

Real Estate Focus

Chief Investment Office WM

2015



Editorial

Chère lectrice,
Cher lecteur,

Dans quelque 300 communes suisses, les prix de l'immobilier résidentiel ont plus que doublé ces dix dernières années. Compte tenu de l'inflation basse et de la très faible hausse des revenus des ménages durant cette période, ce phénomène n'est pas explicable. En outre, la dette hypothécaire des ménages privés a progressé deux fois plus vite que l'économie suisse ces cinq dernières années. Une dynamique préoccupante.

Mais « *This Time is Different* », cette fois-ci, c'est différent. L'ouvrage ainsi intitulé des économistes américains Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff sur les crises financières des 800 dernières années décrit pourquoi les crises financières se répètent et pourquoi aucune leçon n'est tirée du passé. La raison se trouve dans le titre même de l'ouvrage, que les supposés connaisseurs du marché répètent chaque fois que le prix du patrimoine augmente fortement. Ils défendent l'idée que *cette fois, c'est différent*, que la hausse n'annonce pas un krach boursier, mais constitue une évolution tout à fait saine de l'économie. Parfait pour détruire le patrimoine.

Le marché immobilier suisse a lui aussi connu ces dernières années des adeptes du « *cette fois, c'est différent* ». Ils martelaient sans se lasser que les hausses de prix étaient saines parce qu'à la différence des années 1990, la part des achats immobiliers spéculatifs était faible ou parce que les données fondamentales du marché étaient intactes du fait de la forte augmentation de la population. Un simple optimisme de circonstance?

Dans le présent numéro d'*UBS Real Estate Focus*, nous examinons la part de la spéculation et des données de base dans la formation des prix et nous montrons que le potentiel de correction s'est déjà fortement accru.

Nous vous souhaitons une agréable lecture!



Claudio Saputelli
Head Global Real Estate
Chief Investment Office WM



Daniel Kalt
Chief Economist Switzerland
Chief Investment Office WM

Sommaire

UBS Real Estate Focus 2015

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,
Chief Investment Office WM
Case postale, CH-8098 Zurich

Rédacteur en chef

Claudio Saputelli

Rédaction et gestion du produit

Viviane Vajda

Clôture de la rédaction

8 janvier 2015

Traduction et correction

24translate GmbH, Saint-Gall

Mise en page

CIO Digital & Print Publishing

Photos

Mauro Mellone, photographe, Berne

Photo en couverture

Ferme Riedbach Berne, transformation architecte Peter Kämpfer

Impression

galledia ag, Flawil, Suisse

Langues

Publié en français, anglais, allemand et italien

Contact

ubs-research@ubs.com

Commande ou abonnement

En tant que client ou cliente d'UBS, vous pouvez commander des exemplaires supplémentaires de cette publication ou vous abonner à

UBS Real Estate Focus par l'intermédiaire de votre conseiller ou par la Printed & Branded Products Mailbox: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com

Vous pouvez également vous abonner sur Internet par le biais du portail Research sur la plateforme UBS e-banking.

SAP-Nr. 83518F-1501

6 Moteurs



- 6 Environnement du marché
Solide à court terme,
fragile à long terme
- 9 Aperçu des moteurs
du marché immobilier

10 Habitation



- 10 Logements en propriété
Stagnation forcée
 - 14 Logements locatifs
Pari sur les intérêts pour
immeubles locatifs
 - 17 Aperçu des immeubles
d'habitation
- En point de mire*
- 18 Logements en propriété
Hausse spéculative des prix
 - 23 Initiative sur les résidences
secondaires
Résidences principales existantes
 - 27 Le droit de superficie
Un pis-aller

30

Commercial



44

Bourse



52

Global



- 30 Surfaces de bureaux
La traversée du désert
- 34 Surfaces commerciales
Le contexte reste exigeant
- 37 Aperçu des
immeubles commerciaux

En point de mire

- 38 Maisons de retraite
Histoire de croissance
avec des limites
- 41 Investissements hôteliers
La réussite ne dépend pas
du nombre d'étoiles

- 44 Actions immobilières
Le dividende gagne
en importance

- 48 Fonds immobiliers
Test définitif est
encore à venir

- 51 Aperçu de l'immobilier
coté en bourse

- 52 Marchés globaux
Le prix des logements en
propriété sur la corde raide

Solide à court terme, fragile à long terme

Elias Hafner et Veronica Weisser
Chief Investment Office WM

Moteurs

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Une croissance économique solide, des intérêts faibles et une immigration robuste soutiennent à nouveau le marché immobilier suisse cette année. Mais des initiatives et des réformes critiques pour l'économie tempèrent les perspectives à plus long terme. La forte activité de construction de logements fait monter les taux de logements vacants surtout en Suisse alémanique.

L'évolution des prix sur le marché immobilier est tributaire de la dynamique de plusieurs moteurs. Ce sont avant tout la conjoncture, le niveau des intérêts et l'accroissement de la population qui influencent la demande en biens immobiliers. L'offre est en priorité déterminée par l'activité de construction, c'est-à-dire par les attentes des maîtres d'ouvrage quant à la demande à venir.

L'Europe surmonte progressivement la crise

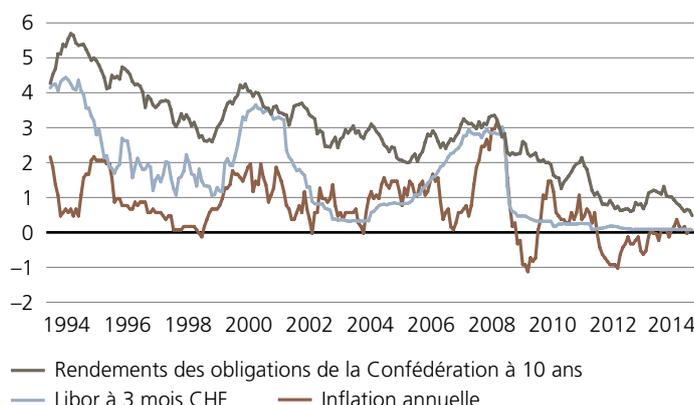
L'évolution conjoncturelle de la Suisse s'inscrit dans le contexte de l'économie mondiale. L'économie américaine a déjà surmonté la crise et devrait croître d'environ 3% cette année. En revanche, la zone euro a au moins deux ans de retard dans le cycle de reprise; pour l'année en cours, nous y prévoyons une reprise modérée avec une croissance économique de 1,2%. Mais l'évolution diverge selon les pays. L'Espagne et la Grèce semblent avoir passé le creux de la vague; l'Allemagne, principal partenaire commercial de la Suisse, est à nouveau florissante. Toutefois, la France et l'Italie, autres partenaires commerciaux importants pour la Suisse, ont du mal à échapper à la stagnation. En raison du faible rythme de reprise en Europe, les exportations ne peuvent guère servir de moteurs importants à la croissance économique suisse. Le pilier reste plutôt la conjoncture intérieure, avec sa forte contribution à la croissance de la consommation privée et de l'industrie du bâti-

ment. Globalement, le rendement de l'économie suisse devrait progresser de 1,8% cette année.

Durant l'année en cours, la hausse des prix à la consommation ne devrait pas non plus être considérable, malgré la conjoncture robuste et la prévision de 0,7% pour la progression des salaires réels. La tendance des prix à la baisse pour les biens d'importation, due ces dernières années surtout à la force du franc, se prolonge encore avec le net recul du prix du pétrole. Mais

Rendements proches de zéro

Rendements, taux d'intérêt et inflation, en %



Sources: BNS, OFS, UBS



Chantier Schönberg Est Berne

« Les rendements pour les emprunts à dix ans de la Confédération devraient se maintenir sous le seuil de 1% jusque fin 2016. »

avec 0,2%, le taux d'inflation 2015 devrait être légèrement positif dans l'ensemble.

Des interventions réglementaires viennent contre le bas niveau des intérêts

Les intérêts à court et à long terme sont historiquement bas, ce qui soutient non seulement l'économie, mais dynamise aussi fortement le marché immobilier, en favorisant le financement hypothécaire. Au-dessus du taux plancher CHF-EUR de 1,20, la politique monétaire suisse reste étroitement liée à celle de la zone euro. Et vu la relance retenue en Europe, la Banque européenne centrale va très probablement garder autour de zéro le taux directeur, au moins jusque 2017. Ces facteurs de même que l'introduction de taux négatifs en Suisse devraient entraîner des taux d'intérêts à court terme bas en Suisse.

Egalement bas, les intérêts longs indiquent des prévisions d'inflation toujours tempérées. Ils re-

flètent en outre la croyance selon laquelle ni la Fed américaine ni la Banque centrale européenne ne toléreraient une hausse trop rapide des intérêts longs. Comme par le passé, des acquisitions ciblées d'emprunts obligataires et d'autres instruments non conventionnels pourraient maintenir les intérêts longs à un bas niveau. Par conséquent, les rendements pour les emprunts à dix ans de la Confédération (une valeur de référence importante pour les taux hypothécaires à long terme) devraient se maintenir sous le seuil de 1% jusque fin 2016.

C'est justement le niveau des intérêts trop bas pour le marché immobilier florissant qui a donné lieu, l'an dernier, à de nouvelles interventions réglementaires: désormais, des exigences supérieures en matière de capital propre pour les banques et des critères plus sévères pour l'octroi d'hypothèques viennent contre le bas niveau des intérêts.

L'inquiétude liée au changement

Le contexte macroéconomique est favorable à court et à moyen termes, mais les perspectives à plus long terme sont incertaines. Des initiatives et des réformes critiques pour l'économie ont accru l'incertitude quant aux futures conditions générales. En raison de l'initiative contre l'immigration de masse, les entreprises s'inquiètent davantage de la disponibilité des travailleurs spécialisés et de l'accès au marché acheteur étranger. Avec la réforme de l'imposition des entreprises III, le contexte fiscal change également.

« Avec 48 000 nouveaux logements créés cette année, nous ne prévoyons aucun effondrement de l'activité de construction. »

Cette inquiétude a déjà freiné l'implantation de nouvelles entreprises en Suisse l'an dernier. En outre, elle a contribué à ce que la croissance des investissements des entreprises retombe à 0,7% en 2014, ce qui est loin de la moyenne des années précédentes, supérieure à 2%. Dans les prochaines années, nous prévoyons également une croissance structurellement plus faible des investissements d'environ 1%. C'est justement l'application restrictive de l'initiative contre l'immigration de masse qui affaiblirait considérablement la croissance potentielle de l'économie suisse.

