

# UBS Real Estate Focus

CIO WM Research  
Janvier 2014

## Le marché immobilier en Suisse *2014*



IMMEUBLES D'HABITATION

**La saturation se fait sentir**

IMMEUBLES COMMERCIAUX

**Des impulsions  
conjoncturelles trop faibles**

IMMOBILIER COTÉ EN BOURSE

**L'augmentation potentielle  
des taux pèse sur les cours**

# Editorial

Chère lectrice, cher lecteur,



Daniel Kalt



Claudio Saputelli

*En attendant Godot*, de Samuel Beckett, décrit l'attente de quelque chose qui ne viendra pas. La Suisse aussi attend – que les taux d'intérêt remontent enfin. Dans la pièce de théâtre, un émissaire envoyé par Godot annonce à la fin de chaque acte que l'arrivée de Godot est encore retardée, mais que sa venue est certaine. De même, ces dernières années, les experts n'ont cessé de repousser à plus tard la hausse des taux.

Personne ne sait exactement quand les taux vont enfin sortir du creux de la vague. Un certain consensus règne toutefois parmi les spécialistes. Ces deux prochaines années, les taux directeurs devraient rester bas, car trop de capacités de production restent inutilisées au niveau mondial. Un accroissement de la demande permettrait d'y remé-

dier, mais il faudrait pour cela que la situation de l'emploi s'améliore. Or, les entreprises ne procèdent pas à de nouvelles embauches en raison justement de cette surcapacité. Les gouvernements des pays industrialisés pourraient s'engouffrer dans la brèche et combler l'insuffisance de demande par des dépenses. Mais au lieu de cela, ils se serrent davantage la ceinture chaque année avec leurs programmes d'économies. Les instituts d'émission ont tenté d'intervenir en dernier recours. Les baisses de taux de ces dernières années devaient favoriser la consommation, mais leur effet est resté jusqu'à présent très limité. Dans beaucoup de pays industrialisés, l'utilisation des capacités reste ainsi inférieure au niveau requis pour une hausse de l'inflation. Cela n'incite donc pas les instituts d'émission à remonter leurs taux.

Il faudra donc patienter encore un certain temps avant que les taux remontent enfin en Suisse. L'an dernier, les cours excessifs des immeubles cotés en bourse sont parvenus à se normaliser un peu. Mais la surchauffe sur le marché de l'immobilier résidentiel et la forte extension de l'offre de surfaces commerciales vont se poursuivre. Face à l'accroissement de ces déséquilibres, nous cherchons à identifier plus nettement les tendances à long terme. C'est pourquoi dans l'*UBS Real Estate Focus* de cette année, nous observons l'évolution des placements immobiliers tout au long du cycle conjoncturel. Et nous continuons à attendre – une normalisation des taux.

Nous vous souhaitons une agréable lecture!



**Daniel Kalt**  
Chief Economist Switzerland  
CIO WM Research  
UBS SA



**Claudio Saputelli**  
Head Global Real Estate  
CIO WM Research  
UBS SA

## UBS Real Estate Focus 2014

Ce rapport a été préparé par UBS SA. Veuillez consulter les mentions légales importantes au verso. Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Les cours de marché mentionnés correspondent aux cours de clôture sur les marchés de cotation respectifs.

### Editeur

UBS SA, CIO WM Research  
Case postale, CH-8098 Zurich

### Rédacteur en chef

Claudio Saputelli

### Rédaction

Viviane Vajda

### Clôture de la rédaction

10 janvier 2014

### Traduction

24translate GmbH, St-Gall

### Correction

Visiolink AG, Zurich

### Mise en page

CIO Digital & Print Publishing

### Photos

Mauro Mellone, photographe, Berne

### Photo encouverture

Grand Hotel Viktoria Jungfrau,  
Interlaken

### Impression

galledia ag, Flawil, Suisse

### Langues

Publié en français, anglais, allemand  
et italien

### Contact

ubs-research@ubs.com

### Auteurs en dehors du CIO WM

Les auteurs suivants 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: Prof. Dr Pascal Gantenbein, Gunnar Herm, Dalibor Maksimovic, Marcin Paszkowski, Dominic von Felten, André Rudolf von Rohr.

### Commande ou abonnement

En tant que client ou cliente d'UBS, vous pouvez commander des exemplaires supplémentaires de cette publication ou vous abonner à *UBS Real Estate Focus* par l'intermédiaire de votre conseiller ou par la Printed & Branded Products Mailbox: [sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com](mailto:sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com)

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

SAP N° 83518F-1401

## MOTEURS DU MARCHÉ



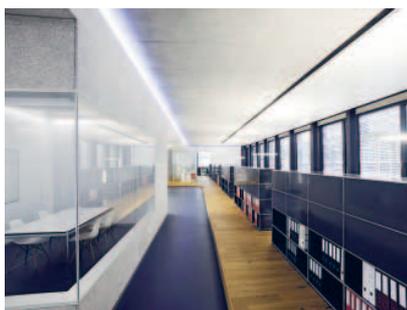
- 6 **La Suisse poursuit sa croissance**
- 8 **Aperçu des moteurs du marché immobilier**

## IMMEUBLES D'HABITATION



- 9 **Logements en propriété**  
Correction ou surcompensation
  - 11 **Logements locatifs**  
Le charme des faibles taux d'intérêt
  - 12 **Aperçu des immeubles d'habitation**
- EN POINT DE MIRE*
- 13 **10 millions d'habitants**  
sans aucun essor immobilier
  - 15 **L'encouragement à la propriété du logement**  
peut faire grimper les prix de l'immobilier
  - 17 **Hypothèques à taux fixe de 30 ans**  
avec une moindre valeur ajoutée
  - 19 **La propriété du logement**  
ne constitue pas toujours la prévoyance vieillesse optimale

## IMMEUBLES COMMERCIAUX



- 21 Surfaces de bureaux**  
Prime élevée pour  
revenu stable
- 23 Surfaces commerciales**  
Moindre potentiel de valeur  
ajoutée des loyers
- 24** Aperçu des immeubles  
commerciaux

### EN POINT DE MIRE

- 25 Commerce en ligne:** opportu-  
nités et risques pour les im-  
meubles de commerce de détail
- 27 La transformation de bureaux  
en logements** n'en est qu'à  
ses débuts
- 29 Les investissements immo-  
biliers à l'étranger** peuvent  
stabiliser le portefeuille

## IMMOBILIER COTÉ EN BOURSE

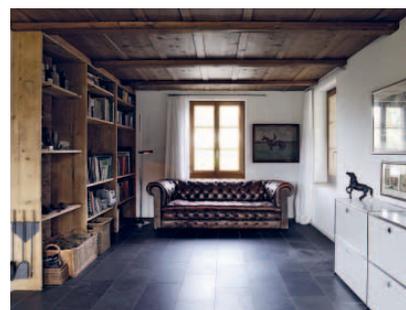


- 31 Actions immobilières**  
Les passifs des bilans  
en point de mire
- 33 Fonds immobiliers**  
L'attente d'une hausse des  
taux accentue la pression
- 34** Aperçu de l'immobilier  
cotés en bourse

### EN POINT DE MIRE

- 35 Les fonds immobiliers suisses**  
sont de plus en plus séduisants
- 37 Retour à la normale** pour les  
marchés immobiliers mondiaux

## THÈME SPÉCIAL



- 39 L'immobilier comme  
placement à long terme**



# Moteurs du marché

## La Suisse poursuit sa croissance

**La conjoncture intérieure est toujours aussi solide et aucune hausse brutale des taux n'est attendue. De plus, l'immigration entraîne une demande durable sur le marché immobilier. Les moteurs du marché immobilier suisse n'ont guère changé pour 2014.**

Pour pouvoir prévoir les mouvements du marché immobilier, il faut examiner ses principaux facteurs d'influence. L'offre dépend en premier lieu de l'activité de construction. Du côté de la demande, les principaux moteurs sont les taux, la croissance démographique et l'évolution économique globale.

### Une activité domestique solide

L'économie mondiale, qui avait déjà donné des signes de faiblesse en 2012, a encore déçu en 2013. La faiblesse conjoncturelle en Europe, où vont 60 % des exportations de marchandises suisses, a été particulièrement tenace.

L'économie de la zone euro est en contraction depuis six trimestres consécutifs, depuis fin 2011, et n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant la crise. En revanche, l'économie suisse a dépassé dès 2010 son niveau d'avant la crise et n'a cessé depuis de croître; la croissance devrait atteindre 1,9% en 2013.

Nous prévoyons pour 2014 et 2015 une croissance du même ordre de grandeur pour l'économie suisse, ce qui ne va pas de soi compte tenu du climat économique mondial exécrable de ces deux dernières années. Nous pensons que l'économie mondiale va elle aussi se consolider en 2014, si bien que les exportations suisses, qui ont stagné ces deux dernières années, devraient retrouver davantage de vigueur. L'activité domestique orientée vers les services devrait néanmoins continuer à mieux tirer son épingle du jeu que l'industrie exportatrice, ce qui soutiendra la demande de surfaces de bureau.

**Elias Hafner**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

**Caesar Lack**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

### Pas de pression inflationniste dans l'immédiat

La croissance économique de 2,1% que nous prévoyons pour 2014 correspond à peu près à la croissance potentielle de l'économie suisse, c'est-à-dire à une croissance n'entraînant ni surchauffe conjoncturelle, ni sollicitation insuffisante des capacités. Il n'y a donc pas de raison que l'inflation augmente fortement. La libre circulation des personnes notamment freine l'inflation. Le marché du travail ouvert complique la formation d'une spirale prix-salaires. L'évolution de l'inflation en Suisse dépend en outre beaucoup des évolutions mondiales. Or, il n'y a actuellement pas de risque d'inflation au niveau mondial, puisque l'évolution économique morose de ces deux dernières années a entraîné des surcapacités. Aucune hausse importante de l'inflation n'est donc à redouter en Suisse pour l'année en cours. L'inflation devrait redevenir légèrement positive cette année après avoir été négative pendant deux ans, depuis 2011. Compte tenu de l'expansion considérable de la masse monétaire ces dernières années dans le monde entier, le risque d'une nette hausse des taux d'inflation au niveau mondial comme en Suisse n'est pas exclu à long terme.

### Les taux à long terme sous le contrôle de la politique monétaire

Il y a quelques années encore, les instituts d'émission du monde entier agissaient sur les taux à court terme, mais ceux-ci ont désormais atteint un niveau quasiment nul dans beaucoup des grandes monnaies. Pour assouplir encore leur politique monétaire, beaucoup d'instituts d'émission se sont résolus à influencer sur les taux à long terme en utilisant des instruments non traditionnels tels que l'achat d'obligations. De ce fait, dans beaucoup des grandes monnaies, la politique monétaire contrôle pratiquement la totalité de la courbe des taux. La reprise économique attendue permettra aux instituts d'émission de laisser remonter peu à peu les taux à long terme. Tant que la pression inflationniste restera faible et que la reprise sera timide, les taux ne devraient toutefois pas remonter brutalement, car les instituts d'émission s'y opposeront. Chez nous, les taux à court terme devraient cependant rester proches de zéro pendant encore au moins deux ans. En raison du taux

de change plancher défini, la Suisse doit en effet appliquer elle aussi la politique de taux bas de l'étranger. Malgré la remontée attendue des taux à long terme, leur niveau actuel est trop bas pour l'activité domestique suisse foncièrement saine, ce qui entraîne des risques d'évolutions indésirables, y compris sur le marché immobilier.

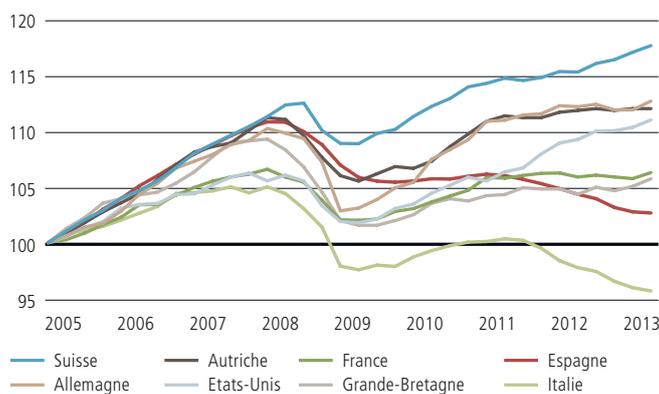
### Immigration persistante mais en provenance d'autres pays d'origine

La population suisse a augmenté d'environ 95 000 personnes l'an dernier, un chiffre qui n'avait plus été atteint depuis 2008, et ce grâce à l'accélération de l'immigration ces dernières années. Outre la demande accrue de main-d'œuvre étrangère du fait de l'évolution conjoncturelle favorable en Suisse, les facteurs d'attraction structurels sont restés très puissants: la Suisse offre un niveau de salaire attractif, des impôts bas et une qualité de vie élevée.

Ces dernières années, les pays d'origine des immigrants ont toutefois changé. En Allemagne, par exemple, le taux de chômage a baissé par rapport à 2008, tandis qu'il a doublé au Portugal, en Espagne et en Italie. Dans le sud de l'Europe, l'évolution du marché de l'emploi a favorisé la volonté d'émigrer, qui a en revanche diminué dans le nord de l'Europe. La part de l'immigration nette en provenance d'Allemagne, du Benelux, de Scandinavie et de Grande-Bretagne, qui s'établissait à près de

### L'économie suisse fait étalage de sa supériorité

PIB corrigé de l'inflation (indice 1<sup>er</sup> trimestre 2005 = 100)



Sources: Reuters EcoWin, UBS

50 % en 2008, est ainsi passée en dessous de 20 % en 2012. La part de l'immigration nette en provenance d'Italie, d'Espagne, du Portugal et de Grèce a en revanche grimpé de 20 % à près de 50 % pendant la même période. Les immigrants venus du sud de l'Europe exercent en moyenne des activités moins qualifiées que ceux venus du nord. De ce fait, le pouvoir d'achat moyen des immigrants diminue, ce qui déplace la demande supplémentaire sur le marché immobilier vers un segment de prix moins élevé.

### Activité de construction toujours élevée

Il faut satisfaire la demande supplémentaire de logements. Avec près de 75 000 logements en construction, l'activité de construction se situe à un niveau record. En dépit de l'immigration élevée, on peut se demander s'il ne va pas en résulter un excédent de logements. La population a augmenté en moyenne de 90 000 personnes par an de 2008 à 2012. Pour une taille moyenne des ménages de 2,2 personnes, il en a résulté une demande supplémentaire d'environ 40 000 logements. Par ailleurs, la taille moyenne des ménages ne cesse de diminuer avec le vieillissement de la population et l'individualisation croissante de la société. Nous estimons qu'il

en résulte une demande supplémentaire de 10 000 à 15 000 logements par an. Pour éviter une pénurie sur le marché immobilier, il aurait fallu construire chaque année 50 000 à 55 000 nouveaux logements, alors que 45 000 logements seulement ont été construits. Cela a donc généré une demande excédentaire au lieu d'une offre excédentaire.

Compte tenu de l'activité de construction intense, nous estimons que 50 000 unités de logement ont été construites en 2013. Avec une croissance de la population d'environ 95 000 personnes, et en tenant compte de la demande supplémentaire de la part de ménages de petite taille, l'accroissement de l'offre et celui de la demande se sont très probablement équilibrés cette année. Le nombre de demandes de construction et de permis de construire accordés laisse penser que l'activité de construction ne va pas ralentir en 2014. Nous prévoyons même une accélération avec 54 000 nouvelles unités de logement. Si la situation reste aussi tendue sur le marché de l'emploi européen et que la conjoncture suisse continue à progresser, l'immigration devrait rester élevée cette année. La demande de logements devrait donc être assurée en termes de quantité.

## Aperçu des moteurs du marché immobilier

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

	2014 <sup>1</sup>	2013 <sup>2</sup>	2012	2011	10 ans <sup>3</sup>
<b>Conjoncture et revenus</b>					
Produit intérieur brut, valeur réelle	2,1	1,9	1,0	1,8	2,1
Investissements dans la construction, valeur réelle	1,4	2,0	-2,9	2,5	1,2
Croissance des salaires, valeur réelle	1,0	1,0	1,5	0,7	0,6
<b>Inflation et intérêts</b>					
Inflation annuelle moyenne	0,5	-0,2	-0,7	0,2	0,6
Libor à 3 mois en CHF <sup>4</sup>	0,1	0,0	0,0	0,1	0,8
Rendement des obligat. (10 ans) de la Confédération <sup>4</sup>	1,5	1,3	0,6	0,7	1,8
<b>Population et emploi</b>					
Effectif de la population	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0
Emploi, en équivalents temps plein	1,7	1,5	1,7	1,2	1,3
Taux de chômage	3,3	3,2	2,9	2,8	3,2

<sup>1</sup> Préviation UBS

<sup>2</sup> Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 3 janvier 2014)

<sup>3</sup> Moyenne: 2004 à 2013

<sup>4</sup> Fin d'année

Sources: Seco; OFS; UBS



# *Immeubles d'habitation*

## Logements en propriété – *correction ou surcompensation*

**Malgré l'essoufflement de la dynamique, les évaluations ont atteint sur le marché des logements en propriété un niveau maximum. Un resserrement du crédit aurait pour effet une chute brutale des prix. Si la demande ne s'effondre pas, les prix de l'immobilier risquent d'atteindre des sommets vertigineux.**

La situation de départ sur le marché suisse du logement en propriété a beaucoup changé par rapport à l'an dernier. Des taux à long terme qui ont doublé, l'activation du volant anticyclique et un durcissement des normes minimales pour l'attribution d'hypothèques ont rendu le financement des logements plus cher. Pour la première fois depuis 2006, l'offre de logements nouveaux créés a pu répondre l'an dernier à l'augmentation de la demande. La croissance des prix de l'immobilier résidentiel a également ralenti. Au deuxième semestre, 55 % des communes enregistraient une baisse des prix de l'offre pour les logements en pro-

priété, cette proportion atteignant même 73 % pour les 100 communes les plus chères.

### **La situation s'aggrave**

Les prix réels de l'immobilier sont actuellement inférieurs de 5 % environ à leur niveau de 1989, avant l'éclatement de la dernière bulle immobilière en Suisse. Ils continuent de croître plus vite que les revenus des ménages, les loyers et les prix à la consommation. L'endettement hypothécaire des ménages privés suisses représente actuellement près de 110 % du produit intérieur brut. Tous les facteurs de risque sont donc réunis pour un effondrement des prix.

A moyen terme, les prix peuvent évoluer de deux façons: soit une correction avec une dépréciation à chaud ou à froid, soit une surcompensation. Une dépréciation à chaud est caractéristique de l'éclatement d'une bulle immobilière: une hausse exponentielle des prix est suivie d'un atterrissage brutale avec de graves conséquences sur l'économie réelle.

**Elias Hafner**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

**Matthias Holzhey**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

Une dépréciation à froid est une normalisation progressive en raison de la stagnation du prix des logements dans un contexte de croissance économique et d'inflation. En revanche, dans le cas d'une surcompensation, les prix continuent à grimper. Après une brève stagnation ou une légère correction, une phase de reprise s'engage, avec un niveau de prix nettement plus élevé.

### Une dépréciation à chaud suite au resserrement du crédit

Les crises immobilières en Espagne, en Irlande et aux Etats-Unis ainsi que, dans une moindre mesure, au Danemark et aux Pays-Bas, donnent l'exemple d'une dépréciation à chaud. On a pu observer auparavant un gonflement du volume de crédit, une forte augmentation de l'activité de construction et de nombreux achats spéculatifs. Pendant les dix années qui ont précédé le début de la correction, la part du volume hypothécaire des ménages dans le produit intérieur brut de ces pays a augmenté en moyenne de 30 points de pourcentage. La Suisse ne fait guère mieux: alors que la part du volume hypothécaire des ménages dans le produit intérieur brut s'établissait en 2000 à 80 %, elle est passée à 108 % en 2013, un chiffre record.

