moyenne de 5% (selon Wüest & Partner), soit la plus forte augmentation depuis 12 ans. Cette évolution est essentiellement due à la métropole zurichoise, où les loyers proposés ont véritablement explosé au premier semestre 2012, avec plus de 10% par rapport à la période précédente. Dans d'autres centres urbains aussi, les loyers ont connu dernièrement de fortes variations. Cela peut être attribué au fait que de plus en plus de surfaces commerciales arrivent neuves sur le marché (bien situées, en centre-ville), avec des loyers proposés relativement élevés; les constructions nouvelles ont en effet bien accéléré ces dernières années, tout comme les liquidations d'entreprises. Enfin, à l'étranger proche, le tou-

risme commercial s'est intensifié du fait de la force du franc.

La force du franc transforme la compétition

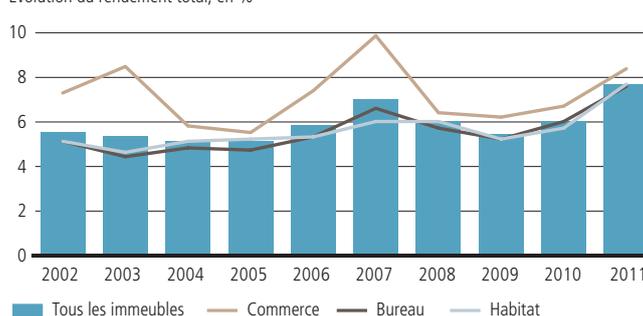
Ces chiffres encourageants pour les immeubles commerciaux ne doivent pas faire oublier que les défis du commerce de détail demeurent importants et multiples. Le moral des consommateurs s'est assombri ces derniers trimestres: l'indice correspondant reste négatif depuis avril 2011, après une courte reprise suite à la crise financière. Du fait de la faiblesse de l'euro, les commandes au détail en Suisse déclinent au profit de l'étranger: d'après les estimations de l'institut de sondages GfK, les achats à l'étranger s'élevaient en 2011 à 2,5 milliards de francs (sur des ventes au détail en Suisse d'environ 97 milliards au total en 2012), soit le double de 2008. Parallèlement, en 2011, les achats en ligne à l'étranger des Suisses ont augmenté de 10%, dépassant pour la première fois l'an passé le seuil de 600 millions de francs. En outre, les touristes étrangers boudent le pays, ce qui pèse aussi sur les chiffres du commerce de détail.

Dans le contexte monétaire actuel, le commerce de détail suisse se voit confronté à une nouvelle dimension concurrentielle. Jusqu'à récemment, seuls les conglomérats internationaux qui convoitaient le lucratif marché suisse étaient perçus comme une menace; ainsi, la part du chiffre d'affaires s'en allant vers les commerçants étrangers est passée d'environ 9% en 2000 à près de 15% actuellement; hors alimentation, les entreprises étrangères comptent pour 27% (selon GfK). La force du

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Les surfaces commerciales surpassent d'autres secteurs

Evolution du rendement total, en %



Sources: IPD, UBS

franc accentue encore davantage la concurrence-prix, ce qui se reflète dans l'inflation légèrement négative prévue pour 2012. C'est surtout grâce à une immigration dynamique, stimulant la demande, que ces baisses de prix n'ont pas trop plombé les ventes; il n'est donc pas surprenant que les centres commerciaux poussent comme des champignons, malgré les conditions peu encourageantes.

Prévision de rendements réels en baisse

En 2011, les ventes au détail ont chuté de 1,6% (chiffres nominaux), une baisse jamais vue en 20 ans. Toutefois, malgré la crise financière de

2008 à 2009, l'évolution entre 2003 et 2010 a été remarquable par rapport aux années précédentes: les ventes au détail (nominales) ont augmenté pendant cette période de 18% (pour une inflation globale de 6% seulement). Jusqu'au troisième trimestre de 2012, les chiffres de cette année laissaient espérer que la baisse pourrait cesser. Or en 2013, les multiples défis ne devraient pas se dissiper; malgré la croissance démographique, il ne faut donc pas s'attendre à un rebond des ventes. Les détenteurs d'immeubles commerciaux en propriété directe devront probablement s'habituer à des rendements globaux plus faibles.

Aperçu des immeubles commerciaux

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

| | 2013 ¹ | 2012 ² | 2011 | 2010 | 10 ans ³ |
|--|-------------------|-------------------|------|------|---------------------|
| Emploi, chiffres d'affaires et climat | | | | | |
| Emploi bureaux, en équivalents temps plein | 1,1 | 2,3 | 1,4 | 0,3 | 1,6 |
| Emploi commerces, en équivalents temps plein | 1,0 | 0,2 | 0,3 | 1,1 | 0,3 |
| Chiffres d'affaires du commerce de détail, valeur réelle | 0,5 | 2,8 | 1,1 | 2,7 | 2,1 |
| Indice du climat de consommation, valeur moyenne | – | –13 | –3 | –6 | –10 |
| Surfaces de bureaux | | | | | |
| Loyers de l'offre pour surfaces de bureaux | 1,5 | 4,9 | –1,4 | 0,1 | 0,8 |
| Taux de locaux vacants pour surfaces de bureaux | 4,5 | 4,2 | 4,3 | 4,3 | – |
| Rendement cash-flow net | 4,8 | 4,8 | 4,9 | 4,8 | 4,9 |
| Rendement du capital | 0,5 | 1,0 | 2,7 | 1,2 | 0,8 |
| Rendement tot. de l'invest. direct dans les bureaux | 5,3 | 5,8 | 7,6 | 6,0 | 5,7 |
| Surfaces de vente | | | | | |
| Loyers de l'offre pour surfaces de vente | 2,0 | 6,3 | 0,9 | 2,4 | 1,5 |
| Rendement cash-flow net | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,6 | 4,8 |
| Rendement du capital | 1,0 | 1,5 | 3,8 | 2,2 | 2,3 |
| Rendement tot. de l'invest. direct dans la vente | 5,5 | 6,0 | 8,3 | 6,8 | 7,1 |

¹ Prévision UBS

² Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 3.1.2013)

³ Moyenne: 2003 à 2012

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

Les centres commerciaux *plaisent aux investisseurs*

On dénombre 168 centres commerciaux en Suisse. 10 nouveaux établissements sont en construction et 19 autres viendront s'y ajouter à moyen terme. Bien que les investissements soient actuellement peu coûteux, les possibilités sont relativement limitées sur le marché suisse. Les gros investisseurs peuvent s'engager sur le marché étranger des centres commerciaux, beaucoup plus dynamique.

Après des années de croissance stable, le chiffre d'affaires des centres commerciaux suisses a reculé de 1,9% en 2011 selon l'institut de sondages GfK. Les petits et moyens établissements (surface commerciale maximale de 40 000 mètres carrés) situés à proximité des frontières ont accusé les plus fortes pertes. Cette baisse des revenus s'explique par la pression actuelle exercée sur les prix et les marges, la montée de la concurrence et la force du franc. Pourtant, de nouveaux centres commerciaux sont érigés chaque année: depuis l'an 2000, cinq nouveaux centres ont ouvert leurs portes chaque année, ce qui correspond à une hausse annuelle de la surface commerciale totale de près de 74 000 mètres carrés. En 2011 aussi, la surface de vente à louer a progressé de 3,6%, soit 83 000 mètres carrés. La surface de vente totale des centres commerciaux suisses avoisine aujourd'hui 2,5 millions de mètres carrés (soit à peu près la moitié du lac de Baldegg, dans le canton de Lucerne). Elle a crû de plus de 30% depuis 2005.

La Suisse fonctionne autrement

En dépit de la forte extension des surfaces au

cours des dernières années, les centres commerciaux helvètes ne réalisent qu'à peine 17% du chiffre d'affaires du commerce de détail dans le pays. La moyenne étrangère se situe à 25%. Cette différence résulte notamment de l'armature urbaine du Plateau suisse, dominée par les villes. Cependant, la surface commerciale par millier d'habitants est très élevée en Suisse avec 305 mètres carrés, contre une moyenne européenne de 247. Chez nos voisins aussi, les disparités sont énormes: l'Autriche dispose de 323 mètres carrés de surface commerciale par millier d'habitants, contre seulement la moitié en Allemagne.

La taille moyenne des centres commerciaux est aussi sensiblement différente d'un pays à l'autre. La surface moyenne à louer dans les plus grands centres commerciaux du monde correspond à neuf fois la surface d'un centre commercial suisse moyen. Mais la taille ne garantit pas à elle seule la réussite. La productivité est beaucoup plus importante. Or, les centres commerciaux suisses affichent dans l'ensemble une excellente productivité avec plus de 10 000 francs de chiffre d'affaires par mètre carré. En effet, contrairement à d'autres pays, les locataires principaux et les «enseignes piliers» appartiennent au secteur alimentaire qui dégage des revenus énormes. Certains centres commerciaux adoptent une autre stratégie. C'est le cas par exemple de Sihlcity, à Zurich, qui héberge non pas des chaînes de magasins alimentaires, mais des boutiques de mode qui proposent des vêtements de marque coûteux. Sa productivité est

Sergio Günthardt
Wealth Management & Swiss
Bank, UBS SA

Amine Hamdani
Wealth Management & Swiss
Bank, UBS SA

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Plus grands centres commerciaux de Suisse

en surface commerciale utile

| Nom | Localité | Surface (en m ²) |
|-------------------|--------------|------------------------------|
| Shoppi Tivoli | Spreitenbach | 78 040 |
| Shopyland | Schönbühl | 48 818 |
| Glattzentrum | Wallisellen | 43 387 |
| Sihlcity | Zurich | 42 466 |
| Balexert | Genève | 42 226 |
| Gäupark | Egerkingen | 40 470 |
| Centro Lugano Sud | Grancia | 39 580 |
| Shopping Arena | St-Gall | 36 500 |
| Marin Centre | Marin | 36 000 |
| Emmen Center | Emmenbrücke | 34 314 |
| Moyenne | | 44 180 |

Source: GfK

Plus grands centres commerciaux du monde

en surface commerciale utile

| Nom | Pays | Ville | Surface (en m ²) |
|-----------------------|-------------|---------------|------------------------------|
| New South China Mall | Chine | Dongguan | 600 153 |
| Golden Resources Mall | Chine | Beijing | 557 419 |
| SM City North Edsa | Philippines | Quezon City | 482 878 |
| 1 Utama | Malaisie | Petaling Jaya | 465 000 |
| Persian Gulf Complex | Iran | Shiraz | 450 000 |
| Central World | Thaïlande | Bangkok | 429 500 |
| Isfahan City Center | Iran | Isfahan | 428 000 |
| Mid Valley Megamall | Malaisie | Kuala Lumpur | 420 000 |
| Cehavir Mall | Turquie | Istanbul | 420 000 |
| Sunway Mall | Malaisie | Subang Jaya | 396 000 |
| Moyenne | | | 464 895 |

Source: Emporis.com

relativement faible avec 8000 francs par mètre carré.