La population croît toujours

Mais dans un premier temps, le taux d'immigration n'est guère influencé par l'incertitude politique croissante ni par l'éventuel contingentement futur de l'immigration. Dans les dix premiers mois de 2014, la différence positive

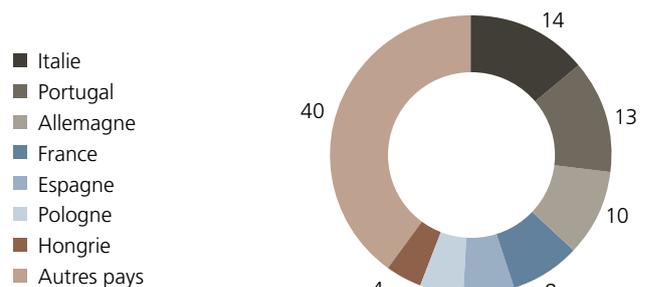
entre l'immigration et l'émigration atteignait environ 71 000 étrangers. Ce chiffre est certes inférieur à celui de l'année précédente, mais supérieur à celui des années antérieures. Les trois quarts de l'immigration nette proviennent toujours des Etats de l'UE, parce que le marché de l'emploi dans le sud de l'Europe ne s'est pas encore relancé et que les emplois bien rémunérés en Suisse restent attrayants.

Sur l'ensemble de l'année 2014, la population devrait croître de 1,2% (soit d'environ 100 000 personnes). Selon les chiffres de l'Office fédéral de la statistique, ce sont surtout les régions frontalières qui ont progressé plus vite que les années précédentes. Ainsi par exemple, jusqu'au milieu de l'année, le canton de Genève enregistrait la plus forte croissance de tous les cantons, avec 2,0% annualisés. Mais Bâle-Ville, le Tessin et le Jura ont également connu une progression nettement supérieure à la moyenne de ces dernières années. Seul l'accroissement de la population en Suisse centrale a sensiblement faibli.

En revanche, la croissance de l'emploi a nettement diminué. Alors qu'en 2013, les emplois équivalents temps plein augmentaient encore de 1,3%, leur croissance est tombée à 0,8% en 2014. Un net ralentissement s'est fait sentir surtout dans le secteur tertiaire qui, dans les années antérieures, était encore un pourvoyeur d'emplois fiable. Au niveau régional, la Suisse du

Beaucoup de main-d'œuvre d'Europe du Sud

Part de l'excédent d'immigration par pays (T1 au T3 2014), en %



Sources: ODM, UBS

nord-ouest et Zurich ont enregistré la meilleure croissance, avec un plus de 1,1%, alors que l'emploi a baissé en Suisse centrale. Vu la faible propension à investir, la croissance des emplois ne devrait pas non plus s'animer vraiment cette année; nous prévoyons donc une hausse des emplois équivalents temps plein de 0,7%. Par contre, avec 1,0% prévu, l'accroissement de la population devrait rester plus solide, du moins dans un premier temps.

Aucun effondrement de l'activité de construction

En termes d'offre, la construction de logements a culminé en 2014 avec environ 50 000 nouvelles unités créées. En raison du net recul des

permis de construire accordés et demandés, ce niveau ne devrait plus être atteint en 2015. Mais avec une estimation de 48 000 nouveaux logements créés cette année, nous ne prévoyons aucun effondrement de l'activité de construction. Comme l'année précédente, le taux de logements vacants pourrait donc encore augmenter. Dans la région du Plateau suisse allemandique, en Suisse centrale et dans l'Appenzell notamment, il existe un risque de surcapacité, à défaut d'une accélération locale de l'accroissement de la population. Par contre, dans la majeure partie de la Suisse romande et du Tessin, la demande supplémentaire prévue dépasse la nouvelle offre en logements.

L'assouplissement quantitatif dans la zone euro

Pour éviter une déflation, donc un recul persistant des prix à la consommation, la Banque centrale européenne (BCE) a introduit en 2014 plusieurs mesures en matière de politique monétaire. En été, elle a baissé le taux des dépôts pour les banques à un niveau négatif. Puis, en septembre, elle a pris les premières mesures dans le sens d'un programme d'assouplissement quantitatif. Nous nous attendons à ce que la BCE annonce des nouveaux achats d'obligation au cours du premier trimestre

2015 qui vont aussi inclure l'achat d'obligations d'Etat. Il faut donc s'attendre à ce qu'en Europe, les intérêts restent encore longtemps à un bas niveau. Comme le taux plancher CHF-EUR introduit par la Banque nationale suisse est toujours indispensible au commerce extérieur suisse, notre politique monétaire ne peut pas s'affranchir de celle de la BCE. Résultat: à moyen terme, la Suisse reste malgré elle prisonnière des taux faibles.

Aperçu des moteurs du marché immobilier

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

	2015 ¹	2014 ²	2013	2012	10 ans ³
Conjoncture et revenus					
Produit intérieur brut, valeur réelle	1,8	1,9	1,9	1,1	2,1
Investissements dans la construction, valeur réelle	1,2	1,6	1,2	2,9	1,4
Salaires, valeur réelle	0,7	0,9	1,0	1,5	1,2
Inflation et intérêts					
Inflation annuelle moyenne	0,2	0,0	-0,2	-0,7	0,5
Libor à 3 mois en CHF ⁴	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,7
Rendement des obligat. (10 ans) de la Confédération ⁴	0,5	0,3	1,3	0,6	1,6
Population et emploi					
Effectif de la population	1,0	1,2	1,3	1,1	1,1
Emploi, en équivalents temps plein	0,7	0,8	1,3	1,7	1,4
Taux de chômage	3,1	3,2	3,2	2,9	3,2

¹ Prévision UBS

² Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 5 janvier 2015)

³ Moyenne: 2005 à 2014

⁴ Fin d'année

Sources: Seco, OFS, BNS, UBS

Stagnation forcée

Elias Hafner et Maciej Skoczek
Chief Investment Office WM

Moteurs

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Le niveau atteint par les prix, l'activité de construction accrue et la réglementation plus stricte ont entraîné un nouveau ralentissement du marché suisse de la propriété en 2014. Les efforts ininterrompus pour réglementer le marché devraient empêcher pour le moment une nouvelle envolée des prix. Un potentiel de hausse des prix existe encore ponctuellement dans les agglomérations.

Le fléchissement entamé en 2013 sur le marché de la propriété s'est poursuivi en 2014. En 2014, les prix des appartements en propriété étaient en hausse d'environ 2,5% par rapport à 2013, tandis que les prix des maisons individuelles progressaient de 1,5%. La hausse des prix dans les deux segments est donc nettement inférieure aux taux moyens de croissance des

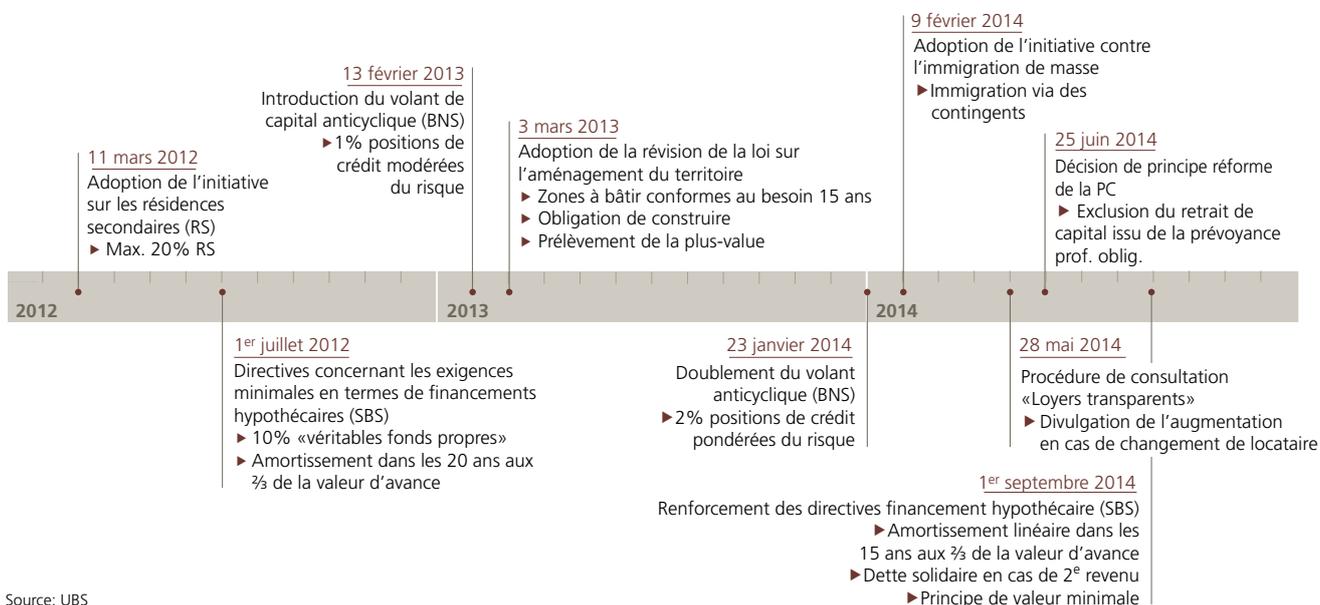
prix durant les quinze dernières années, 4% pour les appartements et 3% pour les maisons individuelles.

Tolérance zéro pour les marchés en surchauffe

Après une tendance accrue à la réglementation dans les années 2012/13, des mesures poli-

Réglementation croissante

Interventions effectives et prévues sur le marché de l'immobilier depuis 2012



Source: UBS



Parc de Liebefeld Bern

« Les prix réels se situent presque à leur niveau du début des années 1990 quand la bulle immobilière a éclaté en Suisse. »

tiques ont encore été prises l'an dernier pour freiner le marché de la propriété. En janvier, à la demande de la Banque nationale suisse (BNS), le Conseil fédéral a augmenté son volant anticyclique de 1 à 2% pour que les banques soient mieux assurées financièrement en cas d'urgence. Cela freine l'octroi d'hypothèques et rend le financement d'immeubles résidentiels plus cher. Si cela ne se ressent guère du fait des taux historiquement bas, le message reste clair: ni la BNS ni le Conseil fédéral ne sont disposés à tolérer de nouvelles hausses des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Le 9 février 2014, les électeurs suisses ont approuvé l'initiative contre l'immigration de masse, ce qui devrait réduire à l'avenir la demande de logements, un facteur central du prix des logements. Si la décision populaire ne semble pas avoir eu jusqu'ici de grandes répercussions sur la demande supplémentaire géné-

rée par les étrangers, elle a influé négativement sur les prévisions en matière de prix.