En Suisse, les principaux facteurs susceptibles de déclencher une forte correction seraient une forte inflation ou une réduction des crédits hypothécaires. Pour le reste, la situation ne présente guère de points communs avec celle des pays mentionnés: le secteur du bâtiment n'est pas hypertrophié, et rien n'indique clairement la formation d'une bulle spéculative. De ce fait, en cas de dépréciation à chaud, une correction et ses conséquences sur l'économie devraient être beaucoup plus modérées en Suisse.

### Dépréciation à froid en cas de ralentissement de l'immigration

Il est rare dans l'histoire qu'une surévaluation se corrige progressivement. L'Allemagne, qui a enregistré entre 1995 et 2010 une stagnation des prix nominaux, nous en donne un exemple. Durant cette période, les biens immobiliers ont perdu 18 % de leur valeur réelle; un taux de vacance relativement élevé et une faible croissance de la population ont été les facteurs décisifs. En Suisse, seul un net ralentissement de l'immigration conjugué à une activité de

construction durable et à une faible croissance économique pourrait entraîner une stagnation des prix sur plusieurs années.

### Surcompensation après une légère pause

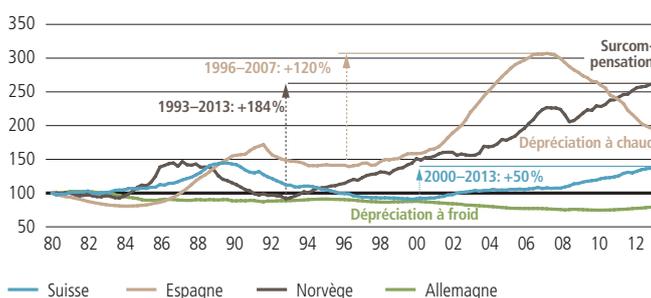
Si la demande ne faiblit pas, les immeubles peuvent tout à fait rester surévalués pendant une longue période, avec des prix atteignant des niveaux vertigineux. C'est ce qui s'est passé en Australie, où les prix réels des maisons sont à la hausse depuis 1996 et ont augmenté de 120 %, et en Norvège, qui a même enregistré une hausse de 184 % depuis 1993. Comme dans ces pays, la forte demande de biens immobiliers profite ici d'une immigration durable et d'une politique monétaire extrêmement expansionniste. La hausse des prix réels de l'immobilier en Suisse depuis le dernier plancher de l'an 2000 n'étant «que» de 50 %, le risque d'une dépréciation à chaud semble faible. En revanche, le scénario d'une surcompensation apparaît tout à fait réaliste. Le ralentissement actuel serait perçu a posteriori comme une dépression passagère.

### Les dés sont jetés cette année

Nous ne prévoyons pour 2014 qu'une faible croissance des prix: 2 % pour les maisons individuelles et pour les appartements. La légère période de faiblesse actuelle va-t-elle déboucher sur une phase de correction? Les décisions politiques relatives à l'immigration, l'évolution des taux et les conditions d'octroi des crédits en décideront. Si la situation macroéconomique ne change pas, le marché suisse des logements en propriété devrait bénéficier d'un dynamisme suffisant, ce qui pourrait entraîner à moyen terme une surcompensation. Mais cela créerait à long terme un potentiel de risque considérable pour l'économie nationale.

### Les prix vont-ils continuer à augmenter?

Prix des logements (corrigés de l'inflation, indice 1980 = 100)



Sources: Federal Reserve Bank of Dallas, Wüest & Partner, OFS, UBS

# Logements locatifs – *le charme des faibles taux d'intérêt*

**Depuis 2008, le taux hypothécaire de référence ne cesse de baisser. Les locataires peuvent s'en réjouir. Pour les bailleurs, le marché des logements locatifs reste toutefois attrayant.**

Le taux hypothécaire de référence, déterminant pour les ajustements de loyers, est favorable aux locataires. Depuis son introduction il y a plus de 5 ans, il a baissé sans cesse, passant de 3,5 aux 2,0% applicables depuis septembre 2013. Quelqu'un qui avait emménagé dans un logement locatif en automne 2008, pouvait faire valoir depuis lors une baisse du loyer de 16,2%<sup>1</sup>. Le bailleur pouvait toutefois compenser 40% du renchérissement ainsi que la hausse des frais d'entretien et d'exploitation, soit globalement env. 0,5 à 1,0% par an. Ces cinq dernières années, ce dernier point pesait pratiquement seul dans la balance. Au final, si son loyer mensuel initial s'élevait par exemple à 2000 CHF en 2008, le locataire ne paie aujourd'hui plus que 1755 CHF, soit 245 CHF de moins.

## L'envie de déménager diminue

Supposons que le locataire précité emménage dans un logement plus grand. En Suisse, une pièce supplémentaire occasionne en moyenne 350 CHF de frais en plus. En outre, depuis 2008, les loyers demandés (pour une relocation ou une première/nouvelle location) ont augmenté entre 5 et 10% selon les régions, par rapport non pas au loyer actuel (dans notre exemple 1755 CHF), mais au loyer du marché de l'époque (2000 CHF). Compte tenu de ces deux facteurs (350 CHF pour la pièce supplémentaire et 150 CHF pour le renchérissement sur le marché), en déménageant dans un logement plus grand, le locataire arriverait à un loyer mensuel de 2500 CHF, soit 40% de plus que son loyer actuel. Cette configuration défavorable résulte du fait que les loyers existants (ceux des contrats locatifs maintenus) et les loyers demandés n'évoluent pas à la même vitesse. L'écart s'est creusé avec la baisse du taux d'intérêt de référence depuis 2008. Conséquence: ces dernières années, les locataires se sont montrés de moins en moins enclins à déménager.

## Avantages et inconvénients pour les locataires...

Pour les locataires, le bas niveau du taux hypothécaire de référence a aussi ses mauvais

côtés. Tout comme les faibles taux actuels étaient inimaginables il y a cinq ans, il n'est pas exclu que dans cinq ans, le taux de référence aura retrouvé le niveau de 2008. Par palier de 25 points de base lors du relèvement du taux de référence, le bailleur peut augmenter le loyer de 3% (sans prise en compte de l'inflation et de la hausse des frais d'entretien). Donc, si le taux de référence remonte à 3,5%, le locataire dans notre exemple devra payer déjà plus de 3000 CHF pour occuper le logement avec la pièce supplémentaire, soit env. 70% de plus que son loyer actuel pour le logement plus petit.

Deux aspects viennent toutefois relativiser cette perspective. D'une part, on peut partir du principe que le taux de référence va encore rester plusieurs trimestres à son faible niveau actuel. Un relèvement à 3,5% dans cinq ans semble peu probable, vu le contexte conjoncturel actuel. D'autre part, beaucoup de bailleurs vont certainement se garder de répercuter intégralement sur les locataires les hausses de loyers justifiées par le relèvement du taux de référence. En effet, le bailleur n'a aucun intérêt à provoquer des changements de locataires ni une vacance des logements.

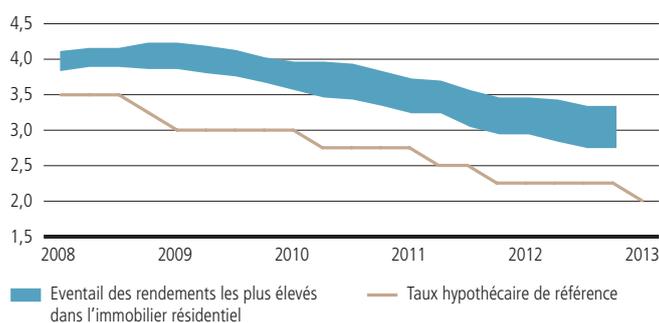
## ...et les bailleurs

Le produit des loyers réalisé avec les contrats de location existants a diminué ces dernières années parce qu'on a autorisé des prétentions à la baisse. En revanche, lors des changements de locataires, le bailleur n'aura pas manqué d'adapter les nouveaux loyers initiaux aux niveaux actuels du marché, et ce, malgré la baisse des coûts de financement due au recul des taux hypothécaires.

**Claudio Saputelli**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## Les rendements initiaux nets et le taux de référence hypothécaire

Rendements les plus élevés des immeubles résidentiels des cinq plus grandes villes suisses en %



Sources: Wüest & Partner, OFL, UBS

<sup>1</sup> En cas de baisse du taux de référence de 0,25%, le loyer net peut être diminué de 2,91% à condition que le taux de référence soit inférieur à 5%.

Outre les conditions de financement particulièrement intéressantes, d'autres facteurs ont attisé la forte demande des investisseurs pour des immeubles locatifs. Il s'agit avant tout du taux de logements vacants, resté faible (1,5% pour toute la Suisse), de l'accroissement important de la population poussé par la forte immigration, et enfin du fait que pour les placements immobiliers, la protection contre l'inflation est particulièrement prisée dans le contexte actuel de liquidité surabondante. D'où une revalorisation des immeubles locatifs de plus de 30% en moyenne depuis 2008 partout en Suisse. Parallèlement, les rendements nets initiaux sont aussi tombés, en moyenne à un peu plus de 3% aux emplacements les plus convoités dans les cinq principales villes suisses (même à 2,6% à Zurich). A titre de comparaison: les rendements sur distribution de place-

ments immobiliers largement diversifiés et cotés en bourse sont partiellement supérieurs, malgré une prime de liquidité inférieure.

Malgré cela, les immeubles locatifs sont toujours très prisés, notamment par les investisseurs institutionnels. Malgré leur faible niveau actuel, les rendements initiaux gardent leur attrait tant que les intérêts à long terme tournent autour de 1% et qu'il existe un certain potentiel de hausse des loyers dû au très faible niveau du taux de référence et à la possibilité de répercuter une éventuelle inflation sur les locataires. Une normalisation des intérêts devrait cependant faire ressortir les inconvénients des immeubles locatifs en tant que placement de capitaux: illiquidité, besoin de capitaux élevé, risque de perte de revenus locatifs, frais de gérance.

## Aperçu des immeubles d'habitation

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

	2014 <sup>1</sup>	2013 <sup>2</sup>	2012	2011	10 ans <sup>3</sup>
<b>Construction de logements et logements vacants</b>					
Augmentation nette du nombre de logements	54 000	50 000	45 763	48 081	42 692
Taux de logements vacants	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0
<b>Logements locatifs</b>					
Prix de l'offre pour logements locatifs	3,0	2,8	3,1	2,8	3,1
Prix de l'offre pour logements locat. nouvel. construits	0,5	1,0	1,1	-0,9	0,2
Indice des prix des loyers existants	0,5	0,6	0,5	1,3	1,6
Taux hypothécaire de référence <sup>4</sup>	2,0	2,0	2,3	2,5	-
Logements locatifs vacants (nombre)	-	31 666	30 916	30 816	29 707
Rendement total de l'invest. direct dans le logement	5,5	6,5	7,1	7,8	6,1
<b>Logements en propriété</b>					
Prix de l'offre pour logements en propriété	2,0	3,5	5,1	4,8	3,8
Prix de transaction pour logements en propriété	-	5,0	6,7	8,6	6,0
Prix de l'offre pour maisons individuelles	2,0	4,5	3,7	4,1	3,3
Prix de transaction pour maisons individuelles	-	3,0	4,9	6,3	4,1
Progres. des crédits hypothécaires, toutes les banques	4,0	4,6	5,1	4,8	4,6
Logements en propriété vacants (nombre)	-	8342	8006	7601	7946

<sup>1</sup> Prévision UBS

<sup>2</sup> Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 3 janvier 2014)

<sup>3</sup> Moyenne: 2004 à 2013

<sup>4</sup> Fin d'année

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

# 10 millions d'habitants *sans aucun essor immobilier*

**Un accroissement de la population ou des revenus n'a jamais entraîné nulle part une hausse des prix de l'immobilier à long terme. Dans une Suisse comptant 10 millions d'habitants, sera-t-il toujours possible de se loger à un prix raisonnable? Tout dépendra de la pénurie de l'offre entraînée par les prescriptions réglementaires.**

Si la tendance actuelle se confirme, la Suisse devrait franchir le seuil des 10 millions d'habitants en 2035, et le pouvoir d'achat par habitant augmenter de 20%. Les logements bon marché vont-ils devenir une denrée rare? Les prix des logements les mieux situés risquent-ils d'atteindre des sommets vertigineux?

D'un point de vue historique, il s'agit d'une douce rêverie des propriétaires et d'un excès de pessimisme des locataires, résultant d'une erreur courante: la crainte qu'une augmentation de la population favorise une pénurie de terrains, faisant s'envoler les prix, que la prospérité croissante entraîne une hausse des prix de l'immobilier et que les endroits les plus prisés profitent plus que la moyenne de l'augmentation de la population et des revenus.

## Stabilité à long terme des prix de l'immobilier

Il est difficile de vérifier de manière empirique la véracité de ces thèses. Pour cela, il faudrait disposer d'indices des prix à très long terme, or ceux-ci sont extrêmement rares. Parmi les plus connus, citons l'indice du prix des maisons S&P/Case-Shiller, qui mesure l'évolution du prix des maisons aux Etats-Unis depuis la fin du 19<sup>e</sup> siècle. Il montre que le niveau des prix de 1990 (corrigés de l'inflation) est le même qu'en 1890 (cf. graphique). Pourtant, la population américaine a quadruplé et le revenu par habitant a été multiplié par 10. Les prix de l'immobilier n'ont donc pas suivi l'évolution de la performance économique.

Les données sur la Suisse confirment aussi la stabilité à long terme. Selon l'indice national des prix à la consommation, le coût réel du logement par ménage y était en 2013 supérieur de 20% à sa valeur de 1934. Mais la surface des logements a fortement augmenté. Le prix effectif au mètre carré a donc baissé durant cette période. Ni le doublement de la population ni la multiplication par 3 du revenu

par habitant depuis 1934 n'ont fait grimper le prix au mètre carré. L'analyse des données existantes ne permet pas de conclure que la croissance de la population et des revenus a entraîné une hausse des prix au niveau national.

## La prospérité accroît la demande de surfaces

Si la croissance économique a peu influé l'évolution des prix, c'est parce qu'à long terme, l'offre de logements a toujours pu répondre à la demande. En effet, tant qu'il reste assez de surface constructible, les prix de l'immobilier corrigés de l'inflation n'augmentent qu'avec les coûts de construction.

Mais si les revenus augmentent, les gens sont prêts à payer davantage pour un logement. Comme les coûts au mètre carré n'ont que faiblement augmenté ces 30 dernières années en raison de l'extension de l'offre, la surface moyenne de logement par habitant est passée en Suisse de 34 mètres carrés en 1980 à 45 mètres carrés aujourd'hui. Le coût du logement (prix x surface) a donc évolué parallèlement aux revenus; la part des dépenses de logement dans les dépenses totales est restée relativement constante. Cela recoupe les observations faites dans d'autres pays. Reste à savoir si l'augmentation du pouvoir d'achat ne fait pas grimper les prix dans les endroits les plus prisés.

## Les sites prisés changent

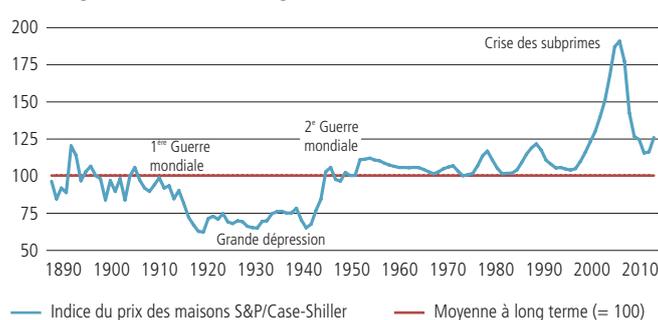
Les sites prisés sont par définition un bien rare. Or, ils font rarement l'objet d'une limitation naturelle. Le plus souvent, l'attractivité d'un lieu vient de la proximité du bassin d'emploi,

**Elias Hafner**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

**Matthias Holzhey**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## Accroissement très limité de la valeur des logements à long terme

Prix des logements aux Etats-Unis (corrigé de l'inflation, indice)



Sources: Yale University, UBS

des commerces et des offres culturelles. Mais avec les progrès techniques et le développement du réseau de transport, le rayon d'accessibilité des centres s'est élargi. L'offre de bons sites a pu et peut encore être développée grâce aux progrès en transport et en construction.

L'évolution des prix dans les centres urbains en témoigne. L'indice des prix à la consommation pour la ville de Zurich révèle que depuis le début de la Seconde Guerre mondiale, les prix des logements à Zurich n'ont pas augmenté davantage que dans l'ensemble de la Suisse. A Manhattan (New York), le prix réel du mètre carré en 1999 était même inférieur de 30% à sa valeur de 1899. L'indice Herengracht constitue aussi une étude à long terme intéressante concernant les sites prisés. Il nous apprend que si les prix réels connaissent de fortes fluctuations au fil du temps, les prix actuels au centre d'Amsterdam correspondent à peu près au niveau moyen du 18<sup>e</sup> siècle. Sur le long terme, les prix sur les sites les plus prisés ne semblent donc pas profiter outre mesure de la croissance de la population et des revenus.

Il va de soi que certains sites particulièrement recherchés, avec une vue exceptionnelle ou un accès direct à la mer, resteront uniques. Ce sont eux qui devraient profiter le plus d'une hausse des revenus, mais ils se négocient aujourd'hui déjà avec une prime. Le montant de la prime dépend toutefois de l'évolution des centres économiques proches (cf. encadré sur l'attractivité des sites à la page 20).

### La pénurie artificielle, moteur de la hausse des prix

Un accroissement important de la population ou une forte hausse du pouvoir d'achat ne sauraient influencer à long terme le niveau général des prix de l'immobilier en Suisse. Mais à court ou moyen terme, l'offre ne peut s'accroître que de manière limitée. D'une part, le marché immobilier est soumis à l'inertie naturelle du marché de la construction: en raison du temps nécessaire pour planifier et construire, l'offre de logements ne peut réagir qu'avec un certain retard à l'augmentation de la demande.

D'autre part, cette inertie du marché peut être aggravée artificiellement, si bien que les incitations économiques pour créer de nouveaux logements disparaissent. Plus les prescriptions réglementaires compliquent la construction de logements et empêchent le classement en

zone à bâtir ou la densification, plus les prix réagissent à la croissance de la population.

Dans les villes, la forte densité de population rend difficile l'extension de la surface habitable. Or, c'est là que les réglementations sont les plus strictes, bloquant les projets de construction. Ainsi, l'activité de construction à Zurich, Genève et Lausanne a été très faible ces dernières années, alors que la demande était très élevée. Les hausses de prix excessives de ces dernières années dans les villes expliquent en grande partie cette pénurie artificielle. Si la Suisse franchit le cap des 10 millions d'habitants sans que les obstacles réglementaires soient levés, le niveau de prix déjà trop élevé dans les centres pourrait perdurer. Les exemples d'Amsterdam, Manhattan ou Zurich montrent toutefois que sur le long terme, même les prix sur les meilleurs sites n'augmentent pas davantage que la moyenne, et font tôt ou tard l'objet d'une correction.

### COÛT DU LOGEMENT RELATIVEMENT BAS DANS LES VILLES SUISSES

L'accroissement de la prospérité n'entraîne pas une hausse proportionnelle du prix des logements, mais les rend plus accessibles. C'est ce que montre la publication d'UBS *Prix et salaires*, qui compare le pouvoir d'achat dans 72 villes du monde. Moins une économie est développée, plus il faut travailler longtemps pour louer un logement de taille équivalente. Dans la plupart des métropoles d'Asie et d'Amérique latine, une personne aux revenus moyens qui souhaite louer un appartement de trois pièces au centre-ville devra y consacrer une grande partie de ses revenus. De ce fait, la superficie des logements par habitant y est beaucoup moins grande que dans les pays où le revenu moyen est plus élevé. En revanche, en Europe, le coût du logement par rapport aux revenus est nettement plus modéré. A Genève et Zurich, le temps de travail nécessaire pour louer un logement est sensiblement le même que dans la plupart des villes d'Europe occidentale comme Berlin, Vienne et Francfort ou encore Barcelone et Madrid. Par rapport aux autres grands centres financiers mondiaux, le logement est même plus avantageux dans les villes suisses. A Londres, New York ou Singapour, le rapport entre le prix des logements et les revenus est au moins 2 fois plus élevé et se situe au niveau d'un pays en voie de développement.