Les centres commerciaux suisses ferment souvent leurs portes aux investisseurs

Sur le marché suisse, la rentabilité nette des centres commerciaux tourne aux alentours de 4,5%, en fonction de leur emplacement, de la durée des baux et de la solvabilité des locataires principaux. Contrairement aux Suisses, les investisseurs internationaux recourent fortement au financement externe (entre 70 et 80%) et à un amortissement élevé, deux procédés qui font grimper la rentabilité. Dans notre pays, les mastodontes suisses de la grande distribution dominent souvent le marché des centres commerciaux. Coop, Migros et Manor sont eux-mêmes propriétaires. Sur les marchés immobiliers arrivés à maturation, en Allemagne par exemple, les centres commerciaux sont généralement exploités par des sociétés de gestion, qui sont essentiellement chargées de concevoir, diriger et administrer l'établissement. Il s'agit généralement de fonds de placement immobilier (FPI) ou d'autres véhicules, par exemple des fonds de placement ou des fonds de placement ouverts, parmi lesquels on peut citer Vastned Retail, Capital Shopping Centres, Unibail-Rodamco ou Klépierre.

Les possibilités d'investissement sont limitées sur le marché suisse des centres commerciaux. D'une part, les grands centres sont souvent des objets d'importance stratégique, où les chaînes de grande distribution, qui sont aussi les propriétaires des lieux, disposent du pouvoir de décision. C'est la raison pour laquelle elles hésitent actuellement à vendre leurs centres commerciaux. D'autre part, les prix exigés pour les objets sont aujourd'hui trop élevés aux yeux des investisseurs. En d'autres termes, leur rentabilité est jugée insuffisante.

Une solution: miser sur le dynamisme des marchés étrangers

L'évolution démographique, la montée de la classe moyenne et la hausse du revenu disponible dans les pays émergents ont favorisé la multiplication et le développement des centres commerciaux à travers le monde. Les centres commerciaux proposent aujourd'hui plus que de simples marchandises. Ils sont devenus des

centres de divertissement, de créativité, de loisirs et même de culture. De nouveaux concepts commerciaux et les nouvelles technologies modifieront encore l'expérience des consommateurs dans les prochaines décennies.

Attirés par ce bouleversement structurel, les promoteurs et investisseurs immobiliers s'intéressent davantage aux centres commerciaux depuis quelques années. Les principaux acteurs du marché se concentrent en Amérique du Nord et en Asie. Il s'agit de fonds d'Etat (les autorités d'investissement d'Abou Dhabi et du Qatar), de grandes sociétés de développement immobilier (CapitaLand, groupe Westfield) et de fonds de placement (Blackstone, CBRE).

Les transactions internationales portant sur des centres commerciaux se chiffrent généralement à plus d'un milliard de dollars. Les centres commerciaux étrangers dégagent habituellement une rentabilité comprise entre 4 et 7,5% en fonction de leur emplacement, de la durée des baux, de l'ancienneté de l'objet et des besoins d'investissement. La rentabilité des «objets trophées» (dont la valeur n'est pas uniquement déterminée par des critères financiers, ndt) peut aussi descendre sous les 4%. La Qatar Investment Authority a dépensé 1,5 milliard de livres sterling pour acquérir Harrods Londres, dont la rentabilité est probablement inférieure à 5%.

L'«effet Apple»

Les enseignes piliers des centres commerciaux augmentent l'assiduité des clients. Ils sont aussi appelés «magasins aimants» en référence à leur pouvoir d'attraction sur le chaland. Selon une étude de faisabilité réalisée par la société de conseil immobilier Cushman & Wakefield, le concept des enseignes piliers est actuellement évalué aux Etats-Unis, notamment dans les centres commerciaux à faible productivité (chiffre d'affaires relativement faible par unité de surface). Les magasins piliers traditionnels sont de plus en plus remis en question et remplacés le cas échéant par des enseignes modernes.

Les résultats sont impressionnants dans les centres commerciaux américains où un magasin Apple fait office d'appât. La productivité moyenne de ces établissements a littéralement explosé grâce à l'«effet Apple», avec des hausses dépassant parfois les 50%.

Financer les projets de nouveaux hôpitaux: *un défi*

Vétustes, les infrastructures hospitalières doivent être renouvelées et réorganisées. Même si le «pipeline» des projets est bien rempli, les financements restent pour l'instant problématiques. Nous tablons donc sur un nouveau dimensionnement des projets.

Depuis l'entrée en vigueur début 2012 de la révision de la loi fédérale sur l'assurance-maladie (LAMal), les hôpitaux doivent se financer par des forfaits par cas et des suppléments pour frais d'investissement ajoutés à ces forfaits.¹ Voilà longtemps que les budgets globaux et la couverture des déficits par l'Etat n'existent plus; or les mentalités ne se sont pas partout ajustées aux nouvelles réalités.

Des projets bien définis, mais des financements difficiles

Vétustes, les infrastructures hospitalières en Suisse sont en fin de cycle; or les soins à la population doivent rester d'excellente qualité, tout en étant soutenables économiquement. Parallèlement, les forfaits par cas ont accru la concurrence et forcent à l'efficacité. De part et d'autre du pays, des projets ambitieux sont en cours dans le secteur hospitalier, qui dépassent souvent les 100 millions de francs et atteignent parfois le milliard de francs; en effet, pour les établissements de moins de 100 à 150 lits, offrir, en plus des soins de base, une palette complète de traitements n'est plus guère rentable. Beaucoup d'experts du secteur exigent un minimum de 200 lits par établissement, afin que les différents services spécialisés puissent traiter un nombre suffisant de cas. La valeur des projets planifiés s'élève à près de 15 milliards de francs; or il ne s'agit pas seulement de les réaliser et de les exploiter à fond, mais aussi et surtout de les financer. La ruée des hôpitaux vers les nouveaux investissements d'expansion rend ce financement problématique.

Ce sont surtout les hôpitaux délivrant beaucoup de prestations liées à la LAMal (assurance de base) et soumis par là au décompte des forfaits par cas de SwissDRG² qui sont entravés dans leurs projets d'expansion et de rénovation. Avec l'arrivée prévue des indemnités par prestation (forfaits par cas), de tels investissements ne sont envisageables que si les projets sont ultra-

optimisés. Les chefs d'établissement doivent donc examiner en profondeur le processus de réalisation et chaque appel d'offres. Dans l'idéal, un appel d'offres comprend la conception, la construction et l'exploitation du projet. Les projets (de construction à neuf comme de rénovation) sont confrontés à la dure réalité dès la question du prix; certains ont d'ailleurs déjà été abandonnés. Nous tablons donc sur un nouveau dimensionnement considérable des plans d'investissement actuels.

Le comportement des banques diffère

Comme pour le financement habituel d'entreprises, les banques accordent une importance primordiale à la capacité d'endettement des hôpitaux lors de l'évaluation des projets. La question centrale est de savoir quel endettement permet les flux de trésorerie disponibles (FTD)³ prévus. La capacité d'endettement se calcule comme étant la valeur actuelle⁴ de la somme des FTD attendus sur une certaine période, qui varie selon les projets et les banques; la valeur des biens immobiliers de l'hôpital est ici secondaire. D'autres banques, au contraire, voient les financements hospitaliers comme des opérations immobilières, et s'appuient donc davantage sur la valeur vénale ou substantielle de l'établissement.

La principale différence entre les deux attitudes réside dans leur horizon temporel: lors du calcul de la capacité d'endettement de l'explo-

Niklaus Scheerer
Wealth Management & Swiss Bank, UBS SA

Christian Unternährer
Wealth Management & Swiss Bank, UBS SA

¹ Cf. UBS real estate focus (janvier 2011), «L'immobilier hospitalier en pleine mutation».

² SwissDRG SA (Swiss Diagnosis Related Groups) est le nouveau système tarifaire des séjours hospitaliers en soins somatiques aigus, qui, d'après la dernière révision de la loi sur l'assurance-maladie, règle dans toute la Suisse la rémunération des prestations en fonction de forfaits par cas.

³ Fonds générés au cours d'une période donnée, utilisés ni pour les frais d'exploitation ni pour les dépenses d'investissement.

⁴ La valeur actualisée désigne la valeur à ce jour des versements futurs attendus.



Insephital Berne. © KEYSTONE/Gaëtan Bally

tation, les FTD sont estimés sur une période d'environ 15 ans, alors que l'approche immobilière les estime sur 30 ans ou plus. On ne sait pas encore quelle approche se révélera la bonne. Au vu des nouvelles conditions-cadres régissant les hôpitaux et des métamorphoses structurelles probables, nous sommes d'avis que prédire des flux de trésorerie sur plus de 15 ans est peu réaliste. Il subsiste en effet bien trop d'incertitudes sur la valeur des cas de base,⁵ sur le niveau équitable des contributions publiques aux frais d'investissement et sur leur évolution au fil du temps.