Le marché financier continue lui aussi à resserrer la vis. A la demande de l'autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA), l'Association suisse des banquiers a durci ses normes minimum pour l'octroi d'hypothèques. Désormais, les dettes hypothécaires doivent pouvoir être amorties linéairement en 15 ans aux deux tiers de la valeur d'avance. Après les directives introduites en 2012 imposant 10% de capitaux propres durs et une obligation d'amortissement, les nouvelles mesures restreignent encore le cercle des acheteurs potentiels.

Ralentissement dû à une moindre capacité financière

Un logement moyen en Suisse coûte actuellement 850 000 francs, soit 70% de plus qu'en 2000, où il valait encore 500 000 francs. Durant

ces 15 ans, les revenus moyens ont progressé de moins de 20%, si bien que la capacité financière pour acheter un logement s'est nettement dégradée. Les prix réels se situent presque à leur niveau du début des années 1990 quand la bulle immobilière a éclaté en Suisse. Dans les données statistiques disponibles, on n'observe guère de différence dans l'évolution selon les catégories de prix, mais dans le segment de prix supérieur, les prix demandés sont déjà depuis un certain temps irréalistes. Le pouvoir de négociation est passé ici du vendeur à l'acheteur, et il n'est pas rare qu'une décote atteigne 20% du prix initialement demandé.

La situation de l'offre a également contribué à atténuer la croissance des prix. Avec la forte hausse de l'immigration qui a suivi l'introduction de la libre circulation des personnes en 2007 est apparu un excédent de demande pouvant atteindre 15 000 logements par an. L'activité de construction s'est donc fortement accrue. La rareté des logements a été comblée, et les taux de vacance ont même recommencé à croître en 2014 et ont surtout augmenté pour les appartements en propriété (de 0,5% à 0,7%). Si aucune demande excédentaire n'apparaît, il n'y aura pas de nouvelle pression sur les prix conditionnée par la demande, ce qui favorisera le ralentissement de la croissance du prix des logements en propriété.

Les prix toujours à un niveau élevé

Qu'apportera l'année 2015 pour le marché immobilier? Les perspectives fondamentales devraient rester favorables pendant l'année en cours. Nous prévoyons une croissance solide de l'économie suisse. La hausse des salaires réels et l'afflux de main-d'œuvre étrangère, qui reste pour le moment possible de manière illimitée après le rejet de l'initiative Ecopop, continueront à soutenir la demande de logements en propriété. Une hausse des taux semble également peu probable en Suisse cette année puisqu'en raison des tendances déflationnistes en Europe, la BNS devrait poursuivre son actuelle politique de taux bas pendant encore au moins deux ans. Dans ces conditions, même une nouvelle accélération des taux de croissance avec des hausses de prix à des niveaux encore jamais atteints serait possible.

Mais le gouvernement, la BNS et la FINMA tenteraient de l'empêcher par tous les moyens. De possibles instruments pour des interventions futures seraient par exemple des restrictions supplémentaires des versements anticipés des caisses de pension, une uniformisation des règles pour l'évaluation de la capacité financière et l'estimation des immeubles ainsi qu'un taux d'avance maximal. Nous prévoyons cette année un taux de croissance des prix de seulement 0,5% pour les maisons individuelles et de 1,5% pour les appartements en propriété, ce qui équivaut presque à une stagnation. Le cycle devrait ainsi avoir atteint son sommet.

Acheter ou attendre encore

Les taux à long terme ont atteint leur plus bas niveau de tous les temps avec 0,3%, et c'est pourquoi le financement d'un logement à usage propre n'a jamais été aussi avantageux. En revanche, les prix des logements semblent avoir atteint leur plus haut niveau. Est-ce le bon moment pour acheter ou cela vaut-il la peine d'attendre?

La détermination du moment optimal pour acheter dépend notamment de la situation de vie personnelle, des conditions actuelles du marché et des prévisions. Quand la situation de vie personnelle permet d'attendre, il est utile de comparer les économies résultant de la baisse des prix de l'immobilier avec les coûts plus élevés résultant d'une hausse des taux. En tenant compte des prévisions personnelles concernant le marché, du coût du loyer en attendant l'achat d'un logement et des coûts d'entretien de la propriété du logement, cela donne le calcul suivant.

Si l'on prévoit une baisse de 10% du prix des logements d'ici trois ans, il est préférable de différer son achat tant que les taux à long terme ne dépassent pas 2%. Si l'on prévoit une baisse de 15% du prix des logements d'ici trois ans et des taux à long terme ne dépassant pas 3%, il est là encore préférable d'attendre pour acquérir la propriété d'un logement. Pour un recul des prix de 20%, la limite pour les taux à long terme est même de 5%. Mais si l'on prévoit une stagnation, voire une hausse des prix, il faut acheter maintenant.

Analyse régionale

La situation s'inverse dans certaines régions

Dans beaucoup d'endroits, le prix des logements en propriété (moyenne du prix des maisons individuelles et des appartements) a stagné, voire sensiblement baissé. Dans près de 60% des communes suisses, les maisons individuelles coûtaient moins cher en 2014 qu'en 2013; pour les appartements, cette proportion est supérieure à 40%. C'est surtout dans les régions suisses les plus chères que les prix ont nettement reculé. Sur les rives du Lac Léman et dans l'agglomération de Zurich notamment, les prix ont dépassé le seuil supportable pour beaucoup d'acheteurs. L'inversion de la tendance est particulièrement nette dans les grandes villes, à l'exception de Bâle. Si Zurich affichait encore il y a trois ans l'un des plus forts taux de hausse des prix du pays (plus de 10%), l'évolution des prix y a été clairement inférieure à la moyenne l'an dernier avec -3% pour les maisons individuelles et une stagnation pour les appartements. La ville de Genève a enregistré la plus forte correction du prix des appartements (plus de 8%).

Dans les agglomérations étendues aussi, la forte croissance des prix observée ces dernières années s'est essoufflée. Ainsi, les prix des logements ont encore légèrement augmenté l'an dernier, car les biens restaient encore accessibles à beaucoup d'acheteurs. La hausse du prix des logements a atteint en 2014 jusqu'à 2% dans le canton de Fribourg, alternative plus avantageuse à la région du Lac Léman. Dans l'agglomération étendue autour de Zurich, les logements dans les régions d'Aarau, Baden et Winterthour ainsi que dans presque toute la Suisse orientale ont pris de la valeur.

Ce sont toutefois les régions périphériques comme le bas-pays de Glaris, Uri ou le Val-de-Travers qui ont enregistré les plus fortes hausses de prix, avec des taux de croissance pouvant atteindre 5%. Le déplacement de la dynamique des prix des zones centrales vers les zones périphériques est le signe que le cycle de prix actuel touche à sa fin.

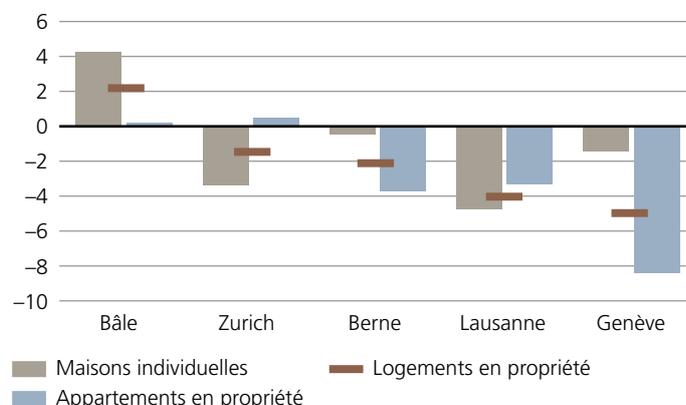
Prix sous pression dans les centres

Dans les grandes villes, la correction devrait se poursuivre cette année, car les prix demandés les années passées ne sont plus réalistes compte tenu du durcissement des règles relatives à la capacité financière. Nous pensons toutefois que la correction ne va pas s'accélérer et restera limitée. La constance de la demande dans les villes et le volume de construction relativement faible contrebalanceront les mesures réglementaires.

Dans l'agglomération étendue, le tri entre le bon grain et l'ivraie se fera ces prochaines années. Les régions dans lesquelles l'accroissement de l'offre ne dépasse pas la demande, comme la région de Fribourg, auront de meilleurs atouts en main. Dans les régions où les taux de vacance augmentent en raison d'une activité de construction excessive, par exemple entre Soleure et Aarau, les prix devraient en revanche continuer à baisser.

Grandes villes affichant des prix en baisse

Taux de croissance des prix proposés pour les logements en propriété en 2014, en %



Sources: Wüest & Partner, UBS

Pari sur les intérêts pour immeubles locatifs

Elias Hafner et Matthias Holzhey
Chief Investment Office WM

L'évaluation des immeubles locatifs de placement est équitable par rapport aux obligations d'Etat. Qui croit en une longue phase à faible taux d'intérêt est bien inspiré d'investir dans des immeubles locatifs. Les régions du Plateau et la première ceinture d'agglomération de Zurich offrent le meilleur rapport chance-risque.

Dans les villes suisses, les investisseurs paient actuellement environ 35 francs pour 1 franc de loyer net annuel (loyer brut après déduction des frais d'exploitation et des amortissements) et réalisent un rendement de 3%. En revanche, il y a 15 ans, le rendement était encore de 5%. Depuis, les prix du marché pour les immeubles locatifs urbains ont donc augmenté de près de 75%. Historiquement, les rendements actuels aux emplacements les plus prisés semblent extrêmement dérisoires.

La comparaison avec les rendements moyens des fonds immobiliers suisses des 50 dernières années est également décevante. Depuis 1964, les fonds investis en majorité dans des emplacements urbains offraient en moyenne un rendement annuel réel de 3,8%. Mais si les revenus du passé servent de grandeur comparative, les investissements directs en immeubles collectifs sont bien trop chers au niveau actuel des prix. Selon ce critère, les années 1998-2004 et 2008-2010 étaient de bonnes périodes pour entrer sur le marché. On peut se demander si actuellement, les faibles rendements initiaux compensent suffisamment les risques courus.