# L'encouragement à la propriété du logement *peut faire grimper les prix de l'immobilier*

**«Une habitation ne contribue pas en elle-même au revenu de son occupant», écrivait déjà Adam Smith, le père de l'économie, il y a plus de 200 ans. Pourtant, beaucoup de gouvernements veulent régulièrement relever le pourcentage de propriétaires. Or, les risques économiques ne justifient pas cette démarche.**

«La Confédération encourage la construction de logements ainsi que l'acquisition d'appartements et de maisons familiales destinés à l'usage personnel de particuliers...», stipule l'art. 108 de la Constitution fédérale suisse depuis 1972. Il compte parmi les articles ayant suscité le plus de polémiques politiques depuis son adoption. Certains ne voient pas pourquoi l'encouragement à la propriété du logement (EPL) à coup de millions de recettes fiscales resterait une mission de l'Etat fédéral. D'autres estiment au contraire que l'Etat engage trop peu de moyens pour augmenter ce pourcentage (près de 40%) relativement bas par rapport aux autres pays.

Mais est-ce là le rôle de la politique? L'administration Clinton était absolument de cet avis, dans les années 1990, lorsqu'elle se fixa comme objectif de relever le pourcentage de propriétaires d'environ 65 à 67,5% jusque fin 2001. D'autres gouvernements lui emboîtèrent le pas. Les raisons invoquées dans d'innombrables études sont souvent les mêmes.

## Des arguments boiteux

La perspective de la propriété du logement incite les ménages à épargner, d'où une plus grande stabilité économique, surtout par temps de crise. Après l'acquisition, ils peuvent accumuler une fortune quand les prix immobiliers grimpent. Des analyses montrent que les propriétaires s'engagent davantage au niveau politique et social que les locataires, ce dont profitent finalement tous les habitants. D'où des répercussions positives sur la satisfaction générale concernant le logement. En résumé: un pourcentage de propriétaires supérieur accroît le bien-être des propriétaires mais bénéficie aussi à l'ensemble de la population par différents canaux.

On serait donc tenté de conclure que plus le pourcentage de propriétaires est élevé, mieux c'est. Or, les arguments avancés en faveur d'un pourcentage élevé reposent sur deux supposi-

tions importantes: absence de crash immobilier et garantie de la capacité financière à investir dans le propre logement. C'est une erreur d'appréciation, comme l'ont montré les châteaux de cartes sur de nombreux marchés immobiliers, avec des conséquences financières et sociales douloureuses.

Aux Etats-Unis par exemple, entre 2006 et 2011, les prix immobiliers ont perdu plus de 30% dans la moyenne nationale et jusque 60% rien qu'à Las Vegas. Au plus fort de la crise immobilière, 25% de tous les propriétaires avaient des dettes supérieures à la valeur marchande de leur maison. Au total, quelque 5 millions d'Américains ont perdu leur propre logement à cause de saisies sur le marché hypothécaire, et plus de personnes encore ont dû vendre leur bien, surtout sous la pression de leur dette hypothécaire. Des problèmes identiques se posent entre autres en Europe du Sud, en Grande-Bretagne, en Irlande et aux Pays-Bas.

## Une approche nuancée met à jour d'autres inconvénients

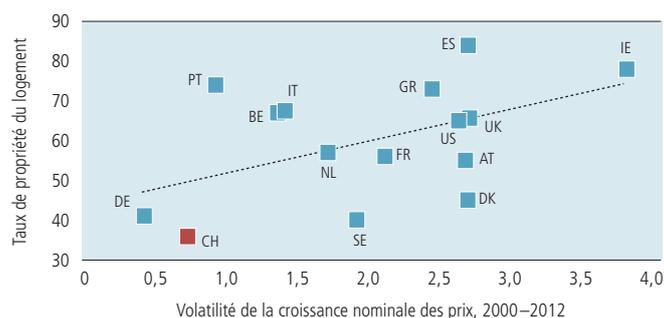
Les revers subis sur les marchés du logement ont donné lieu à une remise en cause accrue des avantages d'un pourcentage de propriétaires élevé et/ou de son encouragement par l'Etat. De nouvelles études soumettent les avantages précités à un réexamen critique et pondèrent davantage le coût économique. Les résultats révèlent presque tous une autre image qu'avant la crise financière.

L'argument selon lequel la propriété du logement serait la principale forme d'accumulation de fortune des ménages privés s'est avéré aussi

Claudio Saputelli  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## Dans les pays comptant une forte proportion de propriétaires, les prix de l'immobilier sont plus volatils

Rapport entre le taux de propriété et la volatilité des variations de prix, en %



Sources: BIS, Federal Reserve Bank of Dallas, CECODHAS, US Census Bureau, OFS, UBS

fragile que les prix immobiliers dans les pays victimes de bulles immobilières. Certes, par temps de récession, les biens immobiliers sont nettement plus stables que les actions mais ils sont le plus souvent acquis à crédit. Quand des actions s'effondrent de 20 %, l'investisseur subit « uniquement » cette dépréciation. En revanche, quand les prix immobiliers plongent de 20 % et que la maison est grevée à 80 %, c'est l'ensemble des capitaux propres qui fond comme neige au soleil, au risque de perdre sa propriété. De plus, les investissements dans l'immobilier engloutissent beaucoup d'argent, ce qui limite souvent la diversification du portefeuille. Dans beaucoup de pays industrialisés, dont la Suisse, près de la moitié de la fortune privée est investie dans l'immobilier, voilà un gros risque. En outre, les biens immobiliers ne sont pas du tout liquides. Une vente peut traîner des mois, voire des années. A court de liquidités, un propriétaire ne peut pas simplement vendre une ou deux pièces de sa maison. Par contre, les investissements dans des actions et obligations permettent de vendre des parts en un jour.

L'inconvénient d'un pourcentage de propriétaires élevé souvent cité dans une perspective macroéconomique est que les travailleurs propriétaires d'un logement à usage propre sont moins mobiles que les locataires. D'après des recherches internationales, le taux de chômage augmente avec le pourcentage de propriétaires. De plus, la «negative equity» (valeur marchande du bien immobilier inférieure aux dettes hypothécaires) aggrave nettement l'immobilité relative, les propriétaires rechignant à vendre leurs biens à perte. Enfin, l'EPL par l'Etat en augmente l'attrait au détriment des logements locatifs, ce qui attise la demande en biens immobiliers. Donc, les prix grimpent et, avec eux, le risque d'une bulle immobilière.

### **L'EPL modéré: une chance pour le marché immobilier suisse**

Beaucoup de gouvernements encourageant fortement la propriété du logement affirment que cela stimule la croissance économique via le secteur de la construction. Mais comme le montre une étude du Département fédéral des finances consacrée à la politique du logement en Suisse, on oublie souvent que les éléments de fortune investis dans l'immobilier résidentiel réduisent les investissements auprès des entreprises susceptibles d'augmenter la productivité et donc de favoriser la croissance.

L'Etat fédéral suisse encourage l'acquisition de logements à usage propre mais modérément par rapport à d'autres pays. L'encouragement s'effectue principalement via les possibilités de retrait fiscalement avantageuses des piliers 2 et 3a. Cette retenue porte ses fruits, comme le montrent les mésaventures à l'étranger. Aux urnes, la population suisse a aussi exprimé sa vision à long terme, refusant régulièrement une extension de l'encouragement, malgré le pourcentage de propriétaires assez faible. Elle a reconnu que les prix immobiliers suivent davantage une évolution saine quand les gouvernements s'en mêlent le moins possible.

### **POURCENTAGES DE PROPRIÉTAIRES: UN COMPARATIF INTERNATIONAL BANCAL**

Dans le comparatif international des pourcentages de propriétaires, la Suisse arrive en fin de classement, avec près de 40 %. Certains pays atteignent plus du double. Par exemple l'Espagne, avec 86 %. Le régime de Franco avait fortement augmenté le pourcentage pour mieux contrôler la population par le biais de crédits à long terme. En outre, le marché espagnol des logements locatifs végète parce que les hausses des loyers ont longtemps été impossibles, incitant des investisseurs à se retirer. Aux Pays-Bas, le pourcentage de propriétaires est de 54 %. L'Etat se porte en partie garant des paiements d'intérêts des hypothèques. Les banques prêtent donc jusqu'à 100 %. Le pourcentage atteint 67 % aux Etats-Unis qui, dans les années 1990, ont adopté plusieurs lois sur le marché des subprimes interdisant aux banques de contrôler la solvabilité lors de l'octroi de crédits. Les 3 pays cités souffrent encore aujourd'hui des suites de l'éclatement de leurs bulles immobilières. Un comparatif international serait certainement plus adéquat si, au lieu du pourcentage de propriétaires, il portait sur la satisfaction de la population concernant le logement. Le classement serait tout autre. Un sondage de gfs.bern (2005) montre qu'en Suisse, 95 % des personnes interrogées sont «plutôt satisfaites» à «très satisfaites». Un résultat sans doute unique au monde.

# Hypothèques à taux fixe de 30 ans *avec une moindre valeur ajoutée*

**Il serait tentant pour les preneurs d'hypothèques de fixer le niveau actuellement bas des taux jusqu'en 2044 avec des hypothèques de longue durée. Les banques devraient vendre les hypothèques à des investisseurs. Les coûts d'un changement de système dépasseraient le bénéfice à en tirer.**

Même si nous ne prévoyons pas de forte hausse des taux durant les 2 prochaines années, ce risque ne peut être exclu à moyen terme. En fixant leurs engagements hypothécaires au niveau actuellement bas des taux, les propriétaires de maisons et d'appartements pourraient prévenir un choc des coûts. Ce qui vaut pour un ménage en particulier peut s'appliquer à l'ensemble du marché: plus la durée moyenne des hypothèques en cours est longue, plus l'effet négatif d'une hausse des taux sur le comportement des consommateurs et la capacité de paiement des ménages est atténué.

Aux Etats-Unis, les hypothèques à taux fixe de 30 ans représentent une part de marché de près de 90%. Ces financements sont proposés avec une prime de 2 points de pourcentage (pp) sur les obligations d'Etat américaines à 10 ans. En Suisse, une hypothèque à taux fixe de 30 ans serait rémunérée à 3%. Pourquoi ne propose-t-on pas chez nous de telles hypothèques de longue durée?

## Nécessité d'un changement de système

Au Danemark, le pourcentage d'hypothèques à taux fixe de longue durée est passé de près de 100% en l'an 2000 à moins de 30% aujourd'hui. La plupart des propriétaires préfèrent des coûts d'intérêt moins élevés à une couverture de longue durée. L'absence d'une offre d'hypothèques de longue durée en Suisse s'explique en partie par l'absence de demande. Mais la raison principale est liée au système. La vente d'hypothèques de longue durée est risquée car le financement se fait en grande partie en utilisant l'épargne. Une banque risquerait de se trouver dans la situation de devoir rémunérer les avoirs d'épargne à un taux supérieur au taux de rémunération des hypothèques octroyées. Une banque ne peut pas résilier des hypothèques si des clients retirent leurs avoirs d'épargne. La forte probabilité que les conditions de vie d'un preneur de crédit changent du tout au tout à un horizon

de 15 à 30 ans et qu'il doive rembourser son crédit de manière anticipée constitue un risque supplémentaire.

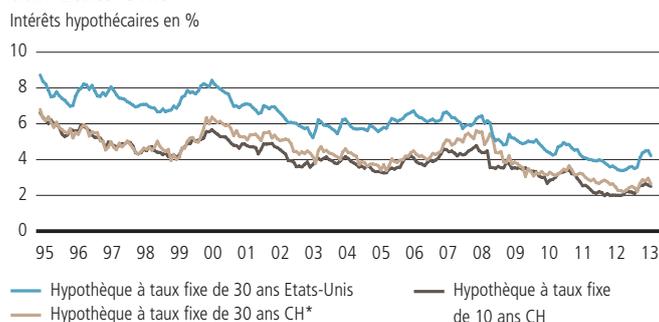
Pour pouvoir proposer des hypothèques de longue durée, il faut trouver une alternative au financement par l'épargne. Aux Etats-Unis, la majeure partie des hypothèques sont revendues à des investisseurs. La banque fait office d'intermédiaire entre les acteurs du marché. Comme elle ne gère pas d'hypothèques, elle n'est pas exposée au risque d'intérêt ou de liquidité. Pour tenir compte d'un changement des conditions de vie des preneurs d'hypothèques, ces derniers ont la garantie de pouvoir rembourser gratuitement leur hypothèque s'ils le souhaitent. Un tel système de vente des hypothèques peut-il fonctionner en Suisse, et des hypothèques à taux fixes de 30 ans peuvent-elles être proposées à des conditions concurrentielles? Tout dépend des coûts de l'option de remboursement, du risque de défaut de paiement et de la titrisation.

**Matthias Holzhey**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## Coûts du remboursement

Rembourser une hypothèque sans coûts supplémentaires est une nécessité pour les hypothèques à taux fixe de 30 ans. Mais la contrepartie – l'acheteur de l'emprunt hypothécaire – entend bien être indemnisée pour le risque encouru. En effet, il est très probable qu'un emprunt hypothécaire à 30 ans sera remboursé avant la fin de sa durée effective. Si les taux baissent, le preneur d'hypothèque remboursera l'hypothèque pour en prendre une autre à un taux plus bas. L'investisseur doit donc s'attendre à un remboursement au

## Hypothèque à taux fixe de 30 ans avantageuse aux Etats-Unis



\* L'hypothèque à taux fixe de 30 ans CH a été calculée sur la base de la différence de taux entre une obligation d'Etat américaine à 10 ans et une hypothèque à taux fixe de 30 ans aux Etats-Unis. En ajoutant cette différence de taux au rendement des obligations à 10 ans de la Confédération, on obtient le taux indicatif d'une hypothèque à taux fixe de 30 ans CH.

Sources: Bloomberg, Economag, UBS

moment qui sera le moins favorable pour lui; la prime demandée est donc d'autant plus élevé. Aux Etats-Unis, la prime sur l'obligation d'Etat à 10 ans exigée pour le risque de remboursement est de 1 pp. Pour la Suisse, ce serait le maximum envisageable, puisque le risque de remboursement est actuellement assez faible compte tenu des taux déjà extrêmement bas.

#### *Coûts du défaut de paiement*

Les risques de défaut de paiement ne dépendent pas de la façon dont l'hypothèque est financée. En Suisse, c'est la banque qui supporte ce risque et elle exige donc une compensation. En cas de titrisation et de vente des hypothèques à des investisseurs, ce sont normalement ces derniers qui supportent le risque de défaut de paiement. Pour un pool d'hypothèques de qualité, la prime ne devrait pas dépasser 0,5 pp. Aux Etats-Unis, c'est le contribuable qui supporte le risque de défaut de paiement pour l'investisseur.

#### *Coûts de la titrisation*

Le marché des hypothèques titrisées représente aux Etats-Unis 8500 milliards de dollars US, et les émissions s'élèvent à près de 150 milliards de dollars US par mois. Avec des volumes aussi considérables, il est clair que le processus de titrisation est très standardisé et peut donc être réalisé à un coût relativement réduit. En Suisse, il faudrait déjà mettre en place ces structures, ce qui entraînerait des coûts élevés. La législation existante autorise toutefois une titrisation suivant le modèle américain. Compte tenu de la taille limitée du marché et des volumes moins importants, les coûts de l'émetteur seraient beaucoup plus élevés qu'aux Etats-Unis.

#### **Un système qui n'est pas concurrentiel en Suisse**

Au final, une hypothèque à taux fixe de 30 ans ne serait guère concurrentielle en Suisse. Le risque de remboursement ajoute 1 pp au taux, et le risque de défaut de paiement 0,5 pp. Viennent s'y ajouter une indemnisation d'au moins 0,5 pp à la banque pour l'octroi de l'hypothèque, et les coûts de la titrisation, difficiles à estimer. Le taux d'une hypothèque à taux fixe de 30 ans devrait s'élever chez nous à au moins 4%. Le produit ne serait donc pas intéressant par rapport à une hypothèque à taux fixe traditionnelle de 10 ans à 2,5%. Tant que

l'épargne sera disponible en quantité suffisante pour le refinancement des hypothèques, les hypothèques à taux fixe de 30 ans ne parviendront guère à s'établir en Suisse.

En principe, le preneur d'hypothèque a la possibilité de couvrir une hypothèque Libor contre les hausses de taux sur le marché des capitaux pour les 30 années à venir. Mais ce type de couverture comporte des risques complexes et ne s'adresse donc qu'aux investisseurs immobiliers importants ou institutionnels. Les acheteurs privés n'auront toujours pas de réelle possibilité de se couvrir à long terme. Au cours des dernières années, la charge des intérêts a réagi rapidement aux fluctuations des taux directeurs en raison des échéances plutôt courtes des hypothèques en Suisse. Ainsi, le taux d'intérêt hypothécaire moyen a baissé, passant de près de 3,5% en 2008 à 2,1% actuellement, ce qui a aidé à amortir le choc de la crise financière. Cet effet secondaire des durées plus courtes des crédits hypothécaires s'est avéré très bénéfique pour l'économie suisse après la crise.

#### **LE RISQUE D'ÉCART DE MATURITÉ SOUS-ESTIMÉ**

Le 14 septembre 2007, de longues files se sont formées devant les filiales de Northern Rock. En trois jours, des clients inquiets ont retiré près de deux milliards de livres. Northern Rock n'avait pas spéculé sur des hypothèques de mauvaise qualité, mais avait été victime d'une transformation ratée des maturités. L'entreprise ne finançait pas les hypothèques octroyées uniquement avec les fonds de la clientèle, mais aussi en prenant des crédits à court terme sur le marché des capitaux. C'est ainsi que Northern Rock, petite banque régionale, était devenue en dix ans la cinquième banque hypothécaire de Grande-Bretagne.

Quand les taux du marché monétaire se sont enflammés durant l'été 2007, le modèle d'affaires de la banque s'est effondré. Les crédits à court terme coûtaient davantage d'argent que les hypothèques à long terme n'en rapportaient. Northern Rock s'est vue obligée de refinancer en trois mois 25 milliards de livres, ce qui était tout simplement impossible sur un marché monétaire alors tari. L'entreprise a donc fait faillite et a été nationalisée. Cet exemple montre que tirer parti du risque d'écart de maturité peut se révéler lucratif pendant des années. Mais sous-estimer ce risque finit presque toujours mal.

# La propriété du logement *ne constitue pas toujours la prévoyance vieillesse optimale*

**Le choix d'acheter ou de louer son logement est déterminant pour la planification de la prévoyance. Malgré les taux hypothécaires actuellement bas, il ne faut pas sous-estimer le risque inhérent à l'achat d'un bien immobilier. Par ailleurs, nous ne recommandons d'investir dans un logement à des fins de prévoyance qu'avec des moyens financiers suffisants.**

La propriété du logement semble un gage de sécurité financière pour la vieillesse. Mais cette décision demande une mûre réflexion pour que le calcul se révèle juste, même à l'âge de la retraite. En effet, on sous-estime souvent les charges liées à la propriété par rapport à un loyer et on surestime l'augmentation de la valeur de l'objet à terme.

## Comparer le coût d'un achat ou d'une location

Le coût d'un logement en location est déterminé par le montant du loyer. En revanche, les frais courants pour l'acquisition d'un logement ne se limitent pas aux intérêts hypothécaires. Si le bas niveau actuel des taux est très séduisant, il faut s'attendre à des hausses de taux à terme. Mais ce n'est pas tout.