Le double rôle de l'Etat

Le rôle que joueront les pouvoirs publics rend encore plus difficile toute estimation. Un an après l'introduction des nouveaux financements, l'Etat continue de distordre la situation, en fournissant des couvertures de déficits, des crédits bon marché, des subventions aux investissements, etc.

Entre deux hôpitaux, lequel est le plus solvable et le plus solide à long terme? Un établissement efficace aux infrastructures ciblées fonctionnant sans subventions ni garanties publiques, ou une clinique moins efficace offrant des chambres bien équipées aux patients et bénéficiant d'une garantie des autorités locales? Les banques doivent se poser ce type de questions lors de l'examen des crédits car les projets hospitaliers ambitieux des établissements se livrent une concurrence rude, malgré la croissance attendue du marché de la santé. La situation se complique encore plus lorsque les pouvoirs publics distordent le marché et le développement des établissements.

Mieux vaut peut-être patienter

Sans soutien de l'Etat, beaucoup de projets auraient bien du mal à trouver des financements, les capitaux propres ne parvenant pas à combler l'écart entre le volume d'investissement et la capacité d'endettement. Les hôpitaux bien établis dans les soins médicaux au sein d'une région feraient mieux de patienter avant de s'engager dans de grands projets d'expansion, jusqu'à ce que les premières leçons du nouveau système de financement aient été tirées et que les conditions-cadres soient bien établies. Cela permettrait de

réduire le risque d'échec dû à toutes les inconnues actuelles, et aussi la prime de risque correspondante lors du financement.

Mais pour les établissements qui servent des créneaux de marché très spécifiques, la «fuite en avant» pourrait être une bonne situation pour s'assurer une nouvelle clientèle et renforcer leur position dans le secteur. Du fait des risques liés à une telle stratégie de croissance, son financement devra toutefois se faire par fonds propres ou endettement dit «mezzanine».⁶

⁵ Montant qui sert de base au calcul des tarifs Swiss-DRG pour les traitements hospitaliers.

⁶ Forme intermédiaire de financement, entre les capitaux propres et les fonds de tiers.

Investir sainement

Les investissements considérables qui se profilent dans le secteur hospitalier suisse posent des défis à toutes les parties prenantes, défis qui recèlent non seulement des risques, mais aussi des opportunités pour les investisseurs. Le marché de la santé est peu cyclique et présente un potentiel de croissance certain, du fait de la démographie et du vieillissement de la population. Des placements sélectifs dans les constructions hospitalières neuves en Suisse, du côté des fonds de tiers, devraient rapporter nettement plus que les obligations fédérales suisses. Des instruments de placement adaptés devraient voir le jour dans les deux prochaines années et faciliter des placements diversifiés dans les constructions d'infrastructures. Outre les projets dans les hôpitaux, ces instruments devraient englober le secteur de l'énergie et celui des transports, qui ont eux aussi des besoins d'investissements pressants, sans financements assurés. Ces instruments devraient constituer une alternative aux financements bancaires, mais servir de complément en particulier pour les longues durées, toujours plus rarement disponibles auprès des banques, en raison des exigences en matière de capitaux propres.

Des lieux de travail innovants pour *augmenter durablement la productivité*

Des bureaux ouverts et modulables permettent d'agencer sur mesure les espaces de travail. Parallèlement, les entreprises se doivent d'optimiser leur productivité de manière durable. Les nouveaux concepts de lieux de travail peuvent parfois réduire considérablement les frais d'exploitation immobiliers.

Avec la généralisation des technologies de communication, flexibilité et mobilité ne cessent de gagner en importance, au point de devenir synonymes d'efficacité. Les nouvelles possibilités en matière de technologie et d'information transforment notre quotidien, influencent de plus en plus notre rythme de travail et notre comportement au bureau, mêlant toujours plus notre vie privée à notre vie professionnelle. Adapter son mode de travail n'est donc plus seulement souhaitable: c'est devenu indispensable. D'ailleurs, proposer de nouveaux modèles de travail est une manière pour les entreprises d'attirer et de conserver la main-d'œuvre la plus qualifiée et la plus performante. Parallèlement à ces évolutions, les entreprises sont souvent confrontées à des conditions de marché difficiles, qui les poussent à optimiser leurs coûts en permanence. Pour cela, les entreprises de services misent de plus en plus sur des espaces de travail novateurs, comme les bureaux décloisonnés, dits «paysagers» (open-space, ou encore multi-space).

Ces solutions flexibles et ouvertes se fondent sur le principe du desk-sharing, une approche visant à réduire les surfaces nécessaires en permettant à plusieurs collaborateurs de partager un même poste de travail. De nombreuses études montrent en effet que beaucoup de salariés n'utilisent pas pleinement leur poste de travail personnel: congés, formations, service civique ou militaire, ou encore réunions à répétition sont quelques-unes des raisons qui éloignent un salarié de son bureau. Aussi, dans le cas des emplois à temps de travail flexible (télétravail, bureau à domicile), disposer d'un bureau physique permanent n'est parfois même plus une nécessité. Le desk-sharing permet à un collègue d'utiliser le poste de travail pendant une absence.

Les collaborateurs n'ont donc souvent plus de poste de travail attribué, mais plutôt un espace comportant divers outils, fonctionnalités et appareils, qui permet de se concentrer sur les tâches tout en encourageant la créativité et l'interaction avec les collègues. En fonction des missions et des besoins, les collaborateurs recréent chaque jour leur poste de travail au sein d'une home-base (zone dédiée à leur équipe).

Les avantages des bureaux décloisonnés

Outre la meilleure utilisation des postes de travail, le desk-sharing permet une planification stratégique plus souple de l'espace. Ces dernières années, les entreprises avaient tendance, dans les phases de croissance, à acquérir de nouvelles surfaces, parfois en réserve pour l'avenir. Or ces expansions avaient lieu au même moment pour toutes les sociétés, ce qui provoquait une hausse des prix immobiliers. En phase de récession, les espaces devenaient inoccupés et fragmentés, ce qui causait des pertes financières (p.ex. dépréciations, assainissement ou entretien). La réduction de ces coûts ne pouvait se faire qu'en déménageant les travailleurs dans un nouveau site consolidé; les surfaces vidées étaient alors louées ou revendues. Grâce au nouveau concept de bureau avec son agencement standardisé (p.ex. 90% fixes, 10% adaptables aux souhaits du client) et à l'occupation multiple, la planifica-

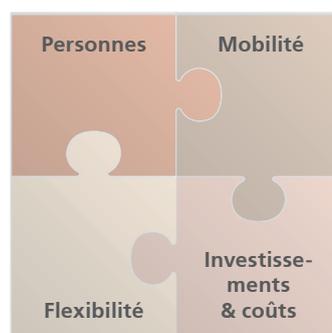
Harald Egger
Corporate Real Estate
UBS SA

Thomas Gehrig
Corporate Real Estate
UBS SA

Natalie Simone Puipe
Corporate Real Estate
UBS SA

Exigences-clés pour les postes de travail de l'avenir

Stratégie de poste de travail innovante



- **Personnes**
Satisfaction des employés et rétention
- **Flexibilité**
Ajustement des postes de travail à la nouvelle organisation
- **Mobilité**
Adaptation à différentes méthodes de travail et à différents besoins
- **Investissements & coûts**
Stratégies immobilières de long terme et optimisation des coûts

Source: UBS (programme «Workplace for the future»)

tion de l'espace s'ajuste bien plus facilement aux fluctuations de l'activité tout en restant économique, en jouant sur le taux de partage (sharing ratio: proportion de travailleurs par rapport au nombre de places de bureau).

En outre, l'ameublement uniformisé, dans des espaces polyvalents et non personnalisés, permet de réduire les frais d'équipement à long terme. La standardisation réduit aussi considérablement les frais de déménagement, puisque les meubles n'ont pas à être emportés.

L'open-space ne convient pas partout

La décision d'adopter ou non des bureaux décroissés dépend de plusieurs facteurs. Par exemple, l'open-space ne se prête pas bien aux immeubles anciens, qui ont souvent des plans d'étage complexes et des murs épais. De même, le desk-sharing ne convient pas à toutes les organisations ni à tous les travailleurs, en particulier s'ils nécessitent des infrastructures informatiques spéciales ou un entreposage volumineux; il faut tenir compte des tâches, mais aussi des responsabilités et des processus. Enfin, les circonstances locales, comme les exigences réglementaires ou la mentalité culturelle, ne doivent pas être négligées.

Les analyses de l'utilisation de l'espace, les enquêtes auprès des travailleurs et les entretiens individuels sont de bons moyens d'aider à la décision, avant comme après l'introduction d'un nouveau concept d'aménagement. Ainsi, les analyses dites de «pre-occupancy», effectuées de six à douze mois avant le changement, servent à définir quels thèmes et besoins doivent être pris en considération; les résultats guident la suite du projet et l'agencement de l'espace. Quatre à six mois environ après l'emménagement, les analyses «post-occupancy» cherchent à savoir comment se sentent les employés à leur nouveau poste de travail et s'il reste des problèmes à résoudre.

Le «change management», pour relier le neuf à l'ancien

Toute mise en place d'une nouvelle organisation de l'espace de travail nécessite un processus sérieux, qui implique activement les collaborateurs, en leur donnant l'occasion d'influencer les décisions, de mieux les comprendre et de les accepter. Les cadres supérieurs et gestionnaires y ont aussi un rôle important à jouer: ils doivent montrer l'exemple, et éventuellement ajuster leur style de gestion aux nouvelles circonstances. La communication devient alors essentielle au quotidien; avec les bureaux virtuels, il y a en effet le risque que la solidarité de l'équipe et l'identification à l'entreprise s'affaiblissent.