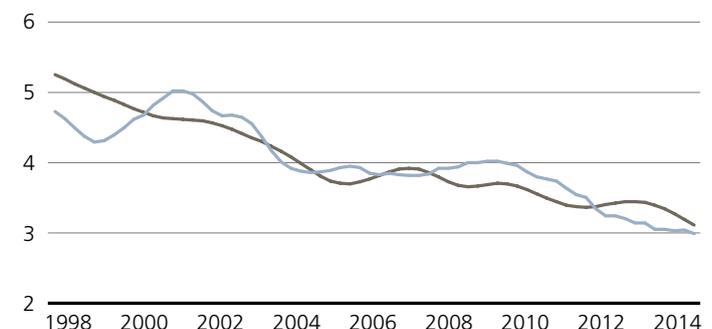
Evaluation équitable par rapport aux emprunts de la Confédération

Le revenu d'un immeuble collectif devrait au moins correspondre à ses coûts d'opportunité (revenus perdus de placements alternatifs). En

règle générale, les coûts d'opportunité sont déterminés sur la base de l'obligation d'Etat suisse sur dix ans. Dans ce contexte, il faut tenir compte de deux aspects: d'une part, la différence d'intérêt nominale entre les deux investissements peut être trompeuse. Comme à long terme, les revenus locatifs compensent au moins l'inflation, les rendements initiaux sont plutôt réels que nominaux. Pour une comparaison, les

Justes rendements dans un environnement de faibles taux

Rendements initiaux primes pour les immeubles locatifs des grandes villes suisses, en %



— Rendements initiaux nets dans les meilleures situations
— Taux d'intérêt réel plus prime de risque

Sources: Wüest & Partner, OFS, BNS, UBS

rendements des obligations de la Confédération doivent également être considérés comme réels, donc après déduction de l'inflation. D'autre part, vu le risque accru et les moindres liquidités de l'immobilier, une majoration de risque se justifie. Ainsi, les fonds immobiliers ont eu ces 50 dernières années en moyenne un rendement supérieur de 1,7 point aux obligations d'Etat. Si l'on rajoute la prime de liquidité moyenne implicite pour placements directs, estimée à 0,6 point, la somme intérêt réel plus la prime de risque totale atteint actuellement 3,1 points.

Si on se base sur les coûts d'opportunité pour évaluer la durabilité, les rendements initiaux actuels aux emplacements les plus prisés dans les grandes villes suisses, soit environ 3% (un niveau historiquement bas), sont justifiés. D'un point de vue relatif, les immeubles locatifs ne sont donc pas surévalués. Si les taux d'intérêt réels bas se maintiennent, les rendements supérieurs pourraient même encore baisser légèrement cette année.

Doutes quant au potentiel de hausse des loyers

L'évolution des revenus locatifs et des taux d'intérêt réels détermine également le calcul du rendement à long terme. Actuellement, les loyers proposés (loyers pour relocation, première ou nouvelle location) sont en moyenne d'environ 25% supérieurs aux loyers des logements existants davantage régulés (loyers pour rapports locatifs existants). A première vue, le bas niveau des rendements initiaux semble donc plus que justifié.

Dans les années 1980, la différence entre loyers proposés et existants a commencé à se creuser pour atteindre 80%, puis disparaître pratiquement dans les années suivantes. A l'époque, cette évolution n'a déclenché aucune hausse importante des loyers existants. Ce fait relativise le potentiel actuel d'augmentation de la location, apparemment élevé. Si les loyers ne font pas de grands bonds, la rentabilité d'un investissement dans un immeuble locatif dépend à 100% de l'évolution des taux réels.

Risque de dépréciations en cas de hausse des intérêts

Les intérêts sont actuellement inférieurs à leur niveau durable. S'ils restent bas, les investissements dans les immeubles locatifs offrent un rendement équitable. Les taux d'intérêt réels (inférieurs à 1%) étant nettement trop bas, vu le potentiel de croissance réel de l'économie suisse de 1,5 à 2%, il faut prévoir le scénario d'une hausse des taux au calcul du rendement. En effet, en cas de hausse des taux, la dépréciation d'un immeuble de placement est du même ordre que pour les obligations d'Etat.

Si en quatre ans, les taux d'intérêt des emprunts à dix ans de la Confédération passent des 0,3% actuels à 4% et que l'inflation atteint 2%, les immeubles locatifs devraient se déprécier de 10 à 25%. La grande marge de dépréciation provient de l'évolution incertaine des revenus locatifs. Les investisseurs dans les immeubles locatifs pourraient seulement s'en sortir avec quelques pour-cent de pertes si les loyers s'adaptent totalement à la hausse du taux de référence

Immeubles à rénover

Les immeubles à rénover offrent parfois des rendements bruts supérieurs à la moyenne. Or, on ne devrait pas se laisser éblouir par ces rendements d'apparence élevés. En effet, selon l'âge et l'état du bien, la différence entre rendements bruts sur le papier et rendements nets effectifs peut être grande. Dans le cas d'immeubles à rénover, il faut affecter jusqu'à la moitié du revenu locatif aux frais d'exploitation et aux provisions. Dans le pire des cas, sur un rendement brut apparemment important de 6%, il ne reste plus que 3% de revenu sur le capital. Dans le cas de nouvelles constructions,

par contre, un cinquième du loyer brut devrait suffire à supporter les coûts occasionnés sur tout le cycle de vie de l'immeuble. Le rendement brut de 3,5% d'une nouvelle construction dans des emplacements centraux donne donc un rendement net de 2,8%. Quant à savoir si un rendement brut supérieur à la moyenne pour des biens à rénover donne aussi un rendement net supérieur à la moyenne, cela dépend avant tout de la possibilité de l'investisseur d'entretenir le bien immobilier à peu de frais.

hypothécaire et à l'inflation, ce à quoi beaucoup de locataires ne pourraient faire face. Conséquence: dans l'absolu, seuls ceux qui croient en une longue phase à faible taux d'intérêt sont bien inspirés d'investir dans les immeubles locatifs.

Analyse régionale Agglomération intéressante

Pour 1 franc de revenu locatif net annuel, un investisseur paie actuellement 40 francs à Zurich, mais seulement 25 francs dans le Jura. Ce «rabais» a son prix sous forme de risques accrus: la liquidité (vente du bien) et la relocation y sont bien plus incertaines qu'à Zurich. Si ces risques accrus ne sont pas assez intégrés à l'évaluation actuelle, une région est sous- ou surévaluée. Les

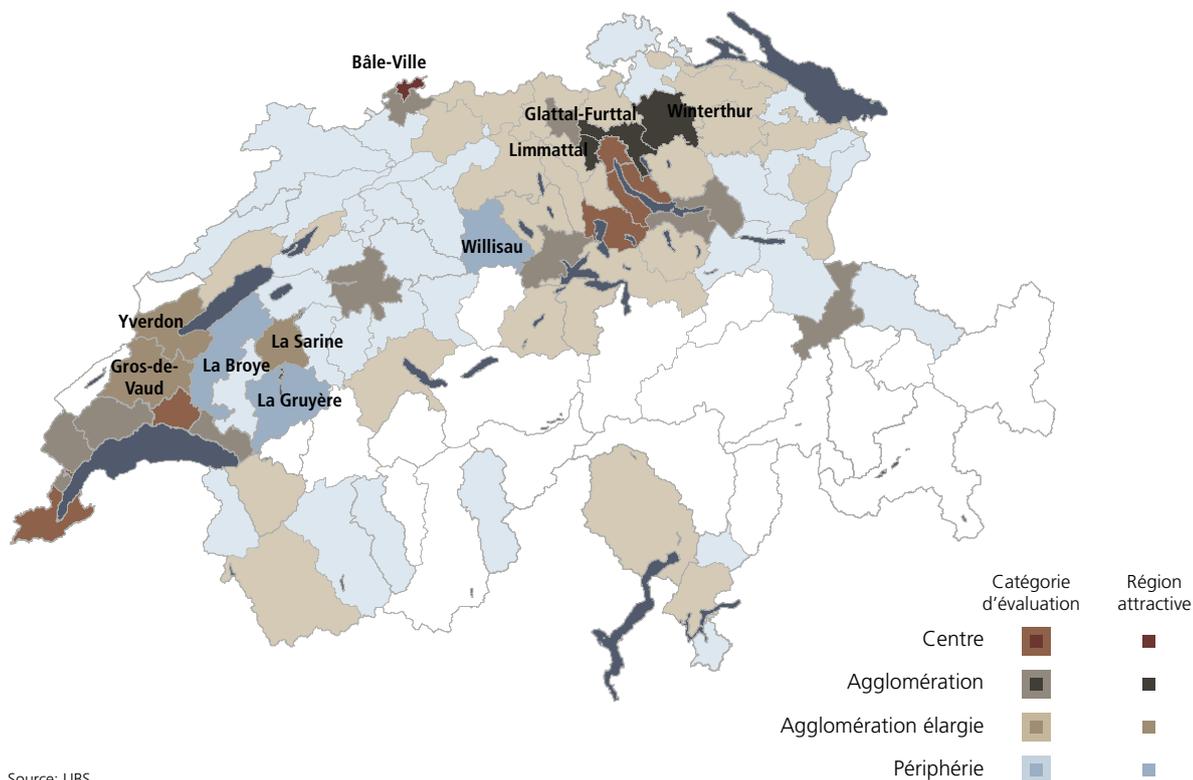
régions au profil chance-risque le plus intéressant sont la région du Plateau et la ceinture d'agglomération de Zurich.

Emplacements périphériques

Ceux qui souhaitent acquérir des immeubles locatifs dans des emplacements périphériques se concentrent sur les régions La Broye et La Gruyère en Suisse romande et sur Willisau en Suisse alémanique. Une population jeune et des taux de vacance faibles pour les logements locatifs rendent ces régions attrayantes; en Gruyère, seul un logement locatif sur 200 est vacant. En revanche, le Toggenbourg, Sierre et Thal sont nettement plus risqués, avec une évaluation comparable. Les revenus locatifs dans les régions périphériques devraient subir le plus la persistance d'une situation économique sombre et une récession du marché immobilier.

Régions attractives en termes d'investissements dans des immeubles locatifs

Dans les catégories d'évaluation



Source: UBS

Agglomérations élargies

Les agglomérations élargies offrent davantage de sécurité. Gros-de-Vaud, Yverdon et La Sarine (Fribourg) s'y distinguent comme les plus intéressantes. Une forte hausse de la population et un public jeune comme principal groupe à la recherche de logements locatifs devraient faire grimper nettement la demande dans les prochaines années. Le taux de logements vacants et l'activité de construction de logements y sont également modestes. C'est justement en cas de réduction de l'immigration que le risque de relocation baisse, grâce à une demande en logements provenant de la région et un bas niveau initial du taux de vacance. Le rapport chance-risque est bien moins intéressant dans les régions de Locarno, Saint-Gall et Martigny.