Tout d'abord, selon les directives de l'Association suisse des banquiers, un propriétaire doit amortir l'hypothèque à hauteur des deux tiers maximum de la valeur vénale de l'immeuble en l'espace de 20 ans. Comme le financement tiers ne peut représenter plus de 80% du prix d'achat du bien immobilier, un apport de fonds propres assez important est nécessaire. Le capital ainsi lié ne peut plus travailler de manière productive, et il en résulte des coûts d'opportunité (gains qui auraient été réalisés avec d'autres placements). Un versement anticipé d'avoirs de la caisse de pension pour financer une partie de l'apport en capitaux propres est certes possible, mais il réduit le capital vieillesse et donc les rentes futures. Si le revenu ainsi diminué n'est alors plus suffisant pour garantir le maintien du niveau de vie habituel, il faut penser à épargner un capital retraite supplémentaire. Enfin, lors de l'acquisition d'un logement en propriété, il faut prendre en compte les frais d'entretien et les frais annexes ainsi que les impôts (valeur locative, taxe immobilière) et les coûts de rénovation, souvent sous-estimés.

## Exemple de coûts comparés

Nous comparons les frais courants pour un logement acheté CHF 750 000 et financé à 80% par un prêt hypothécaire au taux de 2,5%, et les coûts locatifs d'un objet comparable avec un loyer mensuel de CHF 2500. Dans la situation de marché actuelle – et en tenant compte des charges d'intérêt, des frais d'entretien et des frais accessoires, ainsi que des coûts d'opportunité des fonds propres investis –, l'achat ne permet de réaliser qu'une économie de coûts de CHF 1000 par an par rapport à la location. En cas de hausse des taux, cette économie peut vite fondre pour devenir négative. Par ailleurs, elle varie fortement selon la région et l'objet. Ainsi, dans certains lieux touristiques et agglomérations, la forte hausse des prix de l'immobilier fait qu'il est moins avantageux d'acheter que de louer.

## Bilan sur l'ensemble de l'horizon d'investissement

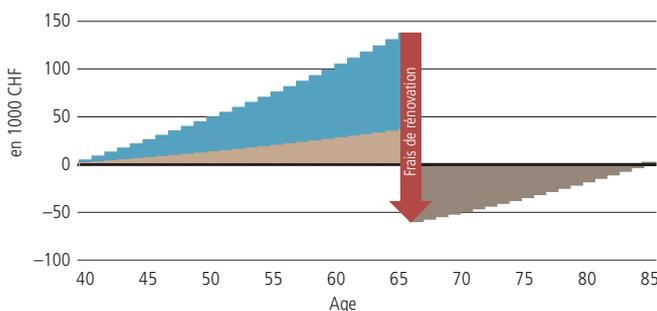
Malgré les fortes disparités existantes, nous nous basons sur une économie de coûts annuelle de CHF 1000 pour établir un calcul des coûts sur tout l'ensemble du cycle de vie de l'acheteur (voir graphique). Le propriétaire a 40 ans lorsqu'il achète le bien immobilier. Il investit régulièrement, avec un rendement de 2,5% (en bleu), les économies réalisées par rapport au paiement d'un loyer. Il constitue en outre un fonds de rénovation (en beige) sur lequel il verse CHF 3000 par an (0,4% du prix d'achat); ce fonds lui rapporte aussi des

Maciej Skoczek  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

Veronica Weisser  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## Les frais de rénovation réduisent l'attrait d'un achat immobilier

Le fonds de rénovation ne couvre pas les frais de rénovation



■ Economies cumulées par rapport à un loyer  
■ Fonds de rénovation cumulé  
■ Les frais de rénovation de CHF 200 000 sont plus élevés que le capital de rénovation épargné, le reste de la somme doit être financé  
■ Le montant restant est compensé par les économies de coûts par rapport à un loyer

Source: UBS

intérêts. Au bout de 25 ans, il effectue des travaux de rénovation pour un montant de CHF 200 000, que ses économies (beige et bleu) ne suffisent pas à couvrir. Le coût des travaux, qui dépasse la somme mise de côté (économies et fonds de rénovation), est financé par deux éléments: l'avantage comparatif des années suivantes et les futurs versements dans le fonds de rénovation. Sur l'ensemble de l'horizon d'investissement, l'achat n'apporte donc un avantage financier par rapport à la location qu'à long terme, par exemple 45 ans après l'acquisition du logement. Cet avantage est d'autant plus élevé que les coûts de rénovation sont faibles et que l'immeuble peut être habité longtemps sans nécessiter de rénovation.

### Evolution de la valeur de l'investissement

Outre la question des coûts, la fluctuation de valeur de l'investissement doit également être prise en compte avant de choisir d'acheter. Si la valeur du logement diminue à cause de fluctuations conjoncturelles des prix, de la dépréciation due à l'âge ou d'autres facteurs externes imprévisibles tels qu'une moindre attractivité de l'emplacement (voir encadré), le capital investi s'évanouit aussi. Si l'hypothèque n'est pas amortie au moment de la revente du bien immobilier ou que le prix de vente réalisé est inférieur à la dette hypothécaire, le propriétaire reste même endetté. En outre, la plupart des propriétaires ont investi la plus grande partie de leur fortune dans un unique bien. Du point de vue du portefeuille, ils sont de ce fait exposés à un gros risque qu'il convient de ne pas sous-estimer. Plus la fortune restante du propriétaire est réduite, plus ce risque est important.

La réussite de l'investissement sur le plan financier est plus probable quand les prix de l'immobilier résidentiel sont relativement bas par rapport aux revenus au moment de l'achat, comme cela a été le cas après la forte correction des prix au milieu des années 1990. Si la croissance économique et la croissance des prix de l'immobilier progressent ensuite solidement pendant plusieurs années, les propriétaires peuvent espérer des bénéfices confortables. C'est aussi le cas quand les prix de l'immobilier résidentiel évoluent parallèlement à l'inflation. Dans ce cas, les propriétaires peuvent en tirer profit, surtout avec des hypothèques à taux fixe de longue durée; ils sont en effet épargnés

par la hausse des taux due à l'inflation, et la charge réelle de leur dette diminue. Mais cet avantage n'est pas garanti. Si les logements sont déjà surévalués quand l'inflation commence à augmenter, la hausse des taux peut faire s'effondrer les prix de l'immobilier.

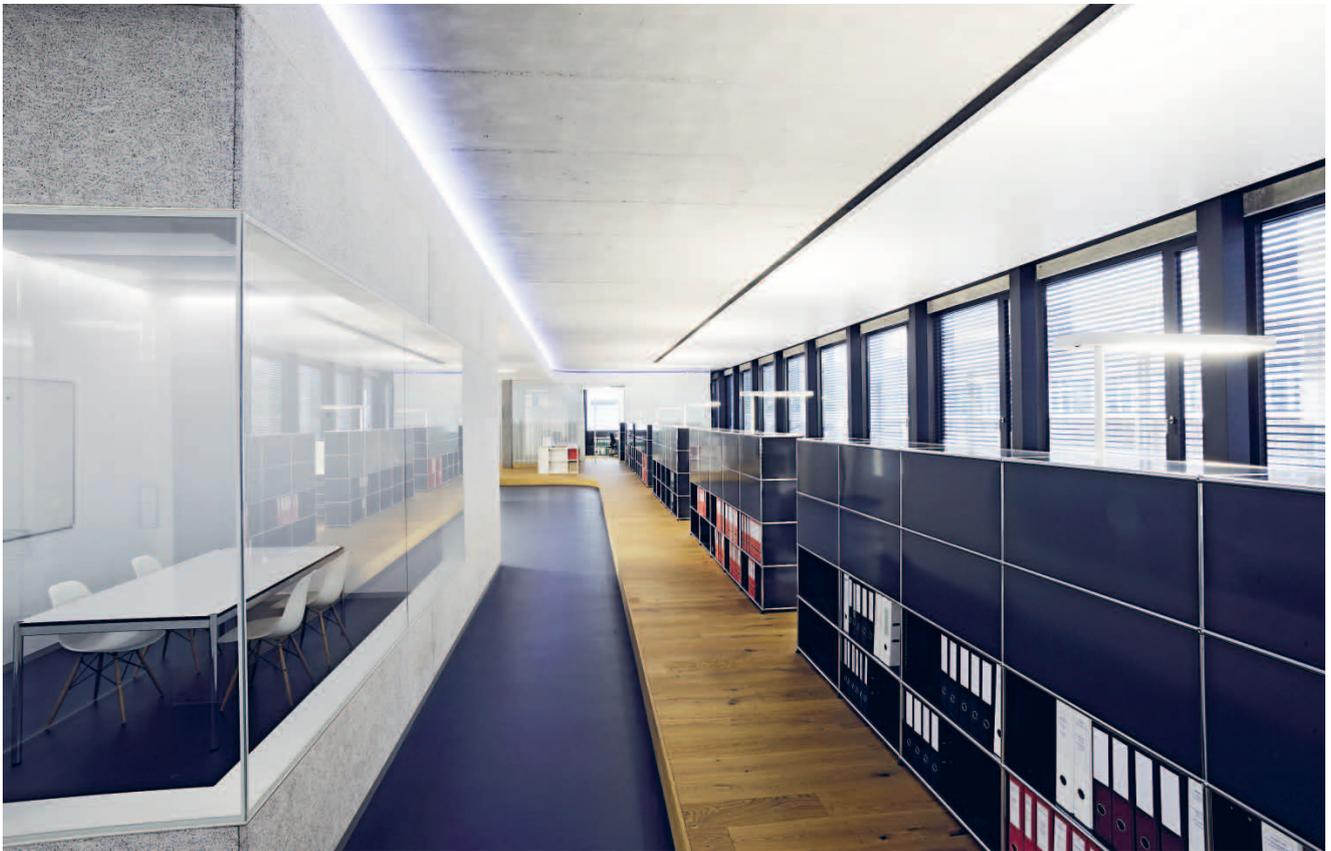
### Une fortune supplémentaire pour amortir les risques

Comme tout placement de capitaux, un investissement immobilier présente des opportunités et des risques. Plus le propriétaire vieillit, plus les risques sont importants car le propriétaire aura plus de mal à compenser des pertes financières imprévisibles. Le locataire n'a pas ce souci. C'est pourquoi nous ne recommandons d'investir dans la propriété d'un logement dans le contexte de la prévoyance vieillissante qu'avec une fortune supplémentaire suffisante par ailleurs.

## LE MAINTIEN DE LA VALEUR N'EST PAS GARANTI

Au début du 20<sup>e</sup> siècle, le canton de Neuchâtel, fief de l'horlogerie, était le troisième canton le plus riche de Suisse, alors que le canton de Zoug, très rural, était l'un des plus pauvres. Les prix de l'immobilier étaient plus élevés à Neuchâtel qu'à Zoug; dans la ville même de Neuchâtel, par exemple, ils étaient supérieurs de 15% aux prix observés dans la ville de Zoug en 1920. Mais en 100 ans, la situation a changé. Zoug s'est «rapprochée» de Zurich grâce à des voies d'accès de plus en plus rapides, et a pu ainsi profiter de son développement économique. Les réformes fiscales engagées à partir de 1921 ont en outre considérablement augmenté l'attrait de Zoug, qui est elle-même devenue un centre économique. En revanche, les crises dans l'industrie horlogère ont entraîné une nette régression économique dans le canton de Neuchâtel.

L'évolution économique divergente des deux cantons a inversé le rapport entre les prix de l'immobilier car la valeur d'un immeuble dépend beaucoup de l'attractivité du site. Aujourd'hui, le prix des logements dans le canton de Zoug est à peu près deux fois plus élevé qu'à Neuchâtel, ce que l'on aurait difficilement pu prévoir en 1900. L'évolution de la valeur d'un bien immobilier à un horizon de 20 à 30 ans n'est guère prévisible. Se fier à l'attractivité actuelle de l'emplacement lorsque l'on investit dans un logement pour assurer financièrement ses vieux jours revient à agir à court terme. Cette attractivité ne présente aucune stabilité à long terme.



# *Immeubles commerciaux*

## Surfaces de bureaux – *prime élevée pour revenu stable*

**Aujourd'hui, les surfaces de bureaux ne sont pas des opportunités d'achat. Nous déconseillons donc d'entrer sur ce marché. Les investissements dans des placements immobiliers indirects offrent un meilleur rapport bénéfice/risque. Dans le courant de l'année, nous prévoyons une légère détente des cotations des surfaces de bureaux.**

Selon l'Investment Property Databank (IPD), les surfaces de bureaux en propriété directe ont généré depuis 2008 un rendement moyen net des loyers de 4,8%, un taux très intéressant compte tenu des faibles intérêts et de l'incertitude qui prévaut sur les marchés financiers. Le risque de vacance était également faible, grâce à la forte croissance annuelle de l'emploi (plus de 1,5%). Ces dernières années, les conditions étaient très bonnes sur le marché des surfaces commerciales, faisant grimper les cotations des bureaux à des niveaux spectaculaires.

Mais aux investisseurs qui veulent investir dans des surfaces de bureaux se pose la question suivante: le rendement initial net – env. 3% pour les emplacements les plus prisés – suffit-il encore à compenser l'illiquidité, la forte intensité du capital et le taux de vacance et à couvrir les coûts d'entretien imprévus?

### **Investissements indirects et étrangers plus intéressants**

Les rendements initiaux sont-ils trop élevés ou trop bas? La question dépendant de la future évolution économique, impossible d'y répondre de manière définitive. Mais pour évaluer le niveau de cotation, on peut se servir d'une comparaison avec plusieurs placements alternatifs. Elle attache plus d'importance à l'évolution des catégories de placement sur ces 10 dernières années qu'à leur différence de rendement absolue. Actuellement, le rendement des surfaces de bureaux est près de 2 points supérieur à celui des emprunts à 10 ans de la Confédération et donc très tentant. Historique-

**Matthias Holzhey**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

ment, cette différence de rendement dépasse aussi nettement la moyenne. Les investissements dans les bureaux devançant toujours les emprunts d'Etat.

Mais le marché immobilier offre aussi d'autres possibilités de participation que les placements directs. Primo, un investisseur peut acquérir des actions immobilières ou fonds immobiliers cotés en bourse. La volatilité de ces placements (surtout des actions) est bien sûr plus grande sur le papier que pour les investissements directs. Mais en %, les revenus de dividendes étaient relativement constants ces 10 dernières années. Actuellement, le rendement sur dividendes moyen des actions immobilières et fonds immobiliers suisses atteint 3,5 % et dépasse donc le rendement initial des surfaces de bureaux aux emplacements les plus prisés. Comme les investissements directs devraient offrir plus de rendement, ne serait-ce que par leur faible liquidité, on peut en déduire une surévaluation des prix pour les surfaces de bureaux.

Secundo, les investissements dans des bureaux haut de gamme dans de grandes villes européennes offrent également des alternatives aux placements directs. Avec un risque de vacance tout aussi faible, leur rendement dans la moyenne historique dépassait d'env. 1,2 points ceux de Genève ou Zurich. Mais actuellement, le rendement des emplacements prisés d'Europe dépasse même de près de 2 points celui de leurs pairs suisses. Comparé à celles d'autres pays, les surfaces de bureaux suisses semblent donc aussi assez chères.

### Aucune progression des loyers en vue

On peut compenser ou justifier un faible rendement initial ou une cotation élevée par une forte progression des loyers. Or, à court terme, aucune hausse des rendements de loyers pour les surfaces de bureaux n'est prévue parce que les nombreux projets de construction sont le signe d'une baisse du taux d'occupation. Nous prévoyons une hausse à 1,2 % du taux de vacance d'ici 2015, ce qui a généralement une incidence négative sur les loyers. Les mauvaises perspectives n'y varient guère pour les 4 plus grandes villes suisses. Le volume de construction est supérieur à la demande prévue; l'écart devrait être plus modéré à Zurich et Genève qu'à Berne et Bâle. Grâce à son taux de vacance assez faible (malgré sa

croissance maximale en surfaces d'env. 240 000 mètres carrés jusque 2015), Zurich semble encore la mieux lotie pour garder des revenus locatifs stables ou, du moins, écouler assez vite l'offre excédentaire.

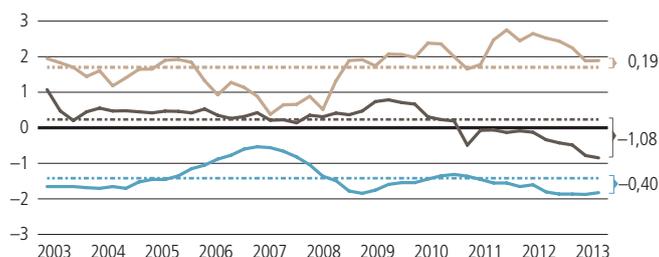
Malgré tout, les investisseurs sont prêts à payer le prix fort pour des surfaces de bureaux. Explication: quiconque investit dans des surfaces de bureaux acquiert un flux de revenus stable mais paie une prime de sécurité élevée. La zone euro comportant toujours d'importants risques, cette stratégie n'est pas irrationnelle. En cas de normalisation avec une hausse des intérêts et une baisse des primes de sécurité, l'investisseur sera cependant confronté à des amortissements.

### Détente prévue

Dans le courant de l'année, nous prévoyons une légère détente des cotations. La hausse graduelle persistante des intérêts à long terme devrait y être déterminante. Elle va diminuer la différence de rendement par rapport aux investissements dans les bureaux et faire monter les rendements initiaux. Donc, si la solvabilité pour des revenus locatifs stables diminue, il faut s'attendre dans l'année à une évolution légèrement négative des rendements des immeubles de bureaux en propriété directe. En revanche, les rendements nets des loyers devraient se maintenir à 4,5 %, malgré une hausse du taux de vacance. Globalement, les surfaces de bureaux devraient ainsi regagner un peu en attractivité lors de nouveaux engagements.

### Le rendement des investissements directs dans des bureaux en Suisse n'est pas attractif

Différence de rendement par rapport à des placements alternatifs, en %



— Par rapport aux rendements les plus élevés des investissements directs dans des bureaux en Europe  
 — Par rapport au rendement des obligations à 10 ans de la Confédération  
 — Par rapport aux rendements sur dividendes des placements immobiliers indirects en Suisse

Les lignes en pointillés représentent les moyennes à long terme et les écarts actuels en %

Sources: Wüest & Partner, JLL, BNS, Bloomberg, UBS

# Surfaces commerciales – *moins* potentiel de valeur ajoutée des loyers

Marcin Paszkowski  
Global Asset Management  
UBS SA

**En raison des fortes remises sur les biens de consommation, le commerce de détail suisse peine à accroître ses chiffres d'affaires nominaux. Cela entraîne une moindre propension à payer pour les surfaces commerciales et diminue le potentiel de plus-value des immeubles abritant des commerces de détail.**

La constance avec laquelle les immeubles abritant des commerces de détail dépassent les autres segments d'utilisation est impressionnante. Depuis le lancement de la série d'indices IPD en 2002, la performance des immeubles abritant des commerces de détail et en propriété directe a toujours été la plus élevée de tous les segments. Cet excellent résultat est dû aux composantes de plus-value. Ces 11 dernières années, les immeubles de commerces de détail ont vu leur valeur augmenter de 25%. A titre de comparaison, la plus-value n'a été que de 11% pour les immeubles locatifs et 10% pour les immeubles de bureau. Quelle est la raison de ce succès?

## L'évolution des revenus locatifs comme facteur de rendement

La forte baisse des taux sur le marché des capitaux ces dernières années a sans aucun doute contribué à la réévaluation des immeubles abritant des commerces de détail. Selon Wüest & Partner, les experts immobiliers ont abaissé de 10% les taux d'escompte pour ces objets depuis 2002. D'autres segments ont connu un ajustement similaire: la réduction du taux d'escompte a été de 10% pour les immeubles résidentiels et de 12% pour les immeubles de bureaux. Le rendement supérieur des immeubles abritant des commerces de détail vient des revenus qu'ils génèrent.