Workplace for the future (WFF) chez UBS

Le concept d'espace de travail «Workplace for the future» a été lancé chez UBS en 2010. Entretemps, déjà quatre complexes de bureaux à Zurich et un immeuble à Bâle ont été reconfigurés selon le nouveau concept, pour un total de 6000 collaborateurs. Le projet suivant arrivera au printemps: 2400 collaborateurs emménageront dans le nouveau bâtiment d'UBS, au numéro 21 de l'Europaallee, près de la gare centrale de Zurich. Sur la base d'un sharing ratio de 1,2, le bâtiment hébergera environ 2000 postes de travail, ainsi que 140 salles de réunion et 140 bureaux individuels.

Contrairement aux autres projets, les collaborateurs qui emménageront dans l'Europaallee ont eu la possibilité de participer à l'élaboration des plans et de visiter une exposition qui reproduisait leur futur environnement de travail grandeur nature. Leur implication dans le projet a permis une bien meilleure acceptation du concept WFF, les collaborateurs s'y étant intéressés bien plus tôt.



Architecte: Sven Stucki Architekten, Berne
Objet: Kulturcasino Berne

Immobilier côté en bourse

Les actions immobilières – *retour à la normale*

Cette année devrait s'avérer plutôt modeste pour les cours de l'immobilier. Les sociétés immobilières cotées devraient optimiser leurs rentrées de loyers et ajuster leurs stratégies, ce qui représente certes des opportunités, mais aussi des risques.

En 2012, pour la première fois depuis des années, les actions immobilières ont subi des revers: ayant connu des sommets jusqu'en été, elles ont chuté cet automne. Par rapport au Swiss Performance Index, les actions immobilières n'ont cessé de bien performer depuis début 2008; mais à partir de l'automne 2011, elles n'ont pu dépasser le marché global – sauf une brève reprise au printemps 2012. Seules les actions industrielles comprenant des activités immobilières, comme Flughafen Zürich, Metall Zug et Implenia, ont affiché l'an dernier des performances globales à deux chiffres.

SPS, Züblin et Peach se restructurent

Mi-2009, SPS a fait l'acquisition du groupe Jel-moli avec plus de 800 collaborateurs.

Jusqu'alors, Swiss Prime Site (SPS) n'employait que deux employés à temps plein; or l'an dernier, elle a effectué un saut quantique: en acquérant Wincasa, SPS s'est adjoint plus de 650 collaborateurs, sans compter les salariés du restaurant («Clouds», dans la Prime Tower à Zurich). Wincasa lui apporte un nouveau domaine d'activité dans les services immobiliers, comme la gestion locative; un cinquième environ des services concernent le portefeuille immobilier de la nouvelle société-mère. De plus, SPS a repris le 1^{er} janvier 2013 une douzaine de salariés de la division Real Estate Asset Management de Credit Suisse, afin de pouvoir gérer en interne son portefeuille immobilier, toujours plus important. SPS intègre ainsi brillamment des talents extérieurs dans sa propre entreprise («insourcing»), lui permettant en plus de proposer des services immobiliers à des tiers. SPS, jusqu'ici acheteur de services dans ce domaine, devient ainsi prestataire.

Züblin aussi, qui s'efforce de consolider son bilan depuis un certain temps, est en pleine res-

Stefan R. Meyer
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

tructuration, essayant de se concentrer sur l'échelle régionale tout en rénovant ses biens. Toutefois, la qualité de son bilan ne s'améliore que progressivement, les améliorations du portefeuille et les rénovations causant dépréciations et quantité d'autres frais. Avec la cotation séparée de sa filiale allemande à Francfort, le Peach Property Group, coté depuis 2010 à la Bourse suisse, visait une nouvelle expansion; or, par manque d'intérêt, cette entrée en bourse a été reportée.

Du capital aux loyers

Les dernières années ont permis des gains en capital dans le secteur de l'immobilier, qui se sont ajoutés aux loyers pour stimuler les bénéfices des entreprises du secteur. Ce dynamisme est attribuable à des taux d'intérêt extrêmement bas, combinés à une solide demande due à la croissance démographique. Nous nous attendons cependant à un ralentissement de ce renchérissement, ce qui devrait réduire considérablement le potentiel de hausse des valeurs d'inventaire.

L'attention se portera donc de plus en plus sur les recettes locatives – or celles-ci ont légèrement baissé. Les actions immobilières réagissent souvent – comme le marché des actions en général – assez vite à de telles variations, car leur cours dépend essentiellement des prévisions de rendement réel (bénéfice par action rapporté au cours), et de la croissance attendue des bénéfices des entreprises. Plus les rendements réels et la croissance future des résultats sont bas, plus la valorisation de l'action sera faible (cf. graphique). En d'autres termes, si le rendement réel estimé et la croissance prévue des résultats d'une entreprise semblent moins attrayants que le marché global des actions, alors le cours de cette entreprise se dégrade, augmentant ainsi le rendement réel estimé de cette action. En 2008 et 2009, on a assisté à une telle dépréciation des actions immobilières; la correction en a été plus prononcée dans le cadre de la crise financière. Comme nous ne tablons pas sur une autre crise financière, nous n'attendons pas non plus de correction aussi marquée. Les taux d'intérêt restent très bas tandis que l'écart entre ceux-ci et les rendements locatifs demeure raisonnable, ce qui diminue le risque d'une correction des cours.

Privilégier les titres défensifs

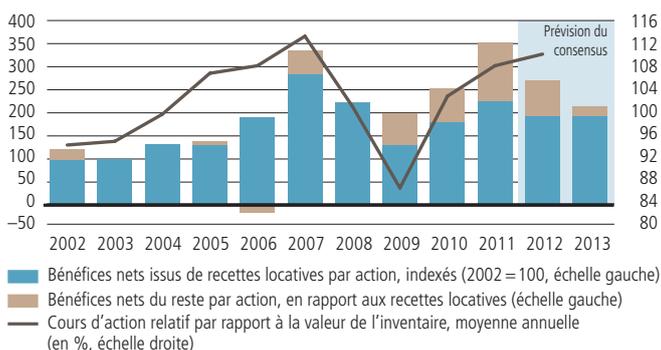
Avec la diminution des possibilités de gain en capital, les sociétés immobilières misent de plus en plus sur une hausse des loyers. Ainsi, en 2013, les sociétés en croissance constante et défensive devraient afficher des rendements robustes dans l'ensemble, sans toutefois dépasser de beaucoup le marché global des actions. A l'inverse, pour celles qui se trouvent aux prises avec des transformations radicales, le potentiel boursier est incertain; leurs nouvelles stratégies doivent en effet faire leurs preuves. En définitive, nous recommandons aux investisseurs de se concentrer sur les sociétés immobilières et les industries impliquées dans ce secteur qui suivent une stratégie stable ou défensive.

L'immobilier en plein mouvement

Swiss Prime Site (SPS), la plus grande capitalisation boursière suisse du secteur de l'immobilier, a réussi en mai le plus important transport physique de bâtiment jamais réalisé en Europe. Le siège social de l'ancienne Werkzeug- und Maschinenfabrik Oerlikon (MFO), un bâtiment en brique datant de 1889, a été déplacé de près de 60 mètres afin de permettre la pose d'infrastructures ferroviaires des CFF à Zurich-Oerlikon. Les CFF, qui ont assumé la majeure partie du coût de l'opération (12 millions de francs), sont ainsi entrés en possession de l'ancien bâtiment d'ABB.

Evolution des bénéfices nets et de l'évaluation des actions

Swiss Prime Site, PSP Swiss Property & Intershop, pondéré selon la valeur sur le marché



Sources: FactSet, UBS

Les fonds immobiliers – *sur la sellette*

Les fonds immobiliers cotés en bourse offrent une liquidité quotidienne, mais sont également exposés aux variations de cours. En outre, les fonds immobiliers sont cotés avec des agios; ceux-ci étant actuellement très élevés, c'est l'occasion de prendre ses bénéfices.

Les fonds immobiliers suisses présentent le grand avantage d'être cotés à la Bourse, donc d'être assez liquides; mais cela implique aussi qu'ils sont soumis à des fluctuations de cours quotidiennes. Un placement dans des fonds immobiliers peut servir à diversifier le portefeuille, car ceux-ci ne sont que faiblement corrélés aux marchés d'actions. Le coefficient de corrélation¹ est estimé ces temps-ci à environ 0,17, contre 0,15 en moyenne sur les cinq dernières années. Aussi, les risques de bilan (p.ex. un coefficient d'endettement élevé) sont relativement minimes: les fonds immobiliers, avec un taux d'endettement moyen d'environ 20%, ont moins recours à des capitaux externes que les sociétés immobilières dont le taux d'endettement moyen s'élève à environ 45%. C'est pourquoi, durant la crise financière de 2008 à 2009, les fonds immobiliers suisses se sont révélés généralement plus stables, tandis qu'en Allemagne, le manque de liquidité des fonds à architecture ouverte a entraîné la clôture de plusieurs d'entre eux.

En règle générale, les fonds immobiliers cotés en bourse s'échangent à des agios nettement plus élevés que les actions immobilières (valeur moyenne de 6,6 points sur les cinq dernières années en Suisse). Cela s'explique essentiellement par ce qu'aux yeux des investisseurs, le profil risque-rendement des portefeuilles diversifiés contenant des fonds cotés est plus attrayant que, par exemple, celui des portefeuilles contenant des actions immobilières, plus volatiles.