Agglomération et centres

Les investisseurs qui préfèrent les immeubles locatifs situés dans le centre, mais ne souhaitent pas payer de primes pour les emplacements les plus prisés, sont très bien servis par la première ceinture d'agglomération de Zurich. Les vallées de la Limmat, la Glatt et la Furt ainsi que la ville de Winterthur ont un fort potentiel de croissance en termes d'économie locale et de population. Avec une évaluation comparable, les risques sont nettement supérieurs à Coire, Vevey et dans la région de la Linth. Les investisseurs ne souhaitant acquérir des immeubles locatifs qu'aux meilleurs emplacements, devraient préférer Bâle-Ville à Zurich et Genève. Après dix ans de stagnation de la population et de faibles investissements dans la construction de logements, le site de renommée mondiale des sciences de la vie a la cote, en raison de la forte hausse de la demande en logements prévue dans les prochaines années.

Aperçu des immeubles d'habitation

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

	2015 ¹	2014 ²	2013	2012	10 ans ³
Construction de logements et logements vacants					
Augmentation nette du nombre de logements	48 000	50 000	47 901	45 763	44 446
Taux de logements vacants	1,2	1,1	1,0	0,9	1,0
Logements locatifs					
Prix de l'offre pour logements locatifs	1,0	2,0	2,9	3,1	3,0
Prix de l'offre pour logements locat. nouvel. construits	-0,5	4,5	1,3	1,1	0,4
Indice des prix des loyers existants	0,5	1,2	0,5	0,6	1,5
Taux hypothécaire de référence ⁴	1,8	2,0	2,0	2,3	-
Logements locatifs vacants (nombre)	-	35 841	31 666	30 916	30 585
Rendement total de l'invest. direct dans le logement	5,0	6,0	6,5	7,1	6,1
Logements en propriété					
Prix de l'offre pour logements en propriété	1,5	2,5	3,3	5,1	3,8
Prix de transaction pour logements en propriété	-	2,5	5,0	6,7	5,7
Prix de l'offre pour maisons individuelles	0,5	1,5	4,7	3,7	3,2
Prix de transaction pour maisons individuelles	-	2,0	3,0	4,8	3,9
Croissance des crédits hypothécaires, toutes les banques	3,5	3,7	4,3	5,8	4,5
Logements en propriété vacants (nombre)	-	9 907	8 342	8 006	8 285

¹ Prévission UBS

² Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 5 janvier 2015)

³ Moyenne: 2005 à 2014

⁴ Fin d'année

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

Hausses spéculatives des prix

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek
Chief Investment Office WM

Moteurs

Habitation

Commercial

Bourse

Global

En Suisse, les prix des logements en propriété dépassent nettement leur niveau durable. Notre analyse modélisée indique un potentiel de correction à court terme de 10% en cas d'effondrement de la demande spéculative. En Suisse centrale et à Zurich, un recul de l'immigration entraînerait les plus fortes pertes sur le prix de vente.

Fondamentalement, les phases d'expansion sur les marchés immobiliers sont souvent dues à une baisse des taux d'intérêt et une forte croissance du nombre de ménages. Mais les hausses de prix importantes et persistantes peuvent susciter chez les investisseurs des attentes exagérées, nourrissant des excès spéculatifs en matière d'évaluation. Des modèles quantitatifs permettent de dissocier la demande et donc l'évolution du prix en une composante fondamentale et une spéculative. La distinction entre ces deux facteurs est capitale pour bien évaluer le marché.

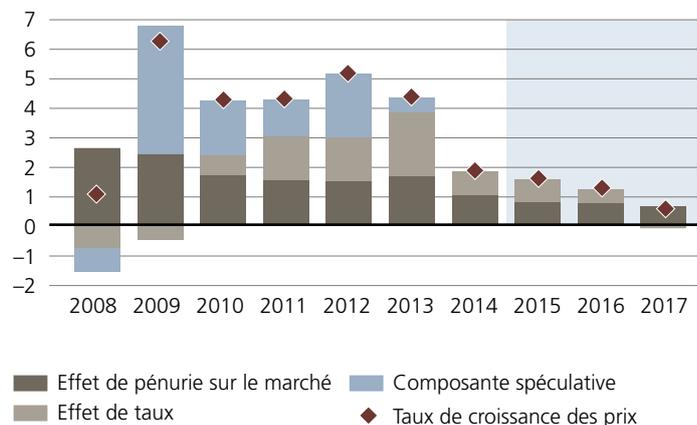
Après la crise financière, beaucoup d'investisseurs se sont réfugiés dans l'or en béton, déclenchant une poussée spéculative des prix des logements en propriété en 2009. Les autres hausses de prix à partir de 2011 sont surtout dues à la baisse des taux à long terme. Durant toute la période analysée, le fort accroissement de la population a constamment fait progresser les prix. Ces deux dernières années, la composante spéculative du prix a stagné, ce qui reflète notam-

Seul deux tiers des hausses de prix s'expliquent par une composante fondamentale

Après l'éclatement de la bulle immobilière au début des années 1990, le marché immobilier suisse connaît une longue traversée du désert. C'est seulement après l'an 2000 que les prix des immeubles d'habitation recommencent à progresser, pour finalement revenir début 2009 à leur niveau durable. Depuis lors, les logements en propriété ont globalement progressé de près de 29%, après correction de l'inflation. Notre analyse quantitative (voir page 22 «Description du modèle») montre qu'environ 11 points de pourcentage s'expliquent fondamentalement par la forte progression du nombre de ménages et environ 8 points de pourcentage par la baisse des taux. Quant aux 10 points de pourcentage restants, nous les attribuons à la spéculation des investisseurs.

La croissance des fondamentaux ralentit

Taux de croissance annuel des prix des logements en propriété suisses par moteur, prévisions sans moteurs spéculatifs à partir de 2015, en %



Sources: OFS, BNS, Wüest & Partner, UBS

ment l'influence croissante des mesures réglementaires sur le marché du logement.

Les composantes spéculatives du prix sont toutefois bancales. Une ambiance euphorique sur le marché peut vite changer et déclencher une in-

« Les fluctuations de prix explicables par des facteurs fondamentaux donnent souvent aussi une fausse impression de sécurité. »

version de tendance des prix. Mais attention: les fluctuations de prix explicables par des facteurs fondamentaux donnent souvent aussi une fausse impression de sécurité. Si par exemple les taux d'intérêt ou les taux de vacance augmentent fortement, les hausses de prix justifiées par des facteurs fondamentaux fondent comme neige au soleil.

Aucune inversion de tendance en vue

Actuellement, ni les taux d'intérêt ni les données d'immigration ne se situent à un niveau durable. D'après nos calculs modélisés, un repli des taux d'intérêt, combiné à une forte hausse du taux de logements vacants, recèle le potentiel nécessaire pour un effondrement des prix des logements en propriété de 20 à 25%. En raison de la solidité actuelle du contexte de marché, ce scénario extrême est peu probable. Mais même en cas de maintien des conditions favorables, une correction des prix de près de 10% est possible par le seul fait d'une disparition de la demande spéculative.

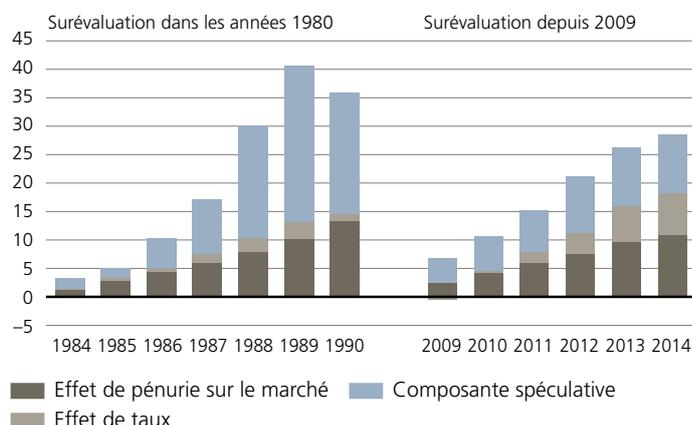
Vu les interventions réglementaires destinées à modérer les prix sur le marché, dont les nouvelles directives sur les financements hypothécaires, nous partons du principe que des hausses de prix spéculatives ne se produiront pas jusqu'en 2017. Dans les prochaines années, seuls les facteurs fondamentaux devraient donc déterminer les prix sur le marché suisse des logements en propriété. Dans ce cas, la légère augmentation du taux de vacance et la normalisation progressive prévue pour les taux d'intérêt devraient continuer à affaiblir les hausses de prix. Dans ces circonstances toujours favorables, le taux de croissance devrait toutefois rester encore légèrement positif.

La bulle immobilière des années 1980, favorisée par l'immigration

A la fin des années 1980, avant que n'éclate en Suisse la dernière bulle immobilière en date, l'offre en logements se raréfie également à cause du taux d'immigration élevé. A l'apogée du cycle en 1989, le marché des logements atteint une surévaluation globale de 40%. Mais à la différence de l'évolution des six dernières années, les spéculations font alors grimper les estimations immobilières à des prix de plus en plus exorbitants. D'après notre analyse modélisée, à l'époque, la composante spéculative du prix y contribue à plus de 25 points de pourcentage et est donc majoritairement responsable de la hausse des prix. La coupe déborde finalement

Moins de spéculation que dans les années 1980

Surévaluation cumulée des logements en propriété, en %



Sources: OFS, BNS, Wüest & Partner, UBS

avec le choc des taux d'intérêt en 1989. Entre 1990 et 1992, les taux longs restent à un niveau supérieur à la moyenne, ce qui modifie les conditions générales de façon spectaculaire. Conséquence: la demande spéculative s'effondre et enclenche une spirale descendante.

Devons-nous aujourd'hui craindre en Suisse une correction aussi forte que dans les années 1990? Et si oui, dans quelles conditions? Sans repli des taux d'intérêt ou récession économique, les prix ne vont guère s'effondrer à ce point; jusqu'à présent, les moteurs spéculatifs sur le marché immobilier étaient trop peu marqués pour cela. Pour prévoir des évolutions de prix plausibles, nous calculons les résultats de deux scénarios: un scénario négatif avec une brusque hausse du taux de logements vacants et des taux longs plus élevés; un scénario positif avec la persistance d'un contexte économique positif et des investisseurs optimistes.