Ces 11 dernières années, les loyers de marché utilisés pour l'estimation immobilière (pour un renouvellement de bail) ont augmenté de 15%, soit beaucoup plus que dans d'autres segments. Les propriétaires de ces immeubles ont pu matérialiser en grande partie cette hausse dans le cadre de la fluctuation des locataires. Les objets bénéficiant d'une situation centrale, où des chaînes de magasins internationales ont créé une spirale haussière des prix des loyers grâce à des chiffres d'affaires élevés et de faibles charges d'exploitation, en ont tout spécialement profité. Depuis 2002, les loyers demandés dans le segment

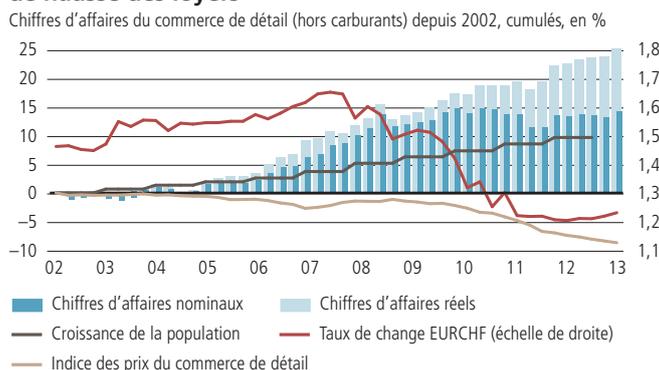
le plus prisé ont ainsi augmenté de 53%. Durant cette période, les immeubles abritant des commerces de détail sont aussi le seul segment à avoir connu une hausse (+7%) des loyers pour des contrats de bail en cours. La force de ces immeubles vient surtout de la faiblesse relative des autres segments. La baisse du taux de référence des loyers des logements et un marché favorable aux locataires (offre excédentaire) pour les surfaces de bureaux ont entraîné une quasi-stagnation des revenus de loyers des immeubles existants du portefeuille. En revanche, les propriétaires d'immeubles abritant des commerces de détail ont profité d'une forte demande et d'une réglementation moins contraignante que dans le secteur des logements.

## Disposition à payer en baisse

L'évolution des loyers a donc une influence déterminante sur l'évolution de la valeur des immeubles de commerces de détail. Grâce au bon moral des consommateurs et à la croissance de la population, le secteur du commerce de détail a enregistré une hausse réelle des ventes de 25% depuis 2005. Du fait des baisses de prix, l'évolution nominale des chiffres d'affaires stagne toutefois depuis 2010, ce qui se répercute sur la disposition à payer pour des surfaces de vente.

Les baisses de prix ayant été beaucoup plus marquées dans le secteur non alimentaire, l'évolution a même été négative dans ce secteur. La force du franc en est en grande partie responsable. En raison du tourisme d'achat et de la concurrence accrue, les détaillants se sont vus obligés de répercuter sur les prix les

## L'évolution du chiffre d'affaires nominal nuit au potentiel de hausse des loyers



Sources: OFS, Bloomberg, UBS

gains de change réalisés lors de l'achat de marchandises, ce qui a déclenché une spirale baissière pour les prix du commerce de détail en Suisse.

La baisse des prix dans le commerce de détail finit par toucher les propriétaires d'immeubles abritant de tels commerces. Même si le creux de la vague semble avoir été atteint concernant les baisses de prix, les effets négatifs des années passées sur le chiffre d'affaires continuent à se faire sentir. De plus, malgré la croissance continue de la population, le pouvoir d'achat par habitant ne devrait plus augmenter, car les nouveaux migrants ont tendance à exercer des activités moins qualifiées et donc moins rétribuées. Au final, toutes ces évolutions atténuent la croissance réelle du chiffre d'affaires du commerce de détail suisse et réduisent le potentiel de hausse des loyers.

### L'emplacement et le type de locataires sont déterminants

Ces prochaines années, des augmentations de la valeur et des rendements moins importants

sont donc à prévoir. Les perspectives modérées concernant l'ensemble du marché nécessitent un positionnement cohérent de l'investisseur immobilier (mesures de construction ou adaptation du portefeuille de locataires), surtout si l'on considère que l'offre de surfaces a fortement augmenté ces dernières années. Rien que pour les centres commerciaux, cette augmentation est de plus de 88 % depuis le début du nouveau millénaire.

Avant de décider d'investir dans des immeubles de commerce de détail, il faut donc veiller à une composition optimale du portefeuille de locataires. Du fait de l'accroissement de la population, le secteur alimentaire et les secteurs non alimentaires qui ne pâtissent pas du développement du commerce en ligne (voir article p. 25) devraient pouvoir augmenter leur chiffre d'affaires. Les emplacements disposant d'une vaste zone de rayonnement ou proches d'agglomérations en forte croissance disposent également de réels atouts. En revanche, les ouvertures de magasins dans la grande périphérie des agglomérations devraient rencontrer plus de difficultés.

## Aperçu des immeubles commerciaux

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

	2014 <sup>1</sup>	2013 <sup>2</sup>	2012	2011	10 ans <sup>3</sup>
<b>Emploi, chiffres d'affaires et climat</b>					
Emploi bureaux, en équivalents temps plein	3,0	2,7	3,1	1,9	2,2
Emploi commerces, en équivalents temps plein	0,2	0,5	0,7	0,5	0,5
Chiffr. d'aff. du com. de dét., valeur réelle	2,0	1,6	3,6	1,1	2,3
Indice du climat de consommation, valeur moyenne	–	–4,0	–13,0	–3,0	–7,0
<b>Surfaces de bureaux</b>					
Loyers de l'offre pour surfaces de bureaux	–1,0	4,8	4,9	–1,4	1,4
Taux de locaux vacants pour surfaces de bureaux	5,5	5,0	4,7	4,2	4,6
Rendement cash flow net	4,5	4,5	4,4	4,9	4,8
Rendement du capital	–0,5	1,0	1,8	2,7	1,0
Rendement tot. de l'invest. direct dans les bureaux	4,0	5,5	6,3	7,7	5,9
<b>Surfaces commerciales</b>					
Loyers de l'offre pour surfaces commerciales	0,5	1,8	6,3	0,8	1,7
Rendement cash flow net	4,0	4,0	4,3	4,5	4,7
Rendement du capital	1,5	2,0	2,7	3,8	2,2
Rendement tot. de l'invest. direct dans les commerces	5,5	6,0	7,1	8,5	7,0

<sup>1</sup> Préviation UBS CIO Research

<sup>2</sup> Extrapolations et prévisions UBS CIO Research (situation au 3 janvier 2014)

<sup>3</sup> Moyenne: 2004 à 2013

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

# Commerce en ligne: opportunités et risques pour les immeubles de commerce de détail

**L'essor du commerce en ligne réduit le besoin en locaux de vente stationnaires et modifie la demande en surfaces locatives. Les propriétaires d'immeubles de commerce de détail peuvent minimiser les risques de revenus en analysant le secteur et le modèle d'affaires de leurs locataires et en anticipant leurs besoins.**

Après de longues années d'expansion des surfaces, de chiffres d'affaires en baisse, de durcissement de la concurrence et de tourisme d'achat lié au taux de change, le commerce de détail stationnaire est confronté à un défi de plus. Alors que le commerce de détail suisse a stagné entre 2008 et 2012 (chiffre d'affaires progressant de 1,3%), le volume du commerce en ligne et par correspondance a augmenté de 23%, passant de 4,65 à 5,9 milliards de francs selon l'institut de sondage GfK. D'après l'étude «E-Commerce-Report Suisse 2013», ces prochaines années, 20% du chiffre d'affaires du commerce de détail pourraient passer au commerce en ligne et rendre donc obsolète une partie des surfaces existantes.

## Modification du profil d'exigences des surfaces

En supposant que le degré de saturation du commerce en ligne avoisine 20% du marché total, il faut s'attendre encore à une solide croissance (part actuelle de 6%). Ses principaux moteurs: la pression croissante des coûts et le succès des terminaux mobiles. Le confort, les avantages concurrentiels en termes de prix ainsi que les heures d'ouverture illimitées des magasins en ligne séduisent beaucoup. D'après le centre de recherches en gestion commerciale de l'Université de Saint-Gall, les acheteurs de plus de 55 ans constituent aujourd'hui le groupe le plus puissant. La génération des «digital natives» fournit des impulsions supplémentaires au commerce en ligne mais son essor ne signifie pas une diminution équivalente de la superficie. Il modifie plutôt le profil d'exigences des surfaces utilisées. Les commerçants en ligne ouvrent des showrooms et des points de retrait ou réalisent des ventes supplémentaires en magasin. Or, pour une stratégie «Click & Collect», les surfaces commerciales ont besoin d'annexes et d'une meilleure capacité d'acheminement. Dans l'électronique de divertissement (28% du commerce en ligne et par correspondance suisse), 18% des achats se font actuellement

en ligne. Fait intéressant: les commerçants en ligne réalisent entre 30 et 50% de leur chiffre d'affaires avec des clients qui se rendent dans des points de retrait, un pourcentage stable depuis des années en raison du besoin d'avoir la marchandise au plus vite. Ce qui vaut pour la vente de l'électronique de divertissement est en principe transposable à l'alimentaire et à d'autres catégories de produits.

## Fournisseurs multicanaux et secteur du luxe: un segment de locataires intéressant

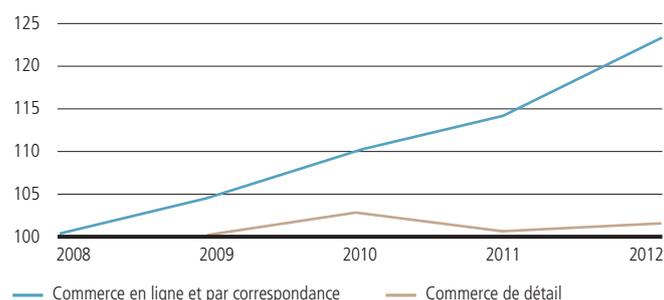
Les locataires exclusivement stationnaires n'offrant à leur clientèle aucun gain de prix, de plaisir ou de confort d'achat par rapport au commerce en ligne, comportent un risque accru pour les investisseurs. Idem pour les détaillants dont l'offre subit la concurrence liée à l'augmentation de la vente directe par les fabricants. A l'avenir, tout le commerce des produits numérisables devrait aussi basculer sur Internet, comme l'indique la forte diminution des réseaux de vendeurs de supports audio et vidéo. Musiques et films se (télé)chargent à moindres frais, directement sur le lecteur, indépendamment de tout support d'enregistrement. Avec le succès croissant des livres numériques, cette évolution touche aussi le commerce du livre.

Il est probable que la technique de l'impression en 3-D soit vraiment capable de chambouler les processus de distribution dans le commerce de détail. Dans de nombreux segments, on pourrait commander des produits (jouets, couverts, pièces de rechange pour appareils électroménagers, etc.) sur Internet, puis les imprimer à domicile à l'aide de données informatiques. Une révolution pourrait aussi survenir

Marcin Paszkowski  
Global Asset Management  
UBS SA

## Le commerce en ligne et par correspondance se développe plus vite que le commerce de détail traditionnel

Chiffre d'affaires (indice 2008 = 100)



Source: GfK Le commerce de détail Suisse 2013

dans la fabrication des denrées alimentaires si un jour, la technologie de la bio-impression permettrait même la production artificielle de matériaux organiques.

Inversement, des potentiels de revenus s'ouvrent aux propriétaires de surfaces commerciales s'ils prospectent des détaillants établis avec une stratégie multicanaux efficace. Pour rester compétitifs face à la concurrence exclusivement présente en ligne, ils devraient certes continuer à optimiser leur consommation de surfaces, mais la réussite dans le commerce électronique garantit aussi indirectement leur besoin fondamental en surfaces stationnaires. Autre segment de locataires intéressant: le secteur du luxe. En effet, dans ce domaine, le côté plaisir de l'achat et les conseils personnalisés jouent un rôle important. Pour cela, les clients sont prêts à payer une prime.

Le commerce en ligne croissant devrait aussi influencer les structures des baux. Si la présence stationnaire devient de plus en plus un showroom, le loyer indexé sur le chiffre d'affaires va perdre en importance. Les durées des baux vont raccourcir et leur conception s'assouplir si le besoin en formats de magasins temporaires et expérimentaux augmente.

#### **Polarisation de la demande en surfaces**

La vérification du portefeuille immobilier (qualité d'emplacement et caractéristiques) joue un rôle croissant. A l'avenir, les détaillants vont cibler leur réseau stationnaire de manière encore plus systématique sur des formats et emplacements rentables. Les premières à profiter de la part croissante des ventes en ligne sont donc les grandes surfaces commerciales aux emplacements très fréquentés et bien accessibles: en règle générale, le haut de gamme et les centres commerciaux créent une excellente ambiance d'achat et allient un fort potentiel de chiffre d'affaires à une culture ciblée des marques. De plus, le commerce en ligne crée un besoin croissant en points de retrait et de retour qui profite aussi à des emplacements le long des principaux flux de navetteurs.

En revanche, le boom du commerce en ligne devrait largement affecter les surfaces commerciales plus petites, moins centrales, ainsi que les centres commerciaux et rues commerçantes de second ordre. En cas de reposi-

nement de l'immeuble (à titre de revitalisation) peu favorable, il faut chercher des usages alternatifs. Ainsi, on pourrait transformer des succursales peu rentables en points logistiques e-commerce pour la distribution secondaire. Cela profite surtout aux fournisseurs multicanaux: ils peuvent maintenir des processus existants dans le cadre de l'approvisionnement des succursales; la livraison se fait toujours à partir des dépôts centraux, les rayonnages n'étant plus remplis pour des clients, mais pour préparer les commandes passées en ligne. En Angleterre, ce modèle fait déjà école. Chez le détaillant Tesco, les magasins transformés en points logistiques font partie des «succursales» avec le plus gros chiffre d'affaires.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Source: Carpathia Consulting GmbH

### **STRATÉGIES CONTRE LE «SHOWROOMING»**

Le «showrooming» consiste à évaluer un produit en magasin, avant de l'acheter moins cher sur Internet. Ce comportement dégrade certains segments du commerce stationnaire au rang de salles d'exposition déficitaires. Les détaillants concernés développent différentes approches pour contrer cette tendance. Ainsi, dans le monde anglo-saxon, les clients qui n'achètent rien lors de la visite du magasin doivent payer des droits d'entrée ou d'essayage. Pour les produits (par exemple les chaussures de course) nécessitant beaucoup de conseils, on essaie de dissuader les clients d'acheter en ligne avec une redevance destinée à couvrir les frais correspondants. Autre stratégie appliquée, mais non sans risques en raison des frais de personnel et de location: la garantie du prix le plus bas, où la différence de prix est remboursée à l'acheteur si dans un délai donné, il trouve l'article moins cher ailleurs.

Néanmoins, ces solutions ne devraient pas durer. Mieux vaut utiliser les nouvelles technologies à bon escient que de les combattre. Les détaillants pour qui les coûts d'infrastructure d'une stratégie multicanaux sont trop élevés peuvent augmenter l'aspect plaisir de l'achat sur place en utilisant des «apps». Des applications comme SAP Precision Retailing p.ex., qui permet aux entreprises de soumettre à leurs clients des offres et propositions personnalisées au moment de la décision d'achat, ont déjà prouvé leur capacité à augmenter le chiffre d'affaires.

# La transformation de bureaux en logements *n'en est qu'à ses débuts*

**La Suisse compte de plus en plus de surfaces de bureaux vacantes. Leur transformation en logements, qui font l'objet d'une forte demande, peut être intéressante financièrement pour le propriétaire. L'étranger nous montre la voie.**

Si la tendance actuelle se confirme, les grandes villes suisses seront bientôt confrontées à deux problèmes: une pénurie de logements et un nombre croissant de surfaces de bureaux vacantes. Actuellement, dans les villes, le taux de vacance des logements est souvent inférieur à 0,5% (0,12% à Zurich), contre 5% en moyenne pour les bureaux. La forte activité de construction sur le marché des bureaux alors que la demande stagne devrait en outre modérer l'évolution des loyers, tandis que le marché des maisons individuelles, en raison de la demande très excédentaire, semble tari. Pour les propriétaires de surfaces de bureaux vacantes, une transformation en logements serait une solution.

## Des friches de bureaux

En raison de son coût élevé, la transformation n'est pas toujours judicieuse. Elle convient surtout pour les surfaces qui ne peuvent plus être (re)louées sauf avec des coûts de rénovation élevés – les fameuses «friches de bureaux». Celles-ci ne satisfont généralement plus aux exigences actuelles: espaces ouverts, infrastructure moderne, possibilité d'organiser de manière flexible les postes de travail, représentativité et accès facile. Pour réhabiliter ces friches, il faut des investisseurs courageux et des concepts innovants. Les urbanistes sont appelés à trouver des solutions créatives adaptées au nouvel environnement de marché.

En cas de réaffectation, il faut tout d'abord tenir compte des règlements d'aménagement et de constructions (cf. encadré). Si la surface de bureaux se situe dans une zone industrielle, une réaffectation est difficile car un usage d'habitation y est en principe exclu. Par ailleurs, les exigences s'appliquant aux bâtiments et aux locaux à usage d'habitation ne sont pas les mêmes que pour les bureaux. C'est le cas pour l'équipement (p.ex. isolation phonique), l'insonorisation, l'éclairage, l'aération ou la hauteur minimale de plafond. En outre, les unités de logement doivent toutes être dotées d'une cuisine, d'une salle de bain, d'une distribution adéquate des pièces et d'un accès direct à la

cage d'escalier. Il faut compter 2000 francs au minimum par mètre carré pour une transformation. A titre de comparaison, la construction d'un logement locatif neuf coûte en moyenne 3000 francs par mètre carré, celle d'un logement en propriété 4000 francs. Enfin, le prix au mètre carré des loyers des logements est généralement inférieur à celui des bureaux dans le segment de prix correspondant (p.ex. segment de prix moyen des bureaux comparé au segment de prix moyen des logements). A Zurich et Bâle, la différence est d'environ 25 francs dans le segment de prix moyen, et elle atteint 150 francs à Genève.

## Résidences de luxe et d'affaires très bien situées

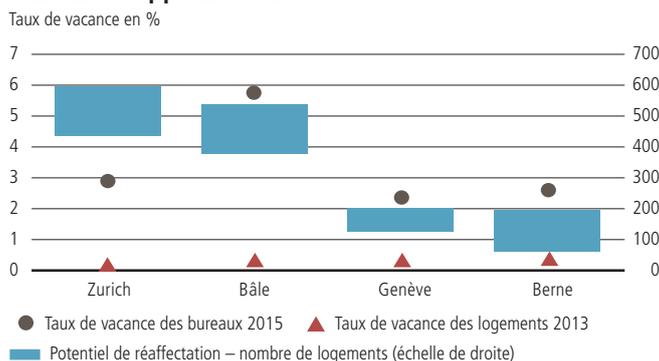
Une réaffectation entraînant des coûts élevés, la perte de revenu en termes de recettes locatives est insatisfaisante. Il est possible de résoudre le dilemme «transformer avec perte de revenu ou faire face au marasme» en visant un segment de prix plus élevé. Dans les zones les plus prisées, la réalisation de logements de luxe aux étages supérieurs, avec des surfaces de vente améliorant le rendement aux étages inférieurs, est une solution. La qualité plus élevée des nouveaux logements par rapport aux surfaces de bureaux initiales peut compenser la différence de loyer entre logements et surfaces de bureaux. Cette stratégie peut même permettre parfois d'augmenter les recettes locatives.

La transformation de surfaces de bureaux vides en appartements d'affaires est également envisageable dans des zones où sont implantées des entreprises internationales. Il s'agit de

**Claudio Saputelli**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

**Maciej Skoczek**  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## Un changement d'affectation ne crée que peu d'espace habitable supplémentaire



Sources: OFS, Colliers, Documedia, offices de statistiques des villes respectives, UBS

petits logements de haut standing, loués meublés et avec des délais de préavis très courts pour la résiliation. La clientèle d'affaires à laquelle ils s'adressent est prête à y mettre le prix, les loyers sont souvent deux à trois fois plus élevés que ceux d'un logement «normal» comparable. Mais les coûts administratifs et opérationnels sont eux aussi plus élevés en raison des fréquents changements de locataires. La transformation de friches de bureaux en appartements d'affaires peut néanmoins générer des rendements très attractifs. Pour cela, il faut une situation recherchée (centre financier) et un bonne desserte (aéroport).