Une prime de qualité

La réglementation suisse (loi fédérale sur les placements collectifs) décrit les conditions-cadres des fonds immobiliers cotés en bourse. La nature de ces instruments peut donner lieu à des agios supportés par les investisseurs. Contrairement aux placements directs dans l'immobilier, des portefeuilles entiers de fonds

immobiliers cotés s'échangent avec un agio proportionné à la valeur d'inventaire nette des biens sous-jacents; on entend par là une différence positive entre le prix de la part de fonds négociée et la valeur intrinsèque (valeur d'inventaire nette ou comptable) de cette part. En d'autres termes, il s'agit d'un supplément variant au fil du temps que les investisseurs doivent payer lors de l'achat des parts de fonds. En échange, ils s'attendent à profiter des gains et bénéfices futurs d'un portefeuille immobilier bien géré.

Au cours des cinq dernières années, les investisseurs ont payé un agio de 15% en moyenne de la valeur d'inventaire nette des parts achetées. L'appétence des investisseurs pour le risque varie elle aussi avec le temps: ainsi, en période d'incertitude, ils préfèrent les placements réputés «sûrs», et donc payer les agios élevés des fonds immobiliers, les poussant parfois même à la hausse. A noter que le comportement des investisseurs est susceptible de changer assez vite, ce qui peut faire varier considérablement les agios.

Les agios, facteurs sous-estimés de la performance

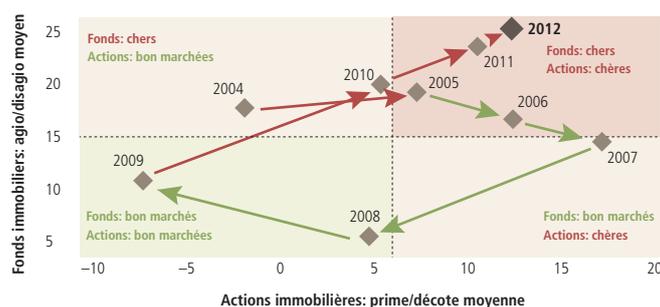
Les agios jouent un rôle décisif dans le rendement global d'un placement en fonds immobiliers. En effet, la performance ne dépend pas seulement des données de marché fondamentales – loyers futurs attendus et taux de capitalisation – mais aussi de la propension des investisseurs à payer pour les flux de revenus à venir. Depuis le creux de 2008, les fonds immobiliers

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

¹ Valeurs entre -1 (= effet de diversification total) et +1 (= aucun effet de diversification)

Fonds immobiliers: la surévaluation atteint un pic historique

Prime/décote moyenne versus agio/disagio moyen en %



Sources: Bloomberg, UBS au 14.11.2012

suisses ont rapporté près de 50%; or cette performance globale est due principalement aux fluctuations des agios. Sur cette période, les agios ont en effet augmenté de près de 24 points (passant de -4% à +20% de la valeur d'inventaire nette). Depuis 2008, le rendement moyen annuel des fonds immobiliers est de 7,1%. Nous estimons que les fluctuations des agios à elles seules ont permis un rendement de 3% par an; le rendement résiduel (rendement global moins fluctuations des agios), provenant des gains en capital et des rendements sur distribution, était donc de 4% par an.

Ainsi, si la contribution des agios n'est pas au rendez-vous, et que le capital ne s'apprécie pas, le rendement global peut très vite chuter. Les taux d'intérêt en baisse expliquent certainement en partie la contribution positive des agios croissants; mais ils reflètent aussi les préférences des investisseurs, celles-ci étant elles-mêmes fonction des coûts d'opportunité (renoncement aux gains potentiels d'autres placements). Le niveau généralement très bas des rendements en

Suisse a nettement fait baisser les coûts d'opportunité, ce qui a accentué l'attrait relatif des placements immobiliers par rapport à d'autres placements.

Des opportunités à la vente et à l'achat

Si les fonds immobiliers suisses sont toujours adaptés aux investisseurs de type «buy and hold», ceux-ci ne devraient tout de même pas perdre de vue les risques, tels l'évolution des taux d'intérêt ou l'attractivité de placements alternatifs. Cela dit, les variations de cours des fonds immobiliers recèlent aussi des chances pour les investisseurs qui connaissent bien le marché, l'observent de près et y négocient activement leurs parts de fonds (ou du moins une partie). C'est ce que montre le graphique qui compare agios et surcotes. On constate que 2008 et 2009 ont été d'excellents points d'entrée pour les fonds immobiliers. En 2013, mieux vaut plutôt revoir la pondération de ses positions (c'est-à-dire prendre des bénéfiques), sachant que fonds et actions se trouvent actuellement à égalité.

Aperçu de l'immobilier coté en bourse

Sauf mention contraire, toutes les données sont en %

| | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 5 ans ¹ |
|--|------|------|------|------|--------------------|
| Actions immobilières | | | | | |
| Rendement total | 12,3 | 6,1 | 24,7 | 16,9 | 9,8 |
| Corrélation avec le Swiss Performance Index ² | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,5 |
| Moy. des chiff. d'aff. j. de la bourse (mio. de CHF) | 23,7 | 21,9 | 19,5 | 14,8 | 19,2 |
| Primes estimées ³ | 12,6 | 10,9 | 6,0 | -6,4 | 5,7 |
| Volatilité | 8,9 | 10,2 | 10,0 | 15,5 | 12,2 |
| Fonds immobiliers | | | | | |
| Rendement total | 6,3 | 6,8 | 5,7 | 19,6 | 7,8 |
| Corrélation avec le Swiss Performance Index ² | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Moy. des chiff. d'aff. j. de la bourse (mio. de CHF) | 17,8 | 16,3 | 18,1 | 15,8 | 16,0 |
| Primes estimées ³ | 24,6 | 23,9 | 20,0 | 10,8 | 17,0 |
| Volatilité | 6,6 | 7,2 | 6,2 | 6,6 | 6,6 |
| Benchmark | | | | | |
| Rendement total fondations de placement immobilières | 5,4 | 6,9 | 4,9 | 5,1 | 5,4 |
| Rendement total Swiss Performance Index | 17,7 | -7,7 | 2,9 | 23,2 | 0,4 |
| Volatilité Swiss Performance Index | 11,5 | 18,4 | 13,9 | 19,5 | 18,6 |
| Rendement total Swiss Bond Index («AAA») | 2,2 | 7,6 | 3,6 | 4,2 | 5,3 |

¹ Moyenne: 2008 à 2012

² Valeur entre -1 (= effet de diversification total) et 1 (= aucun effet de diversification)

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

Sources: Bloomberg, UBS

La gamme des placements *immobiliers indirects*

Les placements immobiliers indirects ont connu un boom en Suisse ces dernières années, grâce, entre autres, aux taux d'intérêt très bas partout dans le monde et aux incertitudes sur les marchés. L'offre de ce type de produits a beaucoup évolué et ne cesse de s'élargir.

Les placements immobiliers indirects sont bien connus en Suisse, certains existant depuis plus de 50 ans. A leurs débuts, les instruments de placement étaient mal connus et relativement peu structurés. Le contexte actuel, marqué par l'incertitude et la volatilité, a conduit les investisseurs – notamment les institutions comme les caisses de pension – à se tourner vers le marché intérieur et vers une catégorie de placement relativement stable, et donc vers les placements immobiliers indirects.

Comme investir dans l'immobilier est très capitalistique, les instruments de placements collectifs permettent plus facilement de se diversifier. Il en existe différents types, qui se distinguent par exemple par leur profil risque-rendement ou leur disponibilité. La valeur bilancielle de ces instruments correspond à leur valeur d'inventaire nette (VAN), qui s'élève en Suisse à près de 60 milliards de francs. Les instruments cotés en bourse ne s'échangent généralement pas à leur VAN, contrairement aux instruments non cotés.¹

Une offre toujours plus variée de fonds immobiliers

Les fonds immobiliers sont des placements régis par contrat; ils combinent les avantages des emprunts obligataires (rendements et versements stables), des actions (liquidité en bourse) et de l'immobilier (protection partielle contre l'inflation). Les parts de fonds immobiliers sont résiliables à leur VAN, avec un délai de préavis d'un an à compter de la conclusion de la transaction. Comme ces fonds sont soumis à la loi sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) et à l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), les investisseurs sont plutôt bien protégés. Ils sont en général gérés de manière plus prudente que les actions immobilières (en moyenne, 20% seulement de capitaux de tiers, et concentration sur l'immobilier résidentiel).

Depuis le début des années 2000, la structure du marché des fonds immobiliers s'est métamorphosée, du fait notamment de la LPCC révisée et de la transparence accrue (meilleure comparabilité grâce à des paramètres harmonisés). Aussi, les fonds immobiliers ont été repensés afin de maximiser leur performance. En outre, la forte demande a conduit à des augmentations de capital et à de nouvelles notations; pourtant, les agios sont restés élevés en comparaison historique. Depuis l'introduction en 2009 de l'indice SXI Real Estate, de nou-

Dalibor Maksimovic
Global Asset Management
UBS SA

¹ Si le cours boursier d'un fonds immobilier est plus élevé que sa VAN, on parle d'un agio (inversement, d'un disagio), qui est la différence en pourcentage entre le cours et la VAN. Pour les actions immobilières, on parle de prime (ou surcote) et de décote.