Scénario négatif: l'immigration diminue de moitié, les prix s'effondrent

Vu les chiffres actuels des permis de construire demandés et accordés, l'activité de construction devrait avoir atteint son apogée en 2014. Le nombre de logements achevés retombera probablement sous le seuil de 45 000 d'ici à 2016. Avec la diminution de moitié de l'immigration nette à 40 000 personnes, le taux de logements vacants passerait en trois ans de 1,1 à 2%. En cas d'application restrictive de l'initiative «Contre l'immigration de masse», cet ordre de grandeur est plausible et devrait être réaliste à partir de 2019.

En cas de hausse du taux de logements vacants, l'évolution des prix deviendrait déjà négative dès cette année. Par conséquent, les acteurs du marché reverraient leurs attentes à la baisse, ce qui éroderait la composante spéculative actuelle. Les prix de l'immobilier subiraient alors une correction cumulée de plus de 12% jusque fin 2017, et ce, à une vitesse croissante. Le niveau de prix s'approcherait donc de celui de 2010. En outre, vu la lourdeur du marché immobilier, une baisse supplémentaire des prix sous la valeur d'équilibre est tout à fait probable dans les années suivantes.

Scénario positif: les taux de croissance des prix s'accroissent

Par contre, en cas de persistance d'un environnement économique favorable, les prix des logements en propriété remonteraient sensiblement après le ralentissement récent. Une amélioration supplémentaire des facteurs fondamentaux est improbable, à cause des taux d'intérêt déjà historiquement bas et des taux d'immigration extrêmement élevés. Malgré cela, la persistance d'un environnement de marché positif pourrait continuer à nourrir la confiance en une future progression des prix. Selon ce scénario, sans régulation supplémentaire, la surévaluation spéculative passerait des 10% actuels à environ 15% d'ici à 2017.

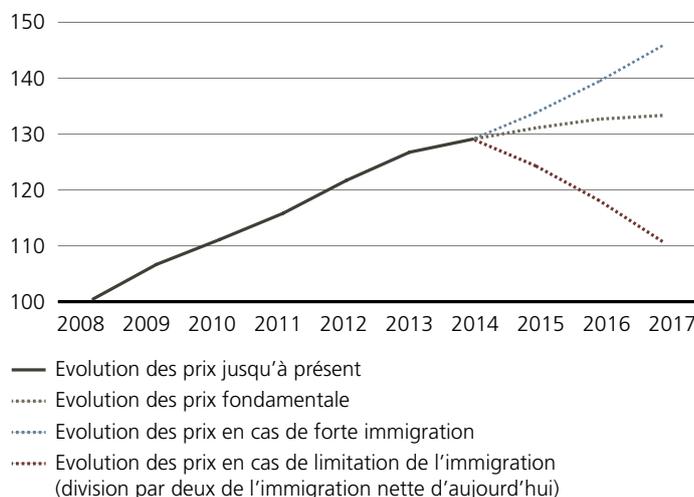
Analyse régionale

La région du lac Léman a le plus grand potentiel de correction

La modélisation quantitative de l'évolution des prix permet d'évaluer le potentiel de correction pour les huit grandes régions suisses. Le degré des possibles baisses de prix dépend d'une part

Evolution des prix selon scénarios

Prévisions des prix des logements en propriété à partir de 2015, indice 2008 = 100



Sources: OFS, BNS, Wüest & Partner, UBS

de l'importance relative des facteurs fondamentaux dans l'évolution des prix et, d'autre part, de la divergence des prix par rapport au niveau durable. Alors que dans la région du lac Léman, par exemple, les prix étaient déjà en équilibre il y a environ neuf ans, ils le sont devenus seulement quatre ans plus tard en Suisse du nord-ouest. Selon les régions, le potentiel de correction varie donc entre 10 et 30%. Si la Suisse sert de référence, les régions du lac Léman, de Zurich et de Suisse centrale s'avèrent tout particulièrement menacées par des corrections, même si leur ampleur est variable.

En ce qui concerne le cycle des prix, la région du lac Léman a plus de deux ans d'avance sur les autres; ces dernières années, elle a accumulé de loin le plus grand potentiel de correction. L'an dernier, on a certes observé une première légère correction des prix d'environ 3%. Mais c'est seulement une goutte d'eau dans la mer, parce que les prix immobiliers autour du lac Léman dépassent allègrement le niveau durable de 45%. Les évaluations élevées sont toutefois dues en très grande partie à l'extrême raréfaction des logements de ces dernières années. La hausse spéculative des prix atteint encore 10 points de pourcentage, après le léger recul, ce qui relativise quelque peu le risque potentiel à court terme. Mais vu les prescriptions rigides en matière de construction, un retour des prix à un niveau plus durable semble improbable aussi à moyen terme, dans la région du lac Léman.

Fondations bancales à Zurich et en Suisse centrale

C'est dans la région de Zurich et en Suisse centrale que les attentes ont le plus fortement marqué les marchés. Rien que sur la base de la composante spéculative, nous estimons le potentiel de correction de ces deux régions à environ 15%. Surtout en Suisse centrale, l'expansion de l'offre a su s'aligner sur la demande, de sorte que les facteurs fondamentaux ont peu contribué à la croissance des prix. Donc, l'incertitude quant à la prochaine évolution des prix augmente. Si le moral des investisseurs s'assombrit, on ne pourra guère éviter un atterrissage douloureux, même sans repli des taux d'intérêt ni arrêt de l'immigration.

Potentiel de correction modéré dans les autres régions

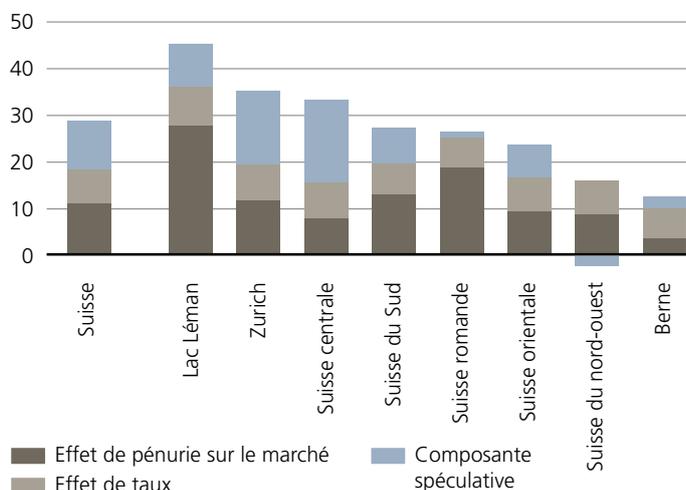
En Suisse méridionale, romande et orientale, le potentiel de correction atteint certes le niveau moyen du pays, mais la composante spéculative est plus faible que dans les autres régions. Notamment en Suisse romande, le fort accroissement de la population et parallèlement la faible expansion de l'offre ont fait reculer les taux de logements vacants. L'évaluation la plus durable concerne les régions de Berne et la Suisse du nord-ouest, avec un potentiel de correction maximal de 10%; ces dernières années, les attentes et les éléments spéculatifs n'ont guère joué dans les hausses de prix. En Suisse du nord-ouest, les prix sont même encore un peu inférieurs à l'évolution du marché.

Prévision d'une faible croissance

En raison du nombre élevé de permis de construire demandés et accordés, nous prévoyons dans toutes les régions une augmentation des taux de logements vacants et seulement un faible potentiel de hausse des prix. Nous attendons les progressions les plus fortes en Suisse méridionale, à Berne et à Zurich. Les taux de vacance devraient y augmenter d'environ 0,2% ces trois prochaines années. En Suisse romande seulement, la demande semble pouvoir suivre l'offre, ce qui devrait maintenir le taux de vacance à 1,1%.

Zurich et Suisse centrale en péril

Surévaluation cumulée par moteur de prix et principales régions, en %



Sources: OFS, BNS, Wüest & Partner, UBS

Partant de taux d'intérêt toujours bas et d'une faible progression des taux de logements vacants, les prix en Suisse romande devraient augmenter d'environ 2% par année ces trois prochaines années. Les données indiquent une évolution tout aussi optimiste pour la région du lac Léman. En raison de la divergence exceptionnellement grande des prix par rapport à leur niveau durable, le modèle devrait toutefois surévaluer l'évolution effective des prix pour la région du lac Léman. En Suisse alémanique, la Suisse du nord-ouest est encore la mieux lotie, avec un potentiel de progression annuelle des prix d'environ 1,5%. Les logements en propriété dans le reste de la Suisse alémanique (Zurich, Suisse orientale et Suisse centrale) ne devraient pas progresser fondamentalement de plus de 1% par an. Par contre, nous prévoyons une stagnation voire une légère correction des prix en Suisse méridionale.

Néanmoins, en cas de limitation de l'immigration, les perspectives s'assombrissent considérablement. Selon ce scénario, le plus grand risque guetterait les régions de Suisse méridionale, de Suisse centrale et de Zurich où les prix des logements en propriété devraient subir une correction d'environ 20% d'ici à 2017. Outre la hausse des taux de logements vacants, la diminution de la composante spéculative y jouerait le rôle le plus important. La correction en Suisse orientale, dans la région de Berne et autour du lac Léman ne devrait atteindre que 10%. Toutefois, si la détérioration des conditions générales se prolongeait, la région du lac Léman risquerait le plus une phase de correction relativement longue. Les régions qui semblent le mieux parées contre l'arrêt rapide de l'immigration sont la Suisse du nord-ouest et la Suisse romande. Mais même là, une faible correction semble inévitable et pourrait atteindre 5%.