### Les grandes métropoles donnent l'exemple

A Londres, dans la City, la crise financière a eu pour effet un fort taux de vacance des bureaux dans les bâtiments les plus anciens et les moins huppés. Entre 2007 et 2011, 14 bâtiments ont été transformés en immeubles résidentiels de luxe et vendus. De l'autre côté de l'Atlantique, à Lower Manhattan, New York, 1,5 million de mètres carrés de surfaces de bureaux vieilles ont été transformés ces 20 dernières années en logements, entraînant une forte augmentation de la population dans ce quartier. Des projets sont en cours dans les villes allemandes. Par exemple, à Francfort, avec «Sky Apartments», d'anciennes surfaces de bureaux inutilisées d'un immeuble de 14 étages ont été transformées avec succès en 98 appartements de une à quatre pièces en partie meublés. Cette offre s'adresse principalement aux personnes travaillant dans les bureaux des alentours ou à l'aéroport.

Partout dans le monde, des quartiers entiers sont transformés en zones résidentielles, alors que cette stratégie n'en est chez nous qu'à ses premiers pas. Pourtant, ces réaffectations réussissent en Suisse aussi. AXA Winterthur a récemment transformé un immeuble de bureaux du centre de Bâle en 28 logements avec des espaces commerciaux et le loue avec succès. Place Bellevue à Zurich, après une revitalisation, d'anciens bureaux ont été transformés en logements locatifs de luxe, avec des surfaces de vente aux étages inférieurs. La transformation en logements destinés à la vente peut aussi être intéressante actuellement en raison des prix élevés de l'immobilier suisse. Cette variante suppose toutefois que le propriétaire se sépare de son immeuble.

### Les problèmes ne seront pas tous réglés

Pour les propriétaires de surfaces de bureaux difficiles à relouer, une transformation en logements peut être une option intéressante pour faire travailler à nouveau un capital en friche. Mais dans un contexte de taux bas, des surfaces vacantes ne sont pas forcément un grave problème. Une hausse des taux accentuerait la pression pour une réaffectation. Compte tenu du faible nombre de réaffectations possibles, il serait cependant illusoire de penser qu'une dynamique accrue résoudrait les problèmes des villes suisses: pénurie de logements et taux de vacance croissant des bureaux.

### LES PRESCRIPTIONS LÉGALES DES RÈGLEMENTS DE CONSTRUCTION ET D'AMÉNAGEMENT

La transformation de surfaces de bureaux en logements nécessite un permis de construire. On vérifie d'abord si les règlements de construction et d'aménagement autorisent les logements dans la zone concernée. Les grands immeubles de bureaux susceptibles d'être réaffectés se trouvent surtout dans les zones commerciales ou industrielles. Un usage d'habitation n'y est pas autorisé; mais un plan d'aménagement peut permettre une telle réaffectation. Il permet de déroger aux règlements de construction et d'aménagement en créant une sorte de zone particulière, mais doit être approuvé par le conseil communal, ce qui est souvent un obstacle difficile à franchir.

Si l'immeuble se trouve dans une zone résidentielle ou mixte, sa réaffectation ne devrait pas poser de problème. En effet, il est en principe toujours possible de créer des logements supplémentaires, sauf si un quota maximal a été fixé pour favoriser l'usage commercial, ce qui est rarement le cas. Dans les grandes villes, les surfaces de bureaux se trouvent souvent dans des situations centrales très recherchées. Ces centres urbains (usage mixte résidentiel et commercial) ne limitent généralement pas la part de logements; rien ne s'oppose donc à une réaffectation et il est possible de créer des logements très attractifs.

# Les investissements immobiliers à l'étranger peuvent stabiliser le portefeuille

**L'investissement dans l'immobilier en dehors du marché suisse n'est pas seulement judicieux parce que l'univers de placement est plus grand. Il permet notamment une plus grande stabilité du portefeuille et des rendements plus intéressants. Il est recommandé de regrouper les capitaux avec d'autres investisseurs.**

Par rapport à d'autres catégories de placement, les investissements immobiliers se concentrent nettement sur le marché intérieur. La raison principale: le caractère « tangible » des biens immobiliers séduit bien souvent les investisseurs. Mais il y a aussi des raisons rationnelles. Malgré sa professionnalisation, l'économie immobilière garde sa dimension locale et obéit donc à des pratiques spécifiques au pays.

Le marché immobilier suisse s'est montré presque insensible à la crise économique mondiale, surpassant surtout nettement les marchés immobiliers des pays européens. Le sud de l'Europe et la Grande-Bretagne ont fortement corrigé les prix de l'immobilier avec la crise des marchés financiers. Mais c'est le marché immobilier irlandais qui a été le plus touché: depuis son maximum de 2007, il s'est effondré de plus de 67%, alors que les valeurs immobilières en Suisse ont progressé de 57% sur la même période, selon l'Investment Property Databank (IPD). On peut donc se demander à juste titre pourquoi des investisseurs suisses devraient envisager des investissements immobiliers à l'étranger.

## La taille du marché et la diversification plaident en faveur d'une approche internationale

La taille du marché immobilier à investir à l'échelle mondiale est estimée à 13 billions de dollars US, dont l'Amérique et l'Europe se partagent chacune 35%, alors que la région Asie/Pacifique atteint bien 30%. La majeure partie de l'immobilier y est commerciale (bureaux, commerce de détail, logistique/industrie). Estimé à 140 milliards de dollars US, le marché immobilier suisse participe à un peu plus de 1% au marché mondial. Par une approche internationale, l'investisseur suisse accède donc à un vaste univers de placement.

En outre, une stratégie mondiale favorise la diversification. Cela vaut notamment pour les investisseurs immobiliers suisses: le marché

suisse présente des corrélations faibles, voire négatives par rapport à la plupart des grands marchés immobiliers (corrélation +1 = évolution parallèle des valeurs, 0 = aucun rapport entre elles, -1 = évolution contraire des valeurs). Le marché suisse a toutefois une corrélation assez forte par rapport à son pendant allemand. Les principales raisons: la proximité culturelle et économique des deux économies nationales ainsi que la similitude des méthodes d'évaluation immobilière selon une approche plutôt à long terme et orientée revenus. Notons toutefois qu'à court terme, la diversification à elle seule n'entraîne pas automatiquement des rendements supérieurs à ceux du marché national. L'objectif de la diversification est plutôt de juguler la volatilité dans le portefeuille pour s'assurer globalement une plus grande stabilité.

## Les avantages des investissements immobiliers indirects

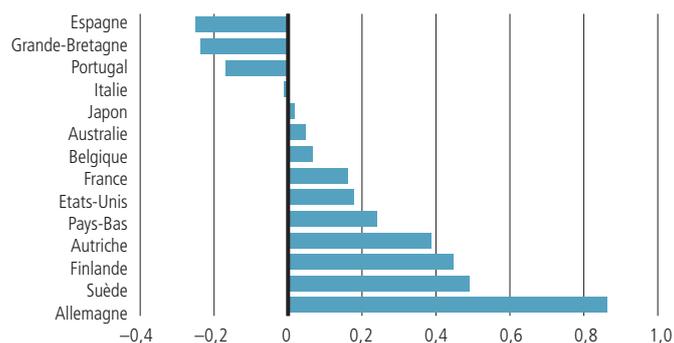
Le grand obstacle à la diversification est l'intensité des capitaux des investissements immobiliers par rapport à d'autres catégories de placement: un immeuble peut vite atteindre une valeur marchande de 20 à 40 millions de francs, voire davantage. Certes, les investisseurs détiennent directement une grande partie des placements immobiliers et donc un pouvoir de contrôle important, mais cela implique aussi de gros risques. Les formes d'investissement indirectes par le biais de véhicules de placement permettent en revanche une diversification nettement plus grande.

**Gunnar Herm**  
Global Asset Management  
UBS SA

**Dominic von Felten**  
Global Asset Management  
UBS SA

## Les pays où la corrélation avec la Suisse est faible présentent un potentiel de diversification élevé

Corrélation performance des immeubles commerciaux – étranger par rapport à la Suisse, 1999–2012



Source: Calculs d'UBS sur la base de l'IPD Multi National Index 2012

Les investissements dans des véhicules cotés en bourse, comme les REIT (Real Estate Investment Trusts, sociétés anonymes immobilières), apportent en outre une importante liquidité (quotidienne), mais au détriment de la corrélation. Elle augmente non seulement au sein de l'engagement immobilier, mais aussi par rapport à d'autres catégories de placement, ce qui affaiblit la stabilité du portefeuille global. Ainsi, la corrélation des actions mondiales atteint 0,8 par rapport aux placements immobiliers cotés en bourse, mais seulement 0,2 par rapport aux placements immobiliers non cotés en bourse. Au vu de ces considérations, les véhicules non cotés en bourse, tels que les solutions multi-gestionnaires/fonds de fonds<sup>1</sup>, gagnent en popularité parce qu'ils donnent d'emblée accès à un portefeuille immobilier avec une base très large.

Pour les investisseurs, la question de savoir qui d'autre investit dans le même véhicule peut aussi être déterminante. Si différents groupes d'investisseurs y ont accès (particuliers, caisses de pension ou entreprises), cela implique un potentiel de croissance supérieur résultant de la taille plus grande du groupe d'investisseurs ciblé. Mais il y a un inconvénient: des groupes d'investisseurs hétérogènes ont souvent des comportements divergents dans les différentes phases du marché, ce qui peut globalement entraîner davantage d'instabilité.

### Couverture des risques de change et considérations fiscales

Un portefeuille international bien diversifié réunit des placements dans différentes monnaies. Il convient de couvrir les risques de change y afférents, sinon des distorsions sur le marché des changes peuvent gommer les rendements réalisés au niveau local. Pour cela, les investisseurs peuvent soit couvrir eux-mêmes leurs investissements dans des monnaies étrangères, soit investir dans des produits auxquels la couverture par rapport à leur monnaie nationale est déjà intégrée.

Lors de placements internationaux, les considérations fiscales jouent également un rôle. Les biens immobiliers étant imposés sur leur site, la structuration des investissements et le choix des véhicules de placement appropriés sont importants. Ainsi, d'éventuelles conventions

de double imposition peuvent intervenir et s'avérer d'emblée capitales pour la réussite ou l'échec d'un portefeuille orienté revenus.

### Les fondations de placement, une option pour les institutions de prévoyance

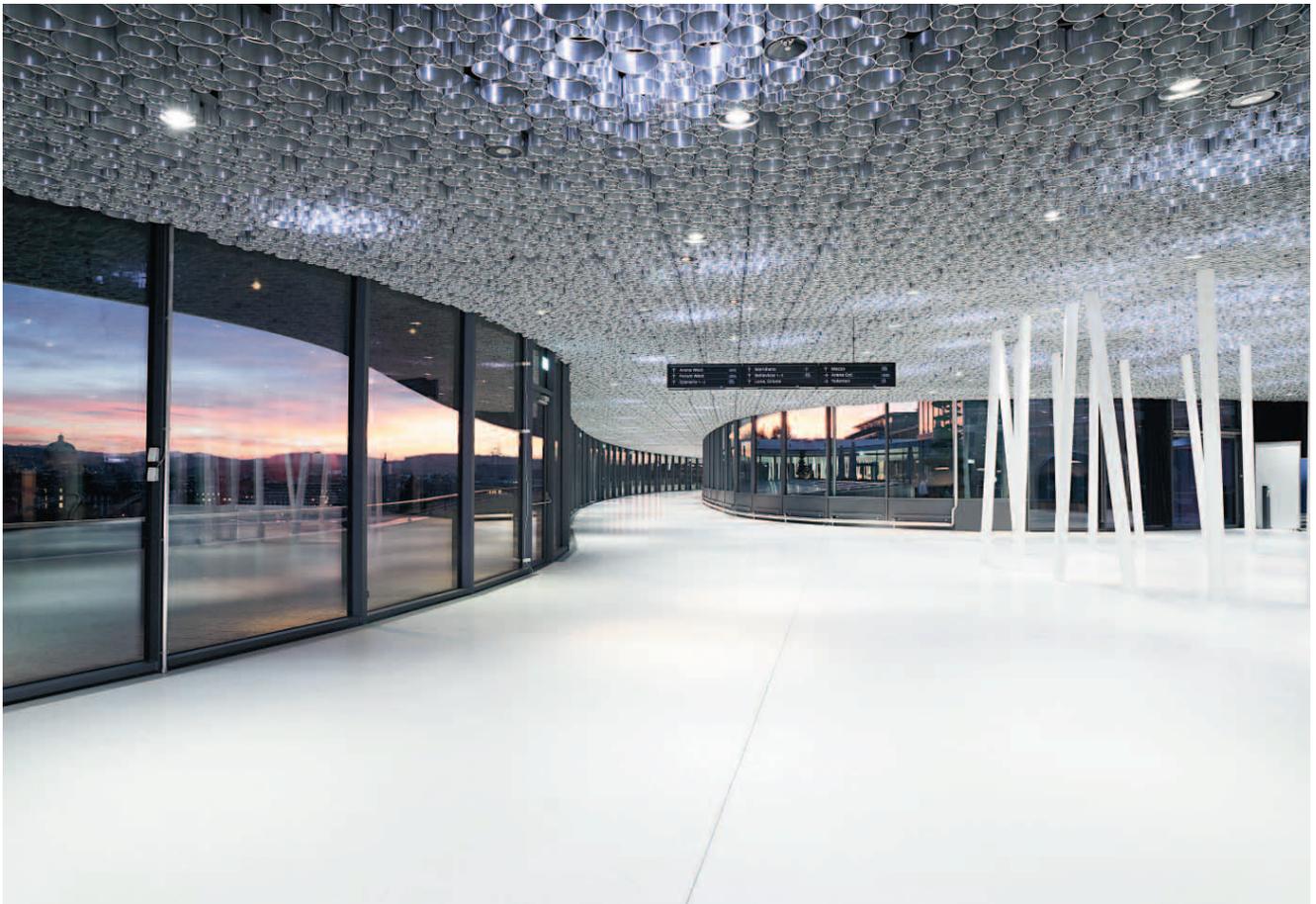
En Suisse, les fondations de placement gèrent les fonds de prévoyance des caisses de pension. Concernant les investissements immobiliers internationaux, soulignons outre la vaste diversification, le fait que beaucoup d'Etats reconnaissent les fondations de placement suisses comme véhicules de la prévoyance professionnelle. Par conséquent, elles peuvent profiter des éventuelles conventions de double imposition ou exonérations fiscales. C'est notamment important dans le cas d'une stratégie «Core»<sup>2</sup>, où la performance globale est dominée par le rendement du revenu. En tant que véhicule reconnu, une fondation de placement peut éventuellement aussi s'engager à introduire une déclaration d'impôts, ce qui équivaut à une décharge administrative supplémentaire de l'institution de prévoyance.

<sup>1</sup> Fonds investissant dans plusieurs fonds de différents gestionnaires et permettant de couvrir des régions, secteurs et styles de gestion différents.

<sup>2</sup> Placements dans des immeubles de bonne qualité et bien situés, largement loués. La stratégie se concentre sur la réalisation de revenus locatifs principalement destinés à être distribués aux investisseurs.

## LES MARCHÉS IMMOBILIERS DANS LE MONDE

Ces dernières années, le marché immobilier suisse a affiché une performance extraordinaire par rapport aux autres régions du monde. Après la période des grandes corrections de prix, nous voyons actuellement d'intéressants points d'entrée anticycliques pour constituer un portefeuille immobilier international diversifié. Pour un portefeuille mondial, nous prévoyons dans les trois prochaines années une performance globale annuelle de 6,8% (en monnaie locale). Dans cette période, la performance globale annuelle devrait atteindre 6,5% aux Etats-Unis et 8,6% au Japon (bureaux). Pour la zone euro, nous prévoyons pour les trois ans à venir, au niveau de prix actuel, une performance globale de 7,5% par an. A notre avis, les plus grands bénéfices anticycliques sont réalisables en Espagne, France et Grande-Bretagne, alors que les marchés immobiliers orientés sécurité, comme l'Allemagne et les pays nordiques, devraient enregistrer une moindre performance globale par rapport aux dernières années.



# *Immobilier coté en bourse*

## Actions immobilières – *les passifs des bilans en point de mire*

**En 2013, les actions immobilières suisses ont connu la pire évolution de cours depuis l'an 2000 par rapport au marché global des actions. L'année 2014 devrait rester éprouvante pour les sociétés immobilières: les passifs de bilans les plus prudents ainsi que les projets d'optimisation et de croissance peu risqués seront prisés.**

Après plusieurs années favorables, les actions immobilières s'essoufflent: les baisses de taux sont épuisées. Elles ont sans cesse diminué les coûts d'emprunts et augmenté les prix immobiliers. D'une part, ces derniers ont augmenté avec la baisse des rendements sur les placements alternatifs, d'autre part, les futurs revenus locatifs escomptés ont entraîné une hausse constante des valeurs immobilières, à cause des taux de capitalisation de plus en plus bas (taux d'intérêt qui permet d'escompter les loyers futurs à la valeur actuelle). Cette tendance à la corrélation des intérêts commence à s'inverser lentement. Comment les

sociétés anonymes immobilières suisses sont-elles préparées à ce changement?

### **Forte sensibilité aux taux d'intérêts**

Le bilan d'une société immobilière comporte en principe des actifs à long terme et des passifs à court terme, d'où des risques de refinancement et de changement des taux d'intérêts. La durée (indice de la durée d'immobilisation du capital en années) des immeubles du portefeuille est en moyenne d'une vingtaine d'années. Cela signifie qu'une augmentation ou baisse du taux d'escompte de 1% (par exemple en raison d'un changement des taux d'intérêts) réduirait ou augmenterait la valeur de l'immeuble de 20%, en supposant que tous les autres facteurs (comme les revenus locatifs) restent constants. Une moindre évaluation des immeubles entraînerait une diminution correspondante des capitaux propres. Mais cette influence a priori massive sur les capitaux propres peut être fortement atténuée par des adaptations de loyers et un financement à long terme par des capitaux extérieurs.

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

**André Rudolf von Rohr**  
Investment Bank, UBS SA

### Un financement le plus souvent solide

Les sociétés immobilières reprises dans le tableau enregistrent actuellement des quotes-parts de fonds propres entre 23 et 64 % et un coefficient d'endettement sur le portefeuille immobilier («loan-to-value») entre 30 et 66 %. Alors que la plupart des entreprises se situent dans une fourchette étroite, avec une quote-part des fonds propres et un coefficient d'endettement entre 40 et 50 %, PSP Swiss Property et Zug Estates se distinguent par un faible taux d'endettement et une forte part de fonds propres.

Les sociétés immobilières cotées en bourse ont recours à différents instruments financiers, en majorité au financement classique par le biais d'hypothèques (64 à 100 %). Mais il y a des exceptions: PSP par exemple renonce aux hypothèques et se finance par des crédits non couverts. La plupart des sociétés utilisent en outre des emprunts obligataires, des emprunts convertibles et des swaps de taux d'intérêts. Autre méthode courante: le financement à court terme, combiné à une couverture à long terme par des swaps. Mais ici aussi, les approches varient: SPS mise sur des hypothèques fixes et renonce aux swaps. Les sociétés reprises dans le tableau (à l'exception de Züblin, en raison de ses placements à l'étranger) se financent actuellement avec des taux d'intérêts moyens entre 1,9 et 2,9 %. La durée moyenne varie entre 3,3 et 10 ans. Zug Estates et Mobimo présentent des durées résiduelles moyennes particulièrement longues. L'an dernier, les conditions de refinancement étaient toujours avantageuses, ce qui s'est fait ressentir par une réduction supplémentaire des frais d'intérêts.