Caractéristiques importantes de placements immobiliers indirects

| | + Volatilité / liquidité / disponibilité | | | | |
|---|--|--|--|-------------------------------|--|
| | Actions immobilières cotées | Fonds immobiliers cotés | Actions immobilières non cotées | Fonds immobiliers non cotés | Fonds de placement (FP) |
| Nombre de titres | Env. 21 (SIX & Berne) | Env. 24 (SIX) | Env. 22 (BEKB OTC) | Env. 12 | Env. 25 (CAFP) |
| Capitalisation du marché | > CHF 12 milliards | > CHF 27 milliards | > CHF 1 milliard | > CHF 2,5 milliards | > CHF 26 milliards |
| Financement sur fonds de tiers moyen | Env. 45% | Env. 20% | Néant | Env. 8% | Env. 7% |
| Axe sectoriel | Tendance commerciale | Tendance immobiliers d'habitat | Mixte | Tendance commerciale | Mixte |
| Axe régional | Toute la Suisse | Toute la Suisse | Suisse alémanique | Toute la Suisse | Toute la Suisse |
| Surveillance / régulation | LBVM / CO | LPCC / FINMA | CO | LPCC / FINMA | OPP2 / Commission de haute surveillance |
| Commerce | Marché secondaire | Marché secondaire | Souvent OTC | Souvent OTC | Souscriptions/rachats |
| Cercles des investisseurs | Investisseurs privés / institutionnels | Investisseurs privés / institutionnels | Investisseurs privés / institutionnels | Investisseurs institutionnels | Institutions de prévoyance exonérées d'impôt |

Sources: FactSet, sites web entreprises, rapports d'activités, traités par UBS Global Asset Management

veaux produits sont entrés sur le marché (fund-of-funds, certificats, ETF), basés sur les fonds immobiliers cotés suisses. On observe enfin un intérêt grandissant pour les produits à gestion passive, qui permettent de prendre part au marché à moindre coût et de façon diversifiée.

Actions immobilières: volatilité et liquidité accrues

Les actions immobilières cotées en bourse ne sont pas soumises à la LPCC et ne sont pas résiliables à leur VAN. Du fait de leur part de capitaux de tiers nettement plus élevée (près de 50%) que dans les fonds immobiliers, et de leur orientation plus commerciale, elles comportent plus de risques mais offrent des rendements sur distribution plus élevés. Les investisseurs étrangers privilégient les actions immobilières, entre autres parce qu'ils sont moins familiers de la structure des fonds cotés, ce qui explique la liquidité (volume d'échanges boursiers) et la volatilité plus élevées des actions. La demande ayant fortement augmenté (surtout depuis la crise de l'euro), les actions immobilières se négocient généralement à une surcote par rapport à leur VAN, moins élevée cependant que les agios sur les fonds immobiliers cotés.

Les sociétés d'actions immobilières ont procédé ces dernières années à de nombreuses augmentations de capital. Contrairement aux fonds immobiliers cotés, ce marché ne croît pas tant du fait de la création de nouvelles entreprises que de la scission des portefeuilles – par exemple suivant les segments immobiliers –, qui résulte dans plusieurs sociétés autonomes. La capitalisation boursière totale des actions immobilières est nettement inférieure à celle des fonds immobiliers.

Les fondations de placement immobilier, réservées à des cercles fermés

Les fondations de placement qui investissent dans les titres immobiliers suisses sont à la fois

peu volatiles et peu liquides. Réservées aux institutions de prévoyance suisses non soumises à l'impôt, elles ne sont pas cotées en bourse, n'affichent donc ni agios ni décotes, et sont valorisées et comptabilisées à leur VAN. L'indice KGAST englobe les principales d'entre elles.

Depuis plusieurs années, la demande est si forte que la plupart des fondations de placement immobilier sont fermées à la souscription; lors des lancements, les montants à souscrire sont souvent dépassés de plusieurs fois leur valeur. La capitalisation boursière totale des fondations de placement en Suisse a ainsi fini par égaler celle de l'ensemble des fonds immobiliers suisses cotés.

Les instruments immobiliers non cotés

Il existe aussi des fonds et des actions immobiliers non cotés en bourse (ou pas encore), ou qui s'échangent à la bourse bernoise OTC (BEKB OTC-X²). A première vue, ces instruments semblent offrir toutes les caractéristiques recherchées par les investisseurs qui souhaitent, mais ne peuvent, entrer dans les fondations de placement. Or ils sont très différents de ces dernières; par exemple, leur liquidité est très réduite, et la taille des portefeuilles limitée.

Mieux vaut combiner les instruments

Il est bon d'envisager l'univers des placements immobiliers dans son ensemble. D'un côté, les fonds et actions immobiliers peuvent être très avantageusement valorisés et offrir un rendement sur distribution élevé, avec un potentiel de hausse des agios/prime; d'autre part, les fondations et autres instruments au cours fondé sur la VAN permettent de stabiliser le portefeuille et de mieux refléter l'évolution de la valeur de l'immobilier direct. C'est pourquoi il est conseillé de garder à l'œil tous les instruments, de choisir une allocation stratégique tenant compte de tous les types de placement et, le cas échéant, d'opérer des modifications tactiques.

² OTC-X est la place d'affaires électronique de la Banque cantonale de Berne pour les actions suisses non cotées.

Méthodes de *mesure de la performance*

L'information et la transparence sont une nécessité fondamentale pour l'évaluation des performances, le processus décisionnel et la gestion des risques. Or il faut savoir clairement différencier les divers facteurs d'influence et les niveaux de performance.

Le rendement des placements immobiliers se mesure sur trois niveaux – le cours boursier, le produit en lui-même et les biens immobiliers sous-jacents. Du point de vue *boursier*, la performance désigne l'évolution du cours, comprenant les dividendes et autres rémunérations éventuelles. La performance boursière d'un fonds ou d'une société anonyme mesure le rendement global, par part de fond, sur une certaine période, en pourcentage du cours boursier initial. Parmi les facteurs influents: l'évolution des taux d'intérêt, l'attractivité relative (rendement des autres catégories d'actifs) ainsi que la conjoncture globale.

Au *niveau du produit*, c'est le rendement du placement qui est le critère déterminant. Il correspond à la variation de la valeur d'inventaire nette de tous les biens immobiliers (somme des cours moins les hypothèques) contenus dans l'instrument de placement. Cet indicateur est influencé par la fiscalité de l'instrument, la part

de capitaux de tiers, l'augmentation du parc immobilier et la hausse des loyers des immeubles existants.

A la base de tout portefeuille ou produit de placement immobilier se trouvent les immeubles physiques, dont la valeur de marché est généralement évaluée chaque année par des experts-priseurs externes. La performance globale au *niveau des immeubles* se compose des flux de trésorerie nets (revenu net rapporté à la valeur de marché) ajoutés à l'appréciation des biens. Celle-ci consiste dans la variation annuelle de la valeur de marché d'un immeuble en pourcentage de son prix au début de la période concernée. Ce niveau de rendement est influencé par la demande de surfaces, la solvabilité des investisseurs ainsi que l'activité dans le secteur de la construction-rénovation.

Placements immobiliers suisses

Pour les investisseurs et les gérants de portefeuille, ce qui importe surtout, outre l'analyse comparative des différents niveaux de rendement, c'est la comparaison avec le marché dans son ensemble ou avec des concurrents spécifiques. Cela se fait au moyen du «benchmarking», c'est-à-dire de la comparaison avec un groupe de titres semblables.

Urs Fäs
Global Asset Management
UBS SA

Dominic von Felten
Global Asset Management
UBS SA

Pyramide de performance de placements immobiliers

Mesure appropriée en tant que facteur à succès décisif

| | Performance | Description | Base | Périodicité | Benchmarks | Facteurs d'influence |
|-----------------|--|--|---|--|--------------------------|---|
| Bourse | Performance basée sur le prix boursier (selon SFA/KGAST) | Rendement total en % du cours boursier – modifications du cours boursier – recettes réinvesties | Cours boursier (SIX Swiss Exchange) | Quotidienne | SXI Real Estate Funds TR | – intérêts – performance d'autres classes de placement – croissance économique |
| Produit | Performance basée sur la valeur d'inventaire nette (NAV), «Rendement du placement» (selon SFA/KGAST) | Rendement total en % du NAV du fonds – modifications NAV – recettes réinvesties | Basé sur NAV – y compris d'autres actifs du fonds – leverage – impôts – management fees | Mensuelle (Fair Market Value, FMV, est calculée officiellement seulement une fois par an, mais peut être calculée mensuellement) | CAFP, SFA ARI | – stratégie de financement (leverage) – construction – structure du produit – loyers – intérêts |
| Bien immobilier | Performance au niveau du bien immobilier | Rendement total en % de la valeur des biens immobiliers sur le marché – performance directe («rendement») – performance indirecte («évolution de la valeur») | Basé sur la valeur vénale | Annuelle | IPD, IAZI, REIDA | – demandes de biens immobiliers – construction et développement – liquidité du marché – directives légales |

Pour observer la performance de manière appropriée, il est important de distinguer les trois niveaux.

Source: UBS Global Asset Management

Au niveau de la performance boursière, les indicateurs les plus communs pour le benchmarking sont les indices de la SIX Swiss Exchange. Celle-ci a développé ces dernières années toute une famille d'indices immobiliers, comme par exemple le SXI Real Estate Funds (regroupant tous les fonds immobiliers du SXI) ou encore le SXI Swiss Real Estate Funds (les dix titres les plus importants et les plus liquides du SXI Real Estate Funds). Il existe aussi l'indice Rüd Blass des fonds immobiliers, de loin le plus ancien en Suisse.

Au niveau des produits, l'indice immobilier KGAST est le plus connu. Calculé et publié chaque mois sur la base des valeurs d'inventaire nettes déclarées, il mesure la performance des groupes de placements directs administrés par les membres de la Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement (KGAST). Toujours sur la base des chiffres-clés des rendements, la SFA a lancé en avril 2012 son propre indicateur pour les fonds immobiliers suisses, le SFA ARI®.

Au niveau des immeubles physiques, le CIFI (Centre d'information et de formation sur l'immobilier) ou encore l'IPD (Investment Property Database, leader mondial de l'analyse de performance) permettent de comparer de façon standardisée les rendements, facteurs de coûts, loyers, taux de vacance avec les portefeuilles d'autres investisseurs institutionnels. Un nouvel arrivé, REIDA, propose en outre des analyses portant sur les données liées aux transactions.