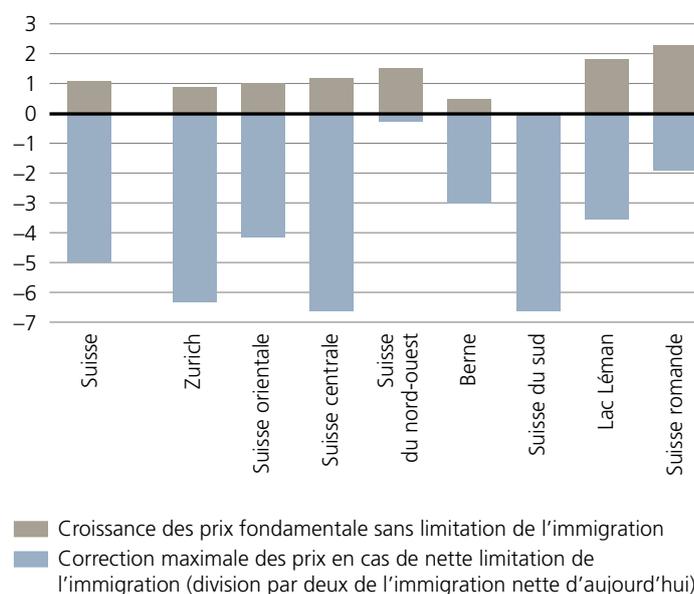
Description du modèle

Nous utilisons un modèle économétrique autorégressif à un seul niveau pour expliquer les taux de croissance réels des prix sur les 40 dernières années. Les principales grandeurs explicatives sont la modification des taux d'intérêt longs et les divergences de l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché des logements en propriété. Pour déterminer les perturbations de l'équilibre, nous utilisons l'évolution du taux de vacance et, comme variable de tendance supplémentaire, le rapport entre l'accroissement actuel de la population et l'activité de construction actuelle. Quant à la grandeur résiduelle inexpliquée dans le modèle, nous l'appelons la composante spéculative.

Le recours à un ensemble de données représentatives des grandes régions suisses renforce la solidité des élasticités calculées puisque nous filtrons des caractéristiques constantes spécifiques à chacune d'elles. En outre, nous prenons en compte différents facteurs marquants de la bulle immobilière des années 1980 dans les différentes grandes régions pour éviter une distorsion des élasticités. Cette méthode nous permet de prévoir à la fois des modifications de prix au niveau agrégé de la Suisse et pour les grandes régions respectives.

Corrections en cas d'arrêt de l'immigration

Prévisions en termes de taux de croissance annuel des prix des logements en propriétés par région, moyenne 2015–2017, en %



Sources: OFS, BNS, Wüest & Partner, UBS

Résidences principales existantes

Jonas Alig* et Prof. Dr. Alain Griffel*
Institut de droit, Université de Zurich

L'application de l'initiative sur les résidences secondaires préoccupe actuellement le parlement. Le Conseil des Etats veut autoriser presque sans restriction la réaffectation des résidences principales existantes en résidences secondaires, ce qui est contraire au sens du nouvel article constitutionnel. Une solution conforme à la constitution et pragmatique serait possible.

Durant la session d'automne 2014, le Conseil des Etats a abordé l'application du nouvel art. 75b de la Constitution fédérale (CF) créé par l'adoption de l'initiative sur les résidences secondaires. La loi fédérale sur les résidences secondaires (LRS) à élaborer prévoit dans la version du Conseil des Etats de réaffecter librement les résidences principales en résidences secondaires. Les cantons et communes sont certes « tenus de prendre des mesures pour empêcher des abus et des évolutions indésirables ». Mais l'accumulation de termes juridiques ouverts laisse entrevoir que ce mécanisme de correction flou ne sera guère efficace.

Lors de l'application de l'initiative sur les résidences secondaires, le parlement devrait réaliser l'objectif de l'art. 75b CF, selon lequel la proportion de résidences secondaires dans toutes les communes ne peut dépasser 20%. En outre, l'article constitutionnel est directement applicable: dans les communes saturées, il interdit la création de nouvelles résidences secondaires à « lits froids ». ¹ Le législateur a une marge dans l'application de l'initiative, mais il doit respecter le cadre constitutionnel.

Libre réaffectation non conforme à la Constitution

L'initiative sur les résidences secondaires avait des objectifs en termes d'aménagement du territoire, d'écologie et de socio-économie: éviter les infrastructures surdimensionnées et bien souvent inoccupées, limiter le gaspillage des sols et freiner la hausse des prix des terrains et logements qui évince la population locale. ² Avant la votation, il était largement incontesté que la réaffectation de résidences principales existantes en résidences secondaires serait aussi couverte par l'interdiction des résidences secondaires et donc en principe inadmissible. Dans son message concernant la LRS, le Conseil fédéral indiquait ceci: « Laisser la possibilité [...] de réaffecter librement des logements existants à la résidence secondaire favoriserait une évolution qui serait contraire à l'objectif visé par l'article constitutionnel. » ³ Il est donc incompréhensible que les cantons et communes puissent décider seuls de limiter ou non la réaffectation des résidences principales en résidences secondaires.

¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 22 mai 2013 (ATF 139 II 243, consid.10.5)

² Message concernant l'initiative sur les résidences secondaires, Feuille fédérale (FF) 2008 8757 et suiv., p.8765

³ Message LRS, FF 2014 2287 et suiv., p.2309

Effets indésirables

La possibilité prévue par le parlement de réaffecter des résidences principales existantes est incompatible avec les objectifs du nouvel article constitutionnel. En effet, la vente de résidences principales comme résidences secondaires est sensible à des évolutions indésirables en termes d'aménagement du territoire et d'écologie. Vu la nouvelle pénurie de « lits froids », il faut s'attendre à ce que des résidences principales dans les centres de villages soient vendues comme résidences secondaires et qu'en périphérie, de nouvelles résidences principales de remplacement voient le jour sur des terrains non encore bâtis jusqu'à présent (effet beignet).⁴

Les effets socio-économiques sont aussi contraires à l'objectif de l'article constitutionnel. Un nouveau « marché d'évitement »⁵ pourrait donc se développer avec la restriction de construire des résidences secondaires. La valeur des résidences principales existantes vendables comme résidences secondaires augmentera, avec des conséquences indésirables pour les locataires et les autochtones en mesure de se payer un logement en propriété. Sans mesures supplémentaires, l'espace habitable abordable pour la population locale deviendrait sans doute encore plus rare qu'en l'absence totale de réglementation sur les résidences secondaires.⁶

⁴ Daniel Müller-Jentsch, « Detroit in den Alpen? », NZZ 08.06.2012, p. 14

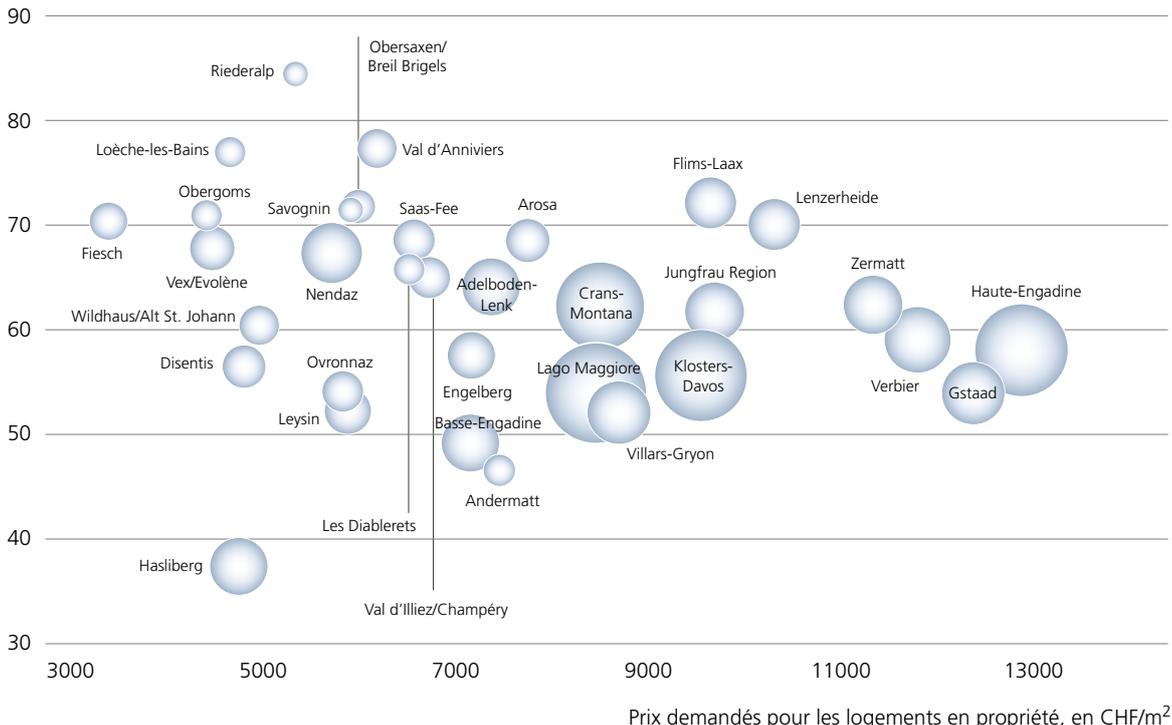
⁵ Cf. Müller-Jentsch (voir note de bas de page 4), p. 14

⁶ Ecoplan, Evaluation de la durabilité de la loi sur les résidences secondaires, mandatée par l'Office fédéral du développement territorial ODT, 2014, p. 52

Les prix et la part de résidences secondaires varient énormément d'une région à l'autre

La surface des cercles correspond au nombre d'habitants dans la région

Part de résidences secondaires, en %



Sources: Wüest & Partner, ARE, OFS, UBS

La garantie des droits acquis ne s'applique pas

La réaffectation de résidences principales existantes en résidences secondaires n'est pas justifiable par la garantie des droits acquis, dérivée de la garantie de propriété et du principe de la protection de la confiance légitime. Comme son

« Il est incompréhensible que les cantons et communes puissent décider seuls de la réaffectation des résidences principales en résidences secondaires. »

nom l'indique, la garantie des droits acquis protège uniquement l'acquis existant devenu illégal suite à un changement juridique, en l'occurrence l'utilisation passée comme résidence secondaire dans une commune saturée. Or, les résidences principales existantes ne sont pas devenues illégales suite à l'adoption de l'initiative sur les résidences secondaires. La conversion d'une utilisation légale (résidence principale) en une utilisation devenue illégale (résidence secondaire) n'est pas couverte par la garantie des droits acquis.

Proposition de solution⁷

Vente limitée, utilisation libre et mise en location

Pour des raisons de proportion et de praticabilité, il serait judicieux de restreindre la réaffectation à la vente des résidences principales créées selon l'ancien droit. Les propriétaires concernés y garderaient de grandes libertés: en cas de modification des rapports familiaux ou de la situation d'emploi, mais aussi de succession, ils pourraient, sans obligation de déclaration, choisir librement d'utiliser la résidence principale existante comme secondaire ou de la louer. Ici, il n'existe aucun moyen de contournement comparable au fait de la vente. Ce règlement non bureaucratique serait facile à gérer aussi pour l'Office du registre foncier.