### Protection «automatique» contre l'inflation et les hausses des taux d'intérêts

La majorité des sociétés se concentrent sur les immeubles commerciaux. Les contrats de location correspondants sont en grande partie liés à l'évolution des prix à la consommation et offrent donc une certaine protection contre l'inflation et les hausses des taux. En termes d'évaluation, la protection fonctionne en cas de hausse des taux à condition que l'inflation augmente parallèlement à ce changement et que, par conséquent, les loyers supérieurs compensent l'effet de la hausse du taux d'escompte. Dans le scénario d'un relèvement réel des taux, ce ne serait pas le cas. Au niveau du cash-flow, peu de choses bougent en cas de changement des taux, en raison de la faible part d'intérêts variables.

Vu leur lien avec le taux d'intérêt de référence, les loyers pour les immeubles d'habitation disposent également d'une protection contre les modifications d'intérêts nominales. Par rapport aux prix à la consommation, le taux d'intérêt de référence est plutôt un peu lent à réagir, en raison de son retard, ce qui atténue l'effet de protection. Mais en cas de changement de locataire, les loyers peuvent être adaptés à la situation du marché, indépendamment d'un changement réel ou nominal des taux d'intérêts, ce qui renforce à nouveau la protection.

### Préférer les sociétés anonymes immobilières les plus proactives

Nous considérons les sociétés immobilières comme fortement sensibles aux taux d'intérêts. Mais la plupart des sociétés immobilières cotées en bourse peuvent présenter un financement solide et devraient donc bien gérer un revirement des taux d'intérêt à moyen terme. Nous recommandons des actions immobilières qui peuvent présenter des bilans solides, effectuent des optimisations de portefeuille significatives et mènent des projets de croissance peu risqués. Zug Estates et PSP offrent les passifs bilantaires les plus prudents; Züblin se trouve clairement à l'autre bout de l'éventail. Nous voyons des optimisations de portefeuille intéressantes chez PSP et Zurich Aéroport. Quant aux projets de croissance qui augmentent la valeur et minimisent le risque, nous les avons observé l'année dernière surtout chez SPS, Allreal, Mobimo et Zug Estates.

#### Principaux chiffres clés des sociétés anonymes immobilières suisses cotées en bourse

	SPS	PSP	Zurich Aéroport	Allreal	Mobimo	Intershopp	Zug Estates	Wartec	Züblin
Capitalisation boursière (en mio. CHF)	4460	3842	3215	2142	1252	751	380	254	126
Portefeuille de placem. (en mio. CHF)	8876	6181	n.d.	3159	2442	1242	826	516	1065
Fonds de tiers (en mio. CHF)	4277	1948	1323	1563	1129	547	250	272	700
Quote-part des fonds propres (%)	42	57	51	46	46	43	64	39	23
Loan-to-value (%)	48	30	n.d.	41	41	44	30	53	66
Taux d'intérêt moyen (%)	2,4	1,9	n.d.	2,0	2,8	2,7	2,6	2,9	4,4
Durée résiduelle (années)	4,2	3,3	n.d.	3,6	9,1	6,6	10,0	8,4	3,6
Obligations (%)	15	32	89	20	0	15	0	8	0
Dettes bancaires/hypothèques (%)	85	68*	11	80	100	85	100	92	100
Rendement net (%)	4,3	3,9	n.d.	4,9	4,7	6,0	3,9	4,7	5,2
Ecart par rapport au coût des intérêts (%)	1,9	2,1	n.d.	2,9	1,9	3,3	1,3	1,8	0,9

Loan-to-value = fonds de tiers par rapport à la valeur vénale du portefeuille de placements immobiliers  
n.d. = non disponible; \* seulement dettes bancaires non couvertes

Sources: chiffres communiqués par les entreprises pour le premier semestre 2013, UBS

# Fonds immobiliers – *l'attente d'une hausse des taux accentue la pression*

**Les fonds immobiliers offrent une double protection aux investisseurs. Ils compensent l'inflation et atténuent le risque d'une hausse des taux grâce à des distributions régulières de dividendes. Malgré une valorisation équitable, ils devraient cependant être délaissés par les investisseurs en 2014.**

Avec une performance négative de -2,8%, les fonds immobiliers suisses ont réalisé l'an dernier leur troisième moins bon résultat depuis 14 ans. Les agios (différence positive entre le cours boursier et la valeur d'inventaire nette en pourcentage de cette dernière) longtemps excessifs sont redescendus à leur niveau moyen à long terme, et la valorisation s'est normalisée en dix mois à partir d'août 2012. Le temps est-il venu d'investir dans des fonds immobiliers? La tendance à long terme pour le prix des fonds dépend pour beaucoup de l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt.

## **Protection contre l'inflation (seulement) à long terme**

Sur le long terme, les prix des fonds immobiliers ont tout juste compensé l'inflation, avec des deux côtés une hausse de 1,4% environ par an en moyenne depuis 1989. Les prix des fonds immobiliers ont été calculés en établissant la moyenne de la cotation boursière journalière de quatre fonds immobiliers renommés (Swiss Residential Anfos, Real Estate Fund Interswiss, Real Estate Fund Siat et Swiss Mixed Sima). Néanmoins, depuis 2009, les prix des fonds ont augmenté plus fortement que l'inflation, rendant une correction des prix de plus en plus probable.

Si les investisseurs espèrent avant tout une couverture contre l'inflation par les fonds immobiliers, leur valorisation semble de nouveau équitable suite à la récente correction. Mais la protection contre l'inflation n'est pas toujours acquise sur le court terme. Il arrive régulièrement que sur certaines périodes, les prix des fonds immobiliers ne parviennent pas à compenser l'inflation. En effet, la préférence relative des investisseurs pour l'immobilier par rapport aux placements alternatifs comme les actions ou les obligations est sujette à des changements. Après de fortes corrections de prix, la demande de fonds immobiliers diminue souvent de manière provisoire, ce qui pèse sur leur prix. Il en résulte alors une (nette) sous-

évaluation des fonds immobilier pendant un certain temps. C'est le moment idéal d'acheter pour les investisseurs axés sur le long terme.

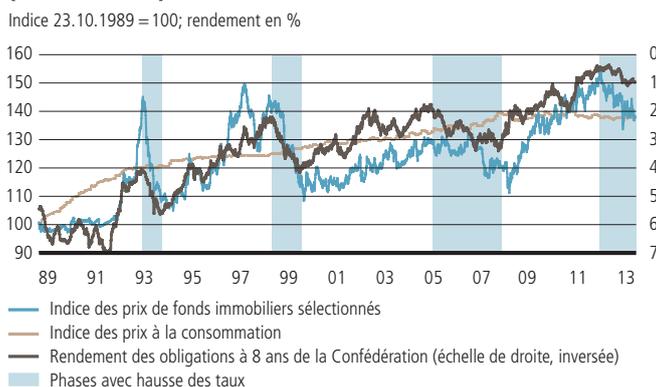
## **Forte correction des prix après les chocs de taux**

Les distributions régulières des placements en fonds immobiliers garantissent une certaine protection en cas de hausse rapide des taux, mais les prix des fonds ne sont pas immunisés contre les chocs de taux. Les variations brutales des taux déclenchent toujours des corrections tellement marquées du prix des fonds immobiliers que leur performance (total du rendement sur distribution et du rendement du capital) en devient souvent négative. Les chocs de taux passés (voir graphique) permettent de tirer les conclusions suivantes quant à l'évolution future du cours des fonds immobiliers.

Les phases de forte hausse des taux ont eu tendance à s'étirer ces 20 dernières années. En outre, les phases de correction durent en moyenne 30% plus longtemps que les phases de hausse des taux. En effet, les investisseurs ne réagissent aux hausses de taux qu'avec un certain retard, et ne se séparent souvent de leurs placements qu'après avoir déjà subi une perte de patrimoine. De plus, en raison des dispositions du droit locatif, les fonds immobiliers ont besoin d'un certain temps pour que la hausse des taux se traduise par une hausse des revenus locatifs. La force de la correction déclenchée par les hausses de taux s'est toutefois nettement atténuée, ce qui indique une meilleure transparence sur le marché des fonds immobiliers. Ainsi, les mouvements de prix futurs s'anticipent mieux.

Thomas Veraguth  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## **Correction des prix après une hausse des taux (choc de taux)**



Sources: BNS, Bloomberg, UBS

### Ne pas se précipiter pour (r)acheter

Les fonds immobiliers évoluent à long terme parallèlement à l'inflation. Malgré une valorisation actuellement équitable, il n'est pas exclu ces prochains mois que les prix des fonds ne puissent tenir le rythme avec les taux d'inflation toujours bas. Nous pensons qu'au premier semestre, les investisseurs continueront à miser sur des placements plus cycliques tels que des actions et que, faute de demande, les fonds immobiliers entreront dans une phase de sous-évaluation.

Par ailleurs, l'incertitude persiste concernant l'évolution des taux à long terme. La hausse des taux atteignait 0,6 point au milieu de l'année 2013, ce qui est modéré par rapport aux précédentes phases de hausse des taux (entre 1,5 et 1,9 point). Mais du fait du niveau toujours très bas des taux, cette phase de hausse est sans doute loin d'être achevée – la politique monétaire des instituts d'émission jouera un rôle clé dans l'évolution future des taux. Les Etats, les entreprises, les établissements

financiers et les ménages privés doivent continuer à réduire leur endettement avant que les instituts d'émission, malgré l'embellie conjoncturelle mondiale, autorisent des hausses plus fortes des taux.

Comme les actions promettent un rendement supérieur à celui des fonds immobiliers dans un contexte de hausse des taux, les investisseurs devraient attendre une hausse des primes de risque avant de s'engager à nouveau. La hausse des loyers devrait avoir des effets beaucoup plus positifs sur le prix des fonds immobiliers, mais en raison du taux de référence hypothécaire très bas (2,0% à l'heure actuelle) et de l'excédent d'offre qui s'annonce pour les immeubles commerciaux, le potentiel est très limité. Nous pensons en outre que la crise de la dette dans la zone euro ne va pas s'aggraver et que les fonds immobiliers devraient perdre encore de leur attrait comme refuge sûr. Pour toutes ces raisons, nous avons globalement un positionnement neutre vis-à-vis des fonds immobiliers.

### Aperçu de l'immobilier cotés en bourse

Sauf mention contraire, toutes les données sont en %

	2013	2012	2011	2010	5 ans <sup>1</sup>
<b>Actions immobilières</b>					
Rendement total	-6,9	12,3	6,1	24,7	10,6
Corrélation avec le Swiss Performance Index <sup>2</sup>	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5
Moyenne des chiffres d'affaires j. de la bourse (mio. de CHF)	21,9	24,4	22,5	20,0	20,8
Primes estimées <sup>3</sup>	4,7	12,5	10,9	6,0	5,9
Volatilité	10,1	8,9	10,2	10,0	10,9
<b>Fonds immobiliers</b>					
Rendement total	-2,8	6,3	6,8	5,7	7,1
Corrélation avec le Swiss Performance Index <sup>2</sup>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Moyenne des chiffres d'affaires j. de la bourse (mio. de CHF)	20,0	19,2	17,3	18,4	18,1
Agios estimés <sup>3</sup>	14,9	24,6	23,9	20,0	18,9
Volatilité	8,4	6,6	7,2	6,2	6,6
<b>Benchmark</b>					
Rendement total fondations de placement immobilières	4,8	6,5	6,9	4,9	5,6
Rendement total Swiss Performance Index	24,6	17,7	-7,7	2,9	12,1
Volatilité Swiss Performance Index	12,7	11,5	18,4	13,9	18,6
Rendement total Swiss Bond Index («AAA»)	-3,3	2,2	7,6	3,6	2,9

<sup>1</sup> Moyenne: 2009 à 2013

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

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

Sources: Bloomberg; UBS

# Les fonds immobiliers suisses *sont de plus en plus séduisants*

**Les fonds immobiliers sont longtemps restés des placements de niche. Mais, la professionnalisation avançant, ils ont pu élargir nettement le cercle d'investisseurs. Du coup, les vecteurs de valeur sont aussi devenus plus complexes.**

La croissance économique, l'inflation et les intérêts sont d'importants facteurs extérieurs influençant à long terme les prix des fonds immobiliers et donc le montant des agios<sup>1</sup>. Jusqu'il y a une dizaine d'années, ces paramètres suffisaient à prévoir à peu près la direction des prix des fonds immobiliers, parce que les investisseurs étaient souvent des institutionnels suisses orientés sur le long terme. Globalement, les bases économiques de la catégorie de placement déterminaient l'évolution de la valeur, p.ex. l'interaction négative entre intérêts et agios, parce qu'une hausse des intérêts a divers effets négatifs sur les titres immobiliers (notamment une augmentation des coûts d'emprunt ou des taux de capitalisation<sup>2</sup> lors d'évaluations immobilières). Concrètement, en cas de baisse des intérêts, on prévoyait une hausse de l'agio et inversement.

## La professionnalisation est bien lancée

Mais il y a une dizaine d'années, le cercle des investisseurs a commencé à s'élargir lentement, obligeant les fonds immobiliers à se profiler. Vu la concurrence croissante, ils ont globalement commencé à séduire les investisseurs. Entre-temps, beaucoup d'investisseurs se sont professionnalisés et sont devenus plus exigeants. Le secteur a donc introduit des chiffres clés uniformes pour améliorer la transparence et la comparabilité et multiplié réunions de direction, visites d'immeubles et manifestations destinées aux investisseurs. Les fonds immobiliers ont été de plus en plus contraints d'investir avec un rendement initial compétitif. De nos jours, les investisseurs font des distinctions beaucoup plus fines entre les propriétés rendement/risque, p.ex. pour savoir s'il faut investir dans des immeubles commerciaux ou d'habitation et quel est leur emplacement.

La professionnalisation croissante de ces dernières années sur le marché des fonds immobiliers est loin d'être terminée. Désormais, les fonds immobiliers doivent aussi s'affirmer nettement plus face à d'autres catégories de pla-

cement. Cela se reflète dans la qualité des rapports de gestion actuels; ils sont plus détaillés et davantage ciblés sur les besoins des investisseurs. De nouvelles formes de produits sont aussi apparues ces dernières années, comme les ETFs<sup>3</sup>. De nouveaux types d'investisseurs, venant en partie de l'étranger, manifestent un intérêt croissant pour les fonds immobiliers. Tout cela soumet cette catégorie de placement à de nouvelles forces.

## Des vecteurs de valeur devenus plus complexes

Avec le changement des conditions au fil du temps, beaucoup de vecteurs de valeur créent actuellement une dynamique supplémentaire. Ainsi, on décèle souvent des mouvements de prix guère explicables lors d'augmentations de capital et de nouvelles cotations. Beaucoup d'investisseurs entrent à présent sur le marché des fonds immobiliers. Les professionnels peuvent en tirer profit, au vrai sens du terme: ainsi, en raison de directives de placement, les investisseurs institutionnels doivent p.ex. investir dans de nouveaux fonds immobiliers, ce qui augmente la demande et le prix. Pour cela, ils sont le plus souvent obligés de se défaire d'autres titres qui ont alors tendance à faiblir. Bien entendu, ces facteurs peuvent être brouillés par le contexte boursier actuel ainsi que des déclarations sur la politique monétaire et les taux d'intérêts.

En outre, il existe aujourd'hui beaucoup plus d'investisseurs et de négociants professionnels

**Dalibor Maksimovic**  
Global Asset Management  
UBS SA

<sup>1</sup> Si la cote d'un fonds immobilier en bourse est supérieure ou inférieure à sa valeur nette d'inventaire (VNI), on parle d'un agio ou désagio. L'agio ou le désagio correspond alors à la différence, en %, entre la cote en bourse et la VNI.

<sup>2</sup> Le taux de capitalisation est le taux d'intérêt, avec lequel les revenus futurs (dont les flux de trésorerie dans le cas d'immeubles) sont escomptés à la valeur actuelle.

<sup>3</sup> Exchange-traded funds: fonds d'investissement négociés en bourse et gérés le plus souvent de manière passive.

## De nouveaux vecteurs de valeur influent sur le prix des fonds immobiliers

Sélection de facteurs ayant influé sur le marché des fonds immobiliers ces derniers mois



— SXI Real Estate Funds TR  
— Nouvelle cotation CS Real Estate Fund Hospitality  
— Changements réglementaires (volant anticyclique, révision LPCC/OPCC)  
— Déclaration de l'institut d'émission américain (Ben Bernanke)  
— Nouvelle cotation CS Real Estate Fund Green Property

Sources: Bloomberg, UBS

qui font bouger les cours en se positionnant p.ex. avant une distribution et en revendant après-coup à un cours supérieur. De nos jours, les professionnels utilisent aussi de nouvelles pratiques commerciales modernes et partiellement automatisées. Dans le cas du «hidden size order» (ordre à quantité cachée), seule une fraction du nombre de titres souhaité est visible, de sorte que d'autres acteurs du marché n'en connaissent pas le volume précis. Dès qu'un ordre partiel est exécuté, la partie suivante prend sa place, etc. Lors des «block trades» (transactions en bloc), deux parties négocient entre elles de grandes quantités d'actions hors bourse. Ici aussi, on en attend un meilleur prix, en espérant que le placement de quantités importantes sur le parquet dépassera nettement la demande, surtout les jours de négoce faibles, et mettra le cours sous pression.

Autre nouveau vecteur de valeur important pour les fonds immobiliers: le souci des modifications réglementaires qui ont récemment fort augmenté dans le secteur bancaire. L'effet a été visible au premier trimestre 2013 quand le Conseil fédéral a décidé d'activer le volant anti-cyclique. Celui-ci oblige les banques à détenir des fonds propres supplémentaires correspondant à 1% de leurs positions pondérées en fonction des risques, auxquelles des biens immobiliers à usage d'habitation dans le pays servent de gage immobilier. Bien que le tampon de capitaux ne soit guère important pour les fonds immobiliers, son activation a entraîné une certaine retenue auprès des investisseurs. La révision à la fois de la loi et de l'ordonnance sur les placements collectifs (LPCC/OPCC) est également entrée en vigueur début 2013. Avec elle, la limite d'avance maximale est passée de la moitié à un tiers de la valeur vénale. Cela entraînera généralement davantage d'augmentations de capital dans les fonds immobiliers.

### Ne pas se cantonner aux prévisions en matière de taux

La règle simple «agio élevé = taux bas» et inversement ne suffit plus, notamment à court terme, à expliquer l'évolution de la valeur des

fonds immobiliers. D'autres véhicules de placement, dont les fondations de placement investissant directement dans l'immobilier suisse, pourraient à l'avenir évoluer de manière similaire aux fonds immobiliers. De manière générale, la modernisation du secteur immobilier est bien lancée et va le rester. Nous recommandons aux investisseurs immobiliers de suivre la situation de près et de ne pas appuyer le moment d'investir dans des fonds immobiliers exclusivement sur l'évolution des taux escomptée.

## UN ENGAGEMENT A LONG TERME NÉCESSITE UN SUIVI CONSTANT

Dans les mouvements des agios se cachent beaucoup de vecteurs de valeur que l'investisseur moyen ne décèle pas du tout ou trop tard. Il ne peut donc pas y réagir ou du moins pas assez tôt. Cela s'explique aussi en partie par l'insuffisance, voire l'inexistence de rapports et avis d'analystes professionnels, indépendants et libres d'accès concernant les titres des fonds immobiliers. L'investisseur doit donc s'en remettre aux conseils de spécialistes.

Bien que les fonds immobiliers soient le plus souvent des placements à long terme, il convient de vérifier régulièrement les positions. En priorité, il faut s'assurer que l'investissement est toujours conforme à l'objectif de placement personnel. En outre, l'investisseur doit décider comment agir en cas de mesures touchant les capitaux. Citons ici l'exemple des augmentations de capital. Une partie des droits qui reviennent à l'investisseur n'est pas négociée à la bourse. Il devrait donc analyser plus en détail ces droits afin de décider comment procéder. Une solution possible: des produits de placement qui investissent dans des fonds immobiliers cotés et pour lesquels les missions de suivi sont déléguées au gestionnaire du portefeuille.