Placements immobiliers internationaux

En immobilier comme pour tout autre domaine d'investissement, il convient de se diversifier hors du marché national suisse. Face à la diminution de ses capacités d'absorption de capitaux, on observe à présent chez les investisseurs institutionnels et privés un intérêt croissant pour les placements immobiliers à l'étranger – en particulier non cotés. Il se pose donc la question des benchmarks disponibles. Certains marchés régionaux comme les Etats-Unis ou le Royaume-Uni possèdent leurs propres indices. S'il existe des indices mondiaux pour l'immobilier coté, ceux-ci font largement défaut pour les titres non cotés en bourse; il

existe des indices de performance des fonds immobiliers internationaux, mais pas de produit officiel mondialisé. Utiliser des indices d'actions immobilières comme le FTSE EPRA/NAREIT Global ne permet pas une évaluation correcte, car ceux-ci mélangent cours boursier, prix des biens, voire produits.

Il existe deux solutions en termes de benchmarks généraux dans la pratique. D'une part, on travaille sur la base d'une rémunération obligataire fixée (p.ex. sur dix ans) à laquelle on ajoute une marge. Ceci convient plutôt pour les «core investments»¹, qui affichent généralement un profil de revenu stable. Le rendement peut alors être estimé sur une période longue de huit à dix ans, sans référence explicite à un cycle économique. Une autre option consiste à définir un rendement annuel absolu sur la durée d'un cycle économique (p.ex. 10%) ou bien comme TRI (taux de rentabilité interne) sur la durée du placement. Dans tous les cas, il faut prendre en compte la part de capitaux de tiers et la qualité des biens sous-jacents.

¹ Placements dans l'immobilier haut de gamme existant et affichant des flux de trésorerie stables.

De nouveaux outils de mesure

L'indice SFA ARI®, calculé chaque trimestre par Swiss Fund Data sur la base des rendements déclarés dans les rapports financiers des sociétés, permet de comparer, au niveau des produits, les rendements réels des fonds immobiliers cotés en Suisse. Le rendement des placements désigne ici la performance globale d'un fonds immobilier, dans l'hypothèse que toutes les distributions de revenus ou de capitaux peuvent être réinvesties dans la valeur d'inventaire nette. Cela permet une estimation plus durable et plus propre à l'immobilier que les cours boursiers.

La REIDA (Real Estate Investment Data Association), un organisme sans but lucratif, a pour mission d'entretenir une base de données pour toute la Suisse, afin d'améliorer l'analyse du marché et sa transparence. Cet outil repose sur les transactions, les contrats ainsi que les rapports annuels fournis par les principaux participants et institutions du secteur.

Placements immobiliers directs et indirects: *une même évolution à long terme*

A court terme, les rendements des placements immobiliers directs et indirects n'évoluent pas systématiquement en phase. A plus long terme toutefois, ils ne divergent pas de beaucoup; cela a des conséquences importantes pour les investisseurs.

Par placements immobiliers directs, on entend les immeubles commerciaux détenus physiquement et financés uniquement par des capitaux propres. Les indices les plus courants calculent en effet leur rendement sans tenir compte des apports de fonds de tiers. Les placements immobiliers indirects, eux, sont détenus sous formes d'actions immobilières. L'intrication de ces deux formes d'investissement signifie qu'une combinaison des deux n'apporte pas d'avantages de diversification à long terme: corrigé du risque, l'écart de rendement ne représente rien de plus que la rémunération des risques plus élevés liés aux titres boursiers. Cette intrication signifie aussi que la corrélation entre les variations des rendements de l'immobilier direct et de l'immobilier indirect s'accroît avec l'horizon de placement. Les deux formes de placement sont donc théoriquement interchangeables, du fait de leur profil risque-rendement à long terme. Dans une perspective de long terme, on peut donc envisager de ne miser que sur l'une d'elles au sein d'un portefeuille.

L'analyse sur un an de la corrélation entre placements immobiliers directs et indirects aux Etats-Unis montre un coefficient de corrélation positif mais inférieur à 0,2. (Une valeur de -1 signale une divergence diamétrale, +1 une corrélation parfaite.) Cependant, sur une période de placement de 20 ans, la corrélation monte à +0,7, sans jamais s'approcher de +1. Au long terme, sur une base annualisée, l'immobilier indirect affiche un meilleur rendement.

Pronostiquer l'immobilier direct grâce à l'immobilier indirect

Il existe une dialectique intéressante entre placements immobiliers directs et indirects: les études montrent que les rendements des placements indirects préfigurent ceux des placements directs, un an ou plus à l'avance. La performance actuelle des placements immobiliers

indirects peut donc servir à prédire celle des placements directs.

Des effets de levier à court terme

A court terme, il peut être avantageux d'investir à la fois dans les placements immobiliers directs et indirects, car ils diffèrent sur plusieurs points: la fréquence de l'évaluation, les effets de levier de l'endettement et la liquidité sur le marché. Aussi, la corrélation est faible à court terme; une cause à cela est l'emploi de capitaux externes par les sociétés immobilières cotées. Lorsque le rendement de l'immobilier est supérieur aux coûts de l'endettement (intérêts passifs), il est avantageux de recourir à des fonds de tiers, car cela accroît le rendement global. Cela signifie qu'à long terme, les actions immobilières ont un potentiel de gain supérieur à celui des placements immobiliers directs, intégralement financés par fonds propres. Cela dit, la performance globale de l'immobilier financé par endettement dépend du niveau des taux d'intérêt, ce qui augmente la volatilité à court terme.

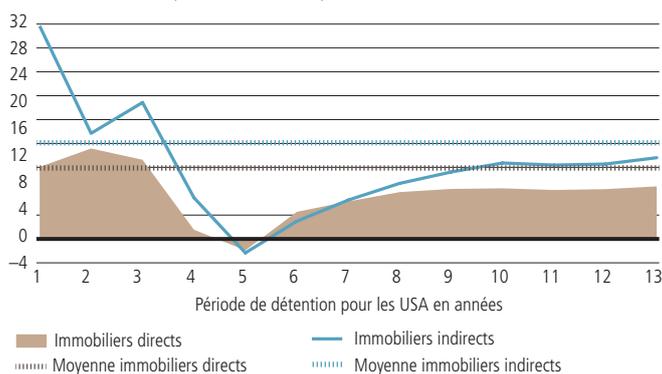
Appréciateurs et investisseurs font des estimations divergentes

Outre les avantages, pour les sociétés immobilières cotées, de recourir à des capitaux externes, les divergences entre évaluations annuelles ou trimestrielles des évaluateurs externes et humeur quotidienne des investisseurs peuvent engendrer des rendements

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management
Research, UBS SA

Rendements convergents en cas de durée de détention plus élevée

Performance cumulée, annualisée à partir du 3^e trimestre 2012, en % par an, données trimestrielles, suivant la période de détention pour les USA



Sources: Bloomberg, IPD, UBS

momentanément très différents. Certes, pour les deux formes de placement, le juste cours de marché d'un portefeuille sert de référence dans l'estimation. Mais en général, les placements directs sont intégrés au portefeuille sur la base de leur rendement initial (le rapport entre loyers perçus et prix d'achat), et ne sont réévalués qu'une année plus tard. L'estimation actuelle d'un bien immobilier dépend essentiellement (pour des raisons comptables notamment) de son prix d'achat originel; c'est pourquoi les estimations immobilières ne divergent en général que très peu de la valeur comptable. Cette démarche entraîne un aplatissement des valeurs comptables, comparé aux prix de transaction des placements directs. Comme l'immobilier direct s'échange relativement peu sur le marché (faible liquidité), la valeur estimée et le prix de marché potentiel peuvent nettement diverger. De plus, les frais élevés des transactions immobilières distordent toute comparaison avec l'immobilier coté. La volatilité des placements immobiliers directs est donc systématiquement sous-estimée; en particulier, les placements directs supposent une liquidité sur le marché qui ne peut être vérifiée qu'une fois la transaction effectuée.

Les données fondamentales, déterminantes à long terme

Considérons un portefeuille (en 2012) d'immeubles commerciaux bien diversifiés ainsi qu'un portefeuille diversifié d'actions immobilières américaines, constitué il y a 13 ans au maximum. A long terme, le principal facteur de performance demeure la qualité du portefeuille; les données fondamentales comme les loyers attendus ou le taux d'intérêt sur le capital conduisent les rendements des deux formes de placement à finir par se rejoindre (intrication).

Dans notre exemple, si l'on considère des durées d'investissement de 1 à 13 années, l'écart de rendement se normalise à partir d'une durée de 7 ans. Il est intéressant de noter que le rapport entre les performances globales de placements directs et indirects se stabilise à long terme autour de 1,5. Les placements immobiliers directs affichent un rendement annualisé de 8% environ, contre près de

12% pour les placements indirects. En conclusion: les investisseurs orientés sur le long terme peuvent – s'ils sont capables d'en assumer les risques – miser uniquement sur les actions immobilières.

Arguments en faveur des actions immobilières mondiales

UBS effectue chaque année une enquête auprès des investisseurs sur la proportion optimale d'immobilier mondial que devrait contenir un portefeuille. 60% des répondants jugent appropriée une part de 5 à 10%, tandis que quelque 20% d'entre eux recommandent une allocation allant jusqu'à 15%. Ces 10 dernières années, les actions immobilières mondiales ont atteint une très bonne performance par rapport aux autres actions et obligations mondiales. Bien que les valeurs en capital de l'immobilier mondial aient fortement fluctué, les revenus générés (loyers perçus) se sont avérés plutôt stables. Les sociétés immobilières ont réussi à limiter les taux de vacance, tandis que les baux de long terme assuraient un flux constant de recettes: des caractéristiques intéressantes dans un contexte de taux d'intérêt très bas. En outre, la corrélation actuellement élevée avec les actions devrait peu à peu diminuer, car depuis la crise financière, les sociétés immobilières réduisent progressivement l'usage de capitaux externes tout en se tournant vers les immeubles de premier rang. Cela s'accompagne d'une focalisation toujours plus régionale, qui permet aux investisseurs de mieux diversifier les risques géographiques.