# Retour à la normale *pour les marchés immobiliers mondiaux*

**Pour les actions immobilières, la principale impulsion devrait venir de la croissance des revenus. Les titres immobiliers devraient faire moins bien que l'ensemble du marché au S1 2014, mais générer un rendement plus intéressant que les obligations.**

Pour les actions immobilières mondiales, 2013 a été une année boursière presque normale avec une performance globale de 9% environ. Selon l'indice immobilier global UBS le rendement moyen de ces dix dernières années est du même ordre de grandeur. Les actions mondiales (MSCI World Index) ont réalisé un rendement nettement supérieur avec une performance d'environ 31%.

Avec la crise financière en 2007, les actions immobilières se sont également laissées distancer par le marché d'actions global, avec une différence de rendement de près de 20%. La relative bonne performance des actions mondiales venait déjà des mauvais résultats des investissements immobiliers. La performance relativement mauvaise des actions immobilières l'an dernier s'explique par contre par le rendement très élevé des actions mondiales.

## **Actions immobilières plus surévaluées**

De 2009 à 2012, les actions immobilières ont fait mieux que l'ensemble du marché (voir graph.). Ceux qui ont investi dans des titres immobiliers après la crise financière ont bénéficié en moyenne d'un rendement annuel de 14%. Cette surperformance provenait récemment plus d'une valorisation élevée que d'une hausse des bénéfices. Les actions immobilières étaient donc de plus en plus exposées à un risque de correction. De fait, quand la courbe des taux a commencé à remonter au début de l'été 2013, elles n'ont pas tardé à s'effondrer. La performance des actions immobilières cotées en bourse est redevenue positive au S2, mais est restée nettement inférieure à la performance globale.

Les actions immobilières se négocient actuellement avec une décote de 9,3% par rapport aux valeurs d'inventaire nettes; la moyenne sur dix ans est d'environ 3,5%. Le rapport cours/bénéfice reflète l'espoir d'une reprise économique et d'une solide croissance des revenus locatifs. La valorisation des actions immobilières

semble donc équitable, voire attrayante. Comparés à l'ensemble du marché, les titres immobiliers n'ont pourtant fait que normaliser leur surévaluation relative, notamment grâce à une meilleure valorisation. Fin 2007, malgré une performance très négative, les actions étaient toutefois plus surévaluées qu'aujourd'hui, ce qui nous rend confiants pour 2014.

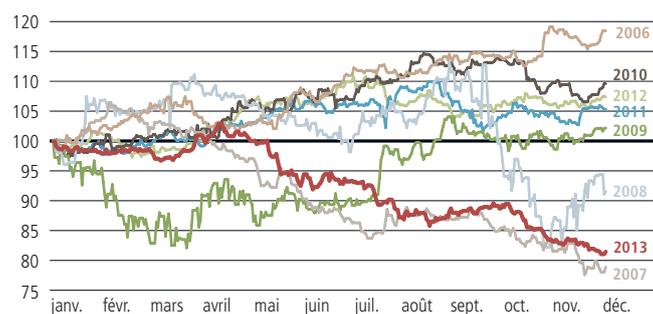
## **La croissance des revenus, nouveau moteur**

Ces dernières années, les actions immobilières ont surtout été soutenues par la baisse des coûts de financement et des taux de capitalisation et la hausse des valorisations. La croissance des revenus comme moteur de rendement durable revient désormais au premier plan. Une hausse de 0,25% du taux de capitalisation (taux d'intérêt utilisé lors de l'évaluation de portefeuilles immobiliers pour l'escompte des futurs revenus locatifs) se compense en principe par une croissance de 4 à 5% des revenus locatifs. Comme nous tablons sur une amélioration des facteurs fondamentaux sur le marché immobilier direct, les chances que les revenus locatifs augmentent restent intactes. Nous prévoyons pour 2014 une meilleure absorption des surfaces et une nouvelle baisse des taux de vacance. Les sociétés immobilières en profitent: elles renforcent leur base de revenus et augmentent la valeur estimée de leurs portefeuilles immobiliers. Nous prévoyons cette année une croissance de 5 à 6% des valeurs immobilières pour l'ensemble du marché.

Thomas Veraguth  
CIO Wealth Management  
Research, UBS SA

## **2013 n'a pas été une bonne année pour les actions immobilières mondiales**

Performance relative des actions immobilières mondiales par rapport aux actions mondiales; indice au 1<sup>er</sup> janvier de l'année = 100



Sources: Bloomberg, UBS

La croissance externe, avec des acquisitions stratégiques, des transactions de portefeuille et même des reprises, devrait devenir en 2014 un élément décisif, car les rendements initiaux restent nettement supérieurs aux coûts de financement, actuellement avantageux. Les acquisitions ou les programmes immobiliers en valent la peine, surtout pour les entreprises négociées avec une prime par rapport aux valeurs d'inventaire nettes. Si ces immeubles sont acquis ou développés avec une valeur de marché équitable, ils ont du point de vue de l'investisseur plus de valeur dans le contexte du portefeuille d'entreprises. Si la croissance externe est effective, les actions immobilières devraient bénéficier d'impulsions positives supplémentaires.

### La fin de la politique monétaire souple comporte des risques

L'institut d'émission américain devrait cette année abandonner graduellement sa politique d'assouplissement quantitatif. Les taux à long terme devraient donc peu à peu remonter davantage que ceux à court terme. Quand la courbe des taux se redresse, les actions réalisent en principe un meilleur rendement que les entreprises immobilières cotées en bourse, car elles profitent directement de la reprise. Alors que les attentes des investisseurs concernant les coûts de financement et les taux de capitalisation sont immédiatement revues à la hausse, les recettes locatives sont liées à moyen ou long terme, ce qui freine dans un premier temps la croissance des résultats des titres immobiliers. Si un nouveau choc de taux devait se produire, la réaction du marché ne devrait plus être aussi violente qu'en mai/juin 2013. D'une part, l'univers des placements immobiliers est actuellement valorisé à un niveau plus bas qu'il y a un an. D'autre part, le marché anticipe déjà l'inversion graduelle de la tendance dans la politique monétaire déjà timidement entamée par la FED le 18 décembre 2013. Une chose est certaine: un contexte de hausse des taux crée une situation moins favorable pour les sociétés immobilières sur le marché des capitaux.

### Les actions immobilières restent plus rentables que les obligations

La reprise conjoncturelle devrait se poursuivre en 2014. La croissance économique se traduit en général par une croissance des résultats dans un délai de six à neuf mois. Les taux amé-

ricains devraient remonter d'environ 0,5 point d'ici fin 2014, ce qui pourrait se ressentir sur la performance annuelle, avec une baisse pouvant atteindre jusqu'à 5 points de pourcentage. Nous prévoyons donc en 2014 pour les actions immobilières mondiales un ralentissement de la croissance des résultats, qui les ramènera à leur moyenne à long terme de 6 à 7% et à un rendement sur dividendes attrayant, supérieur à 4%. Nous pensons en outre que la valorisation relative des titres immobiliers par rapport à l'ensemble du marché d'actions va continuer à diminuer, ce qui va accroître progressivement leur attractivité relative. Comme un tel processus s'étire sur plusieurs mois, l'année qui vient devrait offrir de bonnes opportunités d'achat. Les immeubles cotés en bourse devraient en 2014 encore réaliser un meilleur rendement que les obligations. C'est pourquoi nous conseillons aux investisseurs surpondérés en obligations de les échanger graduellement contre des actions immobilières.

### POSITIONNEMENT POUR 2014

Dans le contexte actuel de reprise mondiale modérée et de légère hausse des taux, nous misons sur les sociétés immobilières présentant un bilan solide et un taux d'endettement optimal. Nous préférons les dettes à long terme à taux fixe, ce qui garantit des paiements stables dans une phase de hausse des taux. Du côté des actifs du bilan, nous privilégions les contrats de bail à court ou moyen terme car ils peuvent être adaptés rapidement à une hausse de l'inflation et des loyers. De ce point de vue, les immeubles d'hôtels et l'immobilier résidentiel présentent des opportunités de croissance supérieures à la moyenne, puisque la durée de bail moyenne (elle peut même n'être que d'une journée pour les entreprises hôtelières) y est plus courte que dans le cas des immeubles industriels ou hospitaliers ou de ceux loués à long terme par les pouvoirs publics. Les sociétés immobilières développant des programmes immobiliers promettent également une meilleure croissance des résultats que les simples bailleurs. Nous privilégions aussi les sociétés immobilières dont les titres devraient voir leur valeur augmenter. Les entreprises australiennes, chinoises, britanniques, japonaises et aussi américaines devraient particulièrement bien tirer leur épingle du jeu. En revanche, les entreprises de Hongkong et de Singapour sont plus sensibles aux hausses de taux. Sur ces deux marchés, les taux actuellement (trop) bas sont davantage intégrés dans le prix qu'en Europe ou aux Etats-Unis par exemple.



## *Thème spécial*

### L'immobilier *comme placement* *à long terme*

**Ni les besoins en placements des investisseurs institutionnels, ni les besoins en logements des investisseurs privés ne suivent les prix du marché immobilier. Lors d'engagements immobiliers, plusieurs facteurs plaident donc en faveur d'un placement à plus long terme. Une stratégie d'investissement adéquate permet de limiter les risques résiduels.**

Depuis 2006, les Suisses débattent de l'existence d'une bulle immobilière. Jusqu'à présent, il n'y a pas eu de correction et, depuis, les prix ont à nouveau fort augmenté dans de nombreux secteurs. Cela s'explique en partie par le super-cycle que la Suisse a pu réaliser suite à la crise financière. Les investisseurs privés et institutionnels doivent décider si de nos jours, cela vaut encore la peine d'investir dans l'immobilier. Pour l'évaluation à plus long terme, trois critères préalables sont importants: la cyclicité du prix

des placements immobiliers, leur capacité à protéger de l'inflation et la minimisation d'une perte de fortune dans le portefeuille mixte.

#### **Un long cycle de prix pour l'immobilier**

L'offre immobilière évolue beaucoup plus lentement que la demande. C'est parfois lié à des distorsions lors de la formation des prix, par manque de loyers du marché (loyers régulés) et du fait de l'adaptation à retardement du parc immobilier aux signaux émis. Les principaux leviers de la demande sont l'évolution conjoncturelle et l'attrait de l'emplacement dont dépendent d'autres facteurs, comme les bénéfices des entreprises, les revenus, les intérêts et la migration. D'où des fluctuations de prix, sous forme de cycles à plus long terme. Ce modèle de cyclicité s'observe dans beaucoup de pays. L'un des plus vieux exemples en est l'indice Herengracht aux Pays-Bas, qui remonte à l'an 1628.

Prof. Dr Pascal Gantenbein  
Université de Bâle

L'analyse des cycles immobiliers révèle deux aspects: d'une part, les phases d'un cycle peuvent durer de nombreuses années. Rappelons ici la crise immobilière suisse des années 1990, où les prix ont seulement touché le fond une décennie après le début de la dépréciation. D'autre part, moyennant des conditions économiques, politiques, juridiques et sociales intactes, les marchés immobiliers s'en sont toujours remis, même après des crises graves. Cela plaide en faveur d'une perspective à long terme pour les investissements immobiliers et d'un renoncement à des ventes paniques en cas de baisse.

Cependant, toutes les institutions disposant d'un horizon économique lointain ne peuvent pas se permettre une perspective de placement à si long terme. Cette situation paradoxale concerne p.ex. les caisses de pension: elles détiennent des obligations dont le versement n'intervient que dans 30, 40 ou 50 ans, ce qui permettrait une stratégie de placement à très long terme. A part les assurances, aucune autre institution ne dispose d'un tel horizon de placement. Concrètement, celui-ci se réduit toutefois à un délai court en raison du contrôle régulier. Nonobstant le potentiel à long terme d'un placement, les institutions de prévoyance peuvent être contraintes de s'en séparer en cas de baisse. Au milieu des années 1990, des caisses de pension tombant à découvert à cause de la crise immobilière ont encore été contraintes par le régulateur de se défaire de leurs biens immobiliers au prix de lourdes pertes. Cela a été défavorable à

double titre: d'une part, les ventes ont eu un effet procyclique juste au moment le moins propice, quand les prix touchaient de toute façon le fond. D'autre part, à plus long terme, les problèmes se seraient résolus presque par eux-mêmes. Il faut espérer qu'on en ait tiré les leçons pour la prochaine correction, qui ne manquera pas d'arriver.

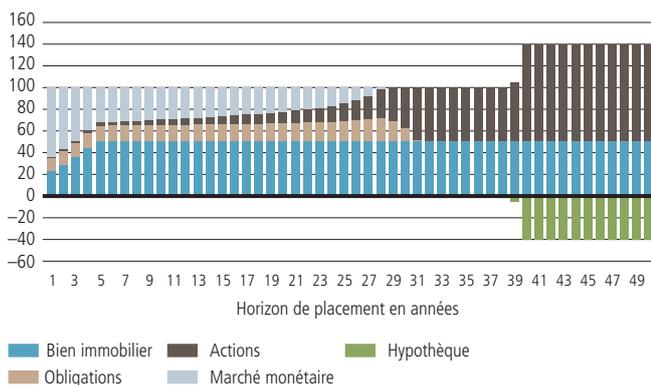
### Aucune protection absolue contre l'inflation

Les constats empiriques en faveur d'une protection de l'immobilier contre l'inflation sont controversés et dépendent à chaque fois des conditions générales. D'un côté, les loyers impliquent une adaptation graduelle à l'inflation, ce qui se répercute à son tour sur l'évaluation de l'immobilier. Mais selon le régime légal du bail et la situation du marché, cette adaptation est plus ou moins rapide. D'un autre côté, l'expérience montre que quand l'inflation est forte, la valeur des biens immobiliers affiche une assez grande stabilité.

La protection relative contre une forte inflation qui en résulte varie toutefois dans la durée et ne vaut pas partout ni pour tout immeuble, d'autant que des glissements se produisent dans la demande et que certains biens se déprécient avec le temps, en raison de normes désuètes. Cela s'observe surtout avec les immeubles à usage commercial qui ont en moyenne une dépréciation plus forte que les immeubles d'habitation. L'exemple de la Suisse montre aussi que la lutte contre l'inflation comporte des phases caractérisées par de fortes

### Allocation optimale du portefeuille selon le critère de la préservation de la fortune

Propriété du logement à usage propre à des horizons de placement différents, en %



Source: Prof. Dr Pascal Gantenbein, Université de Bâle

Le graphique illustre la pondération des différentes catégories d'actifs du portefeuille au début de la phase d'investissement en fonction de l'horizon de placement. L'exemple de calcul repose sur un investisseur privé réticent à prendre des risques, dont le critère de placement est la préservation du patrimoine. Il pourrait financer le bien immobilier par ses propres fonds: le prix du bien y correspond à la moitié de sa fortune initiale. Avec un horizon très lointain (en l'occurrence à partir de 38 ans), cela vaut la peine de recourir à un crédit hypothécaire pour augmenter la position en actions dans le portefeuille, même si les fonds propres sont suffisants.

perles sur le prix de vente escompté. Il semble donc qu'une certaine protection existe seulement sur le très long terme et à des périodes d'inflation exceptionnelle.

### **La protection grâce à l'optimisation du portefeuille**

Les investisseurs peuvent réduire le risque d'une perte de fortune en gardant des placements à long terme. En raison de la longueur des cycles de prix et de la protection limitée contre l'inflation, cela vaut aussi pour les placements immobiliers. Vient s'y ajouter un autre point: lors de l'ouverture d'un crédit, les risques de fluctuation de la fortune nette augmentent parce que les corrections de prix doivent être résorbées par les fonds propres.

L'acquisition d'un immeuble vaut seulement la peine à partir d'un certain horizon de placement, les risques se diversifiant un peu avec le temps. Si un acquéreur ne dispose pas de fonds propres suffisants, le calcul montre que selon la tolérance au risque, une acquisition vaut seulement la peine à partir d'un horizon d'environ 10 à 20 ans. Si l'acheteur possède des fonds propres suffisants, le risque d'une

perte de fortune est certes moins critique. Mais pour optimiser son portefeuille, il devrait néanmoins recourir à un crédit hypothécaire et en investir par exemple une partie dans des actions. La figure montre l'allocation optimale du portefeuille d'un investisseur privé qui dispose de fonds propres suffisants pour l'achat immobilier, en fonction de l'horizon de placement.

### **Un financement sain comme clé du succès**

La cyclicité des prix, le risque d'inflation et une éventuelle perte de fortune font qu'un horizon de placement lointain est indiqué dans beaucoup de cas, dans l'immobilier. Mais il faut réunir d'autres conditions pour que des immeubles puissent servir de placements à long terme.

Outres des mesures destinées à maintenir la valeur de l'immeuble (des rénovations), il faut au préalable un financement sain et de l'endurance en raison de la cyclicité. L'existence de liquidités suffisantes pour servir les intérêts, les droits et d'autres paiements constitue la base nécessaire pour surmonter même une baisse de plusieurs années.

## **QUELLE EST LA DURÉE DES CRISES IMMOBILIÈRES?**

La longue crise immobilière des années 1990 en Suisse a duré une dizaine d'années, avec une baisse des prix sur huit ans (de 1990 à 1998), suivie de deux autres années où les prix sont restés bas. Le tournant est seulement intervenu après l'an 2000. Dans une comparaison transversale, cette crise immobilière en Suisse compte ainsi parmi les phases de correction d'une durée supérieure à la moyenne. De 1990 à 1999, la perte réelle sur le prix de vente escompté atteignait en moyenne 38%. Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, auteurs de l'ouvrage «This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly» (2011), ont étudié

le déroulement de plusieurs crises. Dans un chapitre de leur livre ainsi que dans l'essai «The Aftermath of Financial Crises» (NBER Working Paper 14656, 2009), ils démontrent que les crises immobilières suite à des crises bancaires durent cinq à six ans, dans la moyenne internationale et historique. Parmi les exceptions extrêmes, citons la crise immobilière japonaise après 1992, avec une durée de 17 ans. D'après leur étude, la perte moyenne sur le prix de vente escompté, entre le point culminant et le prix plancher, s'élève à 35,5%. Ces dimensions s'adaptent aujourd'hui relativement bien à la crise immobilière américaine après 2007.

# UBS Real Estate *Local Fact Sheets*

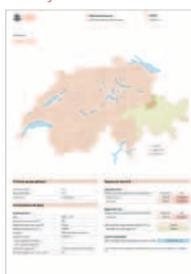


## Utile pour vos décisions d'investissement

Les *UBS Real Estate Local Fact Sheets* contiennent pour chaque commune suisse les informations statistiques les plus importantes concernant le marché immobilier local. Elles peuvent être utilisées à diverses fins, pour des décisions d'investissement, des analyses de marché ou des comparaisons avec d'autres communes.

Les *UBS Real Estate Local Fact Sheets* sont disponibles en allemand, en français, en italien et en anglais, et vous pouvez vous les procurer auprès de votre conseillère ou conseiller clientèle.

APERÇU DU MARCHÉ



PRIX DE L'IMMOBILIER



CONSTRUCTION



POPULATION



REVENU



IMPÔTS



UBS CIO WM Research est publié par Wealth Management et Retail & Corporate 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». **Bahrein:** UBS SA est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahrein. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahrein. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Belgique:** La présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit belge mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Belgium, succursale d'UBS (Luxembourg) SA, enregistrée auprès de la Banque Nationale de Belgique et agréée auprès de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Brsil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **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. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). Le 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 euros, 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 des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **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, habilité et supervisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority – PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority - FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. 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». **Taiwan:** le présent document est distribué aux clients qualifiés d'UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch. Il peut être modifié ou complété occasionnellement par des sociétés affiliées d'UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch.

Version janvier 2014.

© UBS 2014. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.