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

A quoi faut-il veiller lors de la vente d'un immeuble générant des rendements?

Les acheteurs, qui souhaitent être en mesure d'évaluer les risques, attendent d'une offre qu'elle soit la plus transparente possible. Si ce n'est pas le cas, ils exigent une prime de risque, laquelle ampute le produit de la vente. Par conséquent, une documentation détaillée et professionnelle de l'objet immobilier permet d'une part d'optimiser le prix de vente et d'autre part d'accélérer et simplifier le processus de vente. Un processus de vente clairement structuré contribue aussi à maximiser le prix.

Christian Unternährer
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

De quoi faut-il tenir compte lors de la rénovation d'un immeuble d'habitation?

En période de hausse des marchés immobiliers, les investisseurs prennent le risque de payer trop cher des objets qui nécessitent de lourdes réparations. En cas de remise en état, il convient d'ajuster le cas échéant la structure du logement à la situation de la demande. Contrairement aux investissements visant à accroître la valeur, les placements qui préservent la valeur ne peuvent pas être reportés sur les locataires. C'est un principe fondamental. Pour optimiser la charge fiscale, il est recommandé de concentrer les petits investissements sur une année civile et de répartir les grands investissements sur plusieurs périodes fiscales.

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

Est-il possible de rembourser une hypothèque à taux fixe avant la fin de sa durée ordinaire?

Le remboursement anticipé d'une hypothèque à taux fixe est possible uniquement en cas de vente de l'immeuble. Le preneur d'hypothèque doit alors indemniser la banque. Plus l'hypothèque remboursée est élevée, plus le taux d'intérêt actuel est bas et plus la durée résiduelle est longue, plus l'indemnité à verser sera élevée. Les montants à quatre ou cinq chiffres ne sont pas rares. Un preneur d'hypothèque devrait donc s'engager pour une durée très longue uniquement s'il estime le risque de remboursement anticipé très faible.

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

Sur quels aspects un investisseur suisse doit-il porter son attention s'il souhaite réaliser un placement immobilier à l'étranger?

L'allocation stratégique (régions, secteurs) a une grande importance dans les engagements immobiliers à l'étranger. En effet, un positionnement international présente de grands potentiels de diversification, que permettent des corrélations relativement faibles. Les ajustements à court terme ne sont toutefois possibles que dans certaines conditions. Il convient de ne pas sous-estimer le risque de change et de s'en protéger en conséquence. Il faut aussi tenir compte de la structuration fiscale, par exemple pour bénéficier des conventions contre la double imposition. Les différentes méthodes d'évaluation (des biens immobiliers) ont aussi un impact sur la volatilité, donc sur l'évolution du rendement.

Dominic von Felten
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

Est-il encore judicieux d'investir dans l'immobilier compte tenu du niveau actuel des prix?

La baisse des rendements en Suisse ayant été plus marquée sur le marché obligataire que sur le marché immobilier, les immeubles de rapport dégagent aujourd'hui des rendements plus attractifs. Le revenu locatif annuel génère un flux de trésorerie constant, surtout dans les portefeuilles volumineux. Les véhicules de placement immobilier largement diversifiés peuvent donc s'avérer intéressants en dépit du niveau actuellement élevé des prix. Cela est encore plus vrai pour les investisseurs en quête de revenus qui n'attendent pas un revirement prochain des taux d'intérêt sur le marché suisse des capitaux.

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^e et 3^e piliers dans les financements

Est-il possible de rembourser un versement anticipé perçu au titre de l'encouragement à la propriété du logement (EPL) avec les avoirs de la prévoyance individuelle liée?

Non. Les motifs de versement anticipé mentionnés dans l'Ordonnance sur les déductions admises fiscalement pour les cotisations versées à des formes reconnues de prévoyance (OPP3) n'autorisent pas une telle transmission fiscalement neutre. Par ailleurs, le remboursement d'un versement anticipé au titre de l'EPL ne représente jamais un achat tel que stipulé dans l'article 3, paragraphe 2, lettre b de l'OPP3. Le droit de la prévoyance ne permet pas d'utiliser les fonds déjà employés à des fins de prévoyance pour compenser une baisse des avoirs résultant d'un versement anticipé EPL. Le montant investi dans le logement en propriété doit être remboursé à l'institution de prévoyance avec des fonds qui n'ont pas encore été destinés à la prévoyance.

René Knoblauch
Wealth Planning Suisse
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

De quoi doivent tenir compte des concubins lorsqu'ils acquièrent ensemble un logement en propriété?

Il est recommandé d'inscrire les rapports de propriété au contrat de concubinage. Pour que les concubins puissent utiliser des avoirs de prévoyance au titre de l'encouragement à la propriété du logement (EPL), le bien immobilier doit être acquis en copropriété (non en propriété individuelle ou en propriété commune). Si aucune prestation de prévoyance n'est exigible en cas de décès de la personne qui a bénéficié d'un versement anticipé EPL, ses héritiers doivent rembourser le montant perçu par anticipation à l'institution de prévoyance. De même, si le concubin survivant reçoit le bien immobilier en héritage, les réserves éventuelles des héritiers ne peuvent s'en trouver compromises.

Andreas Murbach
Wealth Planning Suisse
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-il probable que les taux d'intérêt se maintiennent au plus bas pendant encore cinq ans?

Au cours des 20 dernières années, le financement par des hypothèques à court terme a presque toujours été plus rentable que le financement par des hypothèques à long terme. Or, le potentiel à la baisse est aujourd'hui limité. Si la conjoncture mondiale se détériore et que la masse monétaire continue d'être augmentée, les taux d'intérêt à long terme pourraient continuer à baisser. Bien que nous ne prévoyions pas ce scénario, il est tout à fait possible que les taux d'intérêt se maintiennent au plus bas pendant cinq ans encore. Il est donc indiqué de prendre quelques risques avec des durées courtes, à condition que la capacité financière demeure préservée même en cas de forte hausse des taux.

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management Research
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

Le redressement du marché immobilier aux Etats-Unis perdurera-t-il?

Le marché immobilier américain, qui a connu une longue période de morosité et a accusé une correction des prix supérieure à 40%, semble remonter la pente. Les faillites sont en recul, les projets de construction se multiplient et les prix des logements continuent de croître. Nous anticipons une croissance des prix des logements en propriété de l'ordre de 4 à 5% dans les trois à quatre prochaines années. Une hausse inattendue des ventes aux enchères forcées ou une nouvelle récession aux Etats-Unis pourraient toutefois faire obstacle à un redressement durable.

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management Research
UBS SA

UBS CIO WM 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. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles Chief Investment Office, les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par l'UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis.

Gérants d'actifs externes/Conseillers financiers externes: Dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie par un gérant d'actifs externe ou un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée au gérant d'actifs externe ou au conseiller financier externe et qu'il en fasse bénéficier ses clients ou des parties tierces.

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». **Bahreïn:** 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 Bahreïn. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahreïn. 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. **Dubaï:** 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. **EAO:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale de UBS AG. **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». **Inde:** Distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **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». UBS Italia n'a pas pris part à l'élaboration de la présente publication ni à celle de la recherche sur les investissements ni de l'analyse financière qu'elle comporte. **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 1/2013.

© UBS 2013. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

Editeur

UBS SA, CIO Wealth Management Research
Case postale, CH-8098 Zurich

Rédacteur en chef

Claudio Saputelli
Head Global Real Estate Research

Rédaction

Viviane Vajda

Clôture de la rédaction

3^e janvier 2013

Correction

Visiolink AG, Zurich

Mise en page

Werner Kuonen, Margrit Oppliger, Linda Sutter

Traduction

24translate, St-Gall, Suisse

Photo de couverture

Vitrage de la cage d'escalier – immeuble
Architectes: mezzanin – architektur & design,
Franziska Jaussi et Urs Meier

Impression

galledia ag, Flawil, Suisse

Langues

Publié en français, anglais, allemand et italien

Contact

ubs-research@ubs.com

Auteurs

Harald Egger*, Urs Fäs*, Thomas Gehrig*, Sergio Günthardt*, Elias Hafner, Amine Hamdani*, Matthias Holzhey, Caesar Lack, Dalibor Maksimovic*, Stefan R. Meyer, Marcin Paszkowski*, Natalie Simone Puipe*, Claudio Saputelli, Niklaus Scheerer*, Maciej Skoczek, Christian Unternährer*, Thomas Veraguth, Dominic von Felten*

Auteurs externes

Prof. Jörg Baumberger*, avocate Carmen Walker Späh*

*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).

Commande ou abonnement

En tant que client ou cliente d'UBS, vous pouvez commander des exemplaires supplémentaires de cette publication ou vous abonner à *UBS Real Estate Focus* par l'intermédiaire de votre conseiller ou par la Printed & Branded Products Mailbox:

sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com

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

SAP n° 83518F-1301

*Votre portefeuille
vous réserve-t-il
quelques surprises?*

*UBS Portfolio
Health Check.*



Vérifiez votre portefeuille:
Téléphone 0800 868 401
www.ubs.com/portfoliohealthcheck

**Depuis 1862, la gestion de patrimoine
est notre métier.**

Avec l'UBS Portfolio Health Check, nous vérifions dans un premier temps que nous avons bien compris vos objectifs de placement. Nous les comparons ensuite systématiquement avec le profil de votre portefeuille afin d'évaluer la qualité de chacune de ses positions. Simple, rapide et fiable. Nous effectuons régulièrement cette démarche pour que votre portefeuille continue de répondre à vos besoins au fil du temps. Demandez un rendez-vous avec l'un de nos conseillers.

Nous n'aurons pas de répit