Distinction entre résidence principale et secondaire

Notre proposition fait la distinction entre résidences principales et secondaires selon l'ancien droit. Sont considérés comme résidences principales selon l'ancien droit, les logements utilisés comme résidences principales (par le propriétaire ou locataire) le jour de l'adoption de l'initiative sur les résidences secondaires. En cas de doute, on pourrait trancher en consultant l'inscription du domicile principal au registre des habitants. Sont considérés comme résidences secondaires selon l'ancien droit, tous les logements qui n'étaient pas utilisés comme résidences principales. Les résidences principales et secondaires selon l'ancien droit pourraient être utilisées, louées et même léguées librement. Mais avec une restriction pour les résidences principales: en cas d'aliénation (par inscription d'une restriction d'utilisation au registre foncier), on s'assurerait qu'elles ne servent pas de « lits froids »; autrement dit, elles ne pourraient se vendre que comme résidences principales ou résidences secondaires administrées.

⁷ Nous ébauchons notre proposition de solution selon la systématique de la LRS, en mettant entre parenthèses les aspects: rénovation, transformation, reconstruction et extension de résidences existantes.

Exceptions à la restriction de vente

La restriction de vente fondamentale comme résidence secondaire pourrait être modérée de deux façons. Primo, lorsqu'une résidence principale selon l'ancien droit ne se vend pas sur une durée assez longue, malgré de sérieuses tentatives avérées, on pourrait accorder une autorisation exceptionnelle d'aliénation sans restriction d'utilisation. A défaut de demande, cela n'a aucun sens de garantir une offre de résidence principale. Lors d'une revente éventuelle, on devrait réexaminer la question de l'autorisation exceptionnelle, ce qui éviterait d'emblée tout achat spéculatif.

« A défaut de demande, cela n'a aucun sens de garantir une offre de résidence principale. »

Secundo, il faudrait créer le moyen de dispenser totalement de la restriction de vente dans le plan directeur cantonal les communes ou parties de communes où il n'y a pas de problèmes écologiques et socio-économiques à craindre en cas de réaffectation de résidences principales en résidences secondaires; donc les communes structurellement faibles et menacées par l'émigration. L'interdiction fondamentale d'aliéner des résidences principales selon l'ancien droit comme « lits froids » ne s'appliquerait dès lors qu'aux lieux de concentration des résidences secondaires.

Proposition de solution pour les résidences selon l'ancien droit

Art. 11

¹ Une résidence principale créée selon l'ancien droit au sens de la présente loi est un logement qui a été créé de manière conforme au droit ou était au bénéfice d'une autorisation légale et qui servait de résidence principale le 11 mars 2012.

² Une résidence secondaire créée selon l'ancien droit au sens de la présente loi est un logement qui a été créé de manière conforme au droit ou était au bénéfice d'une autorisation légale et qui ne servait pas de résidence principale le 11 mars 2012.

Art. 12

¹ Les résidences principales et secondaires créées selon l'ancien droit peuvent servir librement de logements, sauf si le droit cantonal ou communal en dispose autrement.

² Dans les communes avec une proportion de résidences secondaires supérieure à 20%, l'aliénation de résidences principales créées selon l'ancien droit ou leur cession en droit de superficie est seulement autorisée en combinaison avec l'inscription d'une restriction d'utilisation selon l'article 7, alinéa 1^{er}.

³ Si malgré de sérieux efforts avérés, une résidence principale créée selon l'ancien droit ne se vend pas en l'espace de deux ans, l'autorité de surveillance cantonale peut, compte tenu de toutes les circonstances, accorder une autorisation exceptionnelle de vente comme logement sans restriction d'utilisation selon l'article 7, alinéa 1^{er}. En cas de revente, les mêmes conditions s'appliquent que lors de la première aliénation.

Art. 13

Les cantons peuvent désigner dans le plan directeur les communes ou parties de communes non concernées par la restriction selon l'article 12, alinéa 2:

- s'il s'agit de régions structurellement faibles et menacées par l'émigration ou
- s'il y existe un espace habitable bon marché et que la demande en résidences secondaires n'exerce manifestement aucune pression économique sur les prix des résidences principales.

Un pis-aller

Matthias Holzhey
Chief Investment Office WM

Ces 40 dernières années, la cession de terrains en droit de superficie a permis de solides rendements. Mais les biens en droit de superficie se négocient à un rabais considérable. En l'absence d'alternative (vente ou projet immobilier), le droit de superficie reste un pis-aller.

Au fil des ans, certaines friches sont devenues de véritables mines d'or: dans beaucoup de quartiers, la valeur d'un terrain à bâtir acquis il y a 40 ans a quintuplé. Près des sites économiques centraux, le rendement des friches pouvait rivaliser, rien que par valorisation, avec celui d'un portefeuille obligataire de 4,5% l'an. Quiconque cédait en plus son terrain en droit de superficie à un investisseur, réalisait des rendements encore bien supérieurs, grâce à la rente annuelle.

L'art de la bonne capitalisation

La fixation de la rente du droit de superficie n'est pas une science exacte, mais une affaire de négociation. D'une part, la valeur marchande du bien-fonds est déjà difficile à déterminer, par manque de données comparatives en raison du nombre réduit de transactions foncières. D'autre part se pose la question de la compensation pour le droit d'usage du terrain. Elle peut prendre la forme d'un paiement unique ou d'une rente annuelle. Le montant du paiement unique dépend de la manière dont on évalue les recettes obtenues dans 50 voire 100 ans. Le problème, c'est qu'à partir d'une durée de 15 à 20 ans, sur les marchés des capitaux, on ne trouve déjà plus guère de titres de créances liquides pouvant servir de repères. Pour y remédier, on applique donc le plus souvent une rente annuelle du droit de superficie. On convient alors par contrat qu'au fil du temps, le taux d'intérêt

s'alignera sur les prix à la consommation, les taux hypothécaires ou les prix des terrains à bâtir. Mais même avec un ajustement constant, l'évaluation du rendement effectif du droit de superficie reste difficile en raison des durées extrêmement longues.

Pour déterminer les taux d'escompte à long terme (taux d'actualisation des futurs paiements), les New York University Stern School of Business et University of Chicago Booth School of Business ont réalisé une vaste étude sur toutes les transactions immobilières de ces dernières années en Grande-Bretagne et à Singapour où les contrats en droit de superficie sont largement répandus. Résultat surprenant: les ménages évaluent les recettes et dépenses dans un avenir lointain à un niveau bien supérieur à ce qu'on pouvait déduire des coûts d'opportunité (bénéfices manqués sur des placements alternatifs). Autrement dit, les taux d'escompte sont étonnamment bas. A un taux d'escompte de 4 à 5% pratiqué sur le marché britannique, il ne devrait y avoir aucune différence de prix entre l'achat d'un terrain en droit de superficie pour 100 ans et un terrain en propriété. Pourtant, la différence est d'environ 15%. Sur 50 ans, la différence atteint plus de 30%, alors qu'un maximum de 10% serait justifié. Les biens en droit de superficie se négocient donc avec un rabais substantiel de 10 à 20%.

Le manque de transparence et l'incertitude poussent au rabais

Il peut y avoir plusieurs raisons au rabais: primo, un grand manque de transparence des prix fonciers et, selon la conception du contrat, une forte incertitude quant à la charge d'intérêt réelle du droit de superficie, incitant le détenteur du droit de superficie à exiger une prime de risque. Secundo, la durée extrêmement longue du contrat requiert des parties contractantes très fiables. Vu cette durée, les parties contractantes non gouvernementales devraient changer plusieurs fois, ce qui renforce l'incertitude. Tertio, en cas de retour au propriétaire, il règne un grand flou autour du montant effectif du dédommagement. Par la suite, la valeur de revente d'un bien immobilier diminue à l'approche de la fin du contrat; les travaux d'entretien sont alors reportés aux calendes grecques, ce qui amoindrit encore la valeur.

« Les biens en droit de superficie se négocient avec un rabais substantiel de 10 à 20%. »

Mais par ailleurs, il y a souvent aussi un rejet psychologique vis-à-vis de l'achat d'un bien en droit de superficie. Visiblement, le fait d'être propriétaire et la perspective de léguer le bien jouent un rôle important dans la décision d'acquiescer la propriété d'un logement. Or, avec le droit de superficie, on se sent finalement toujours bailleur, sans profiter de cette « prime » de propriété. Autre conséquence de la complexité et de l'incertitude du système du droit de superficie: la complication des possibilités de financement extérieur. Surtout avec des parties contractantes non gouvernementales et des échéances résiduelles assez courtes, les banques vont factu-

rer aux futurs détenteurs d'un droit de superficie des frais supérieurs pour le financement extérieur.

Certes, la régulation favorise le droit de superficie ...

Avec ces obstacles, il n'est guère surprenant que les contrats en droit de superficie restent marginaux en Suisse. La part des biens immobiliers en droit de superficie atteint quelques pourcents à peine. Les principaux fournisseurs en droit de superficie sont les communes et les coopératives villageoises. Outre la possibilité de réaliser des produits d'intérêt garantis à long terme, le maintien durable d'un pilotage sur l'usage du terrain constitue la première motivation à l'octroi d'un droit de superficie.

Qu'est-ce que le droit de superficie?

Un contrat en droit de superficie concède à une personne le droit de construire ou de conserver un ouvrage sur ou sous la surface du terrain en question. Le propriétaire foncier et le détenteur du droit de superficie peuvent convenir par contrat d'autres arrangements concernant l'utilisation du terrain. Le contrat en droit de superficie peut être conclu pour une durée maximale de 100 ans et prorogé à tout moment pour cette même durée. En cas de retour normal au propriétaire (expiration du droit de superficie), la propriété des bâtiments revient au propriétaire du terrain. Le propriétaire du terrain est tenu de payer un dédommagement approprié pour les bâtiments qui lui reviennent; les parties contractantes peuvent en déterminer librement la nature et le montant. En cas de dépassement grossier des droits réels ou de violation des obligations contractuelles par le détenteur du droit de superficie, le propriétaire du terrain peut provoquer le retour en propriété prématuré. Cependant, le transfert a seulement lieu lors du paiement ou de la garantie du dédommagement.

A l'avenir, le droit de superficie pourrait toutefois s'utiliser plus souvent. Les prix élevés et les prescriptions plus contraignantes en termes de fonds propres lors de l'acquisition d'un logement en propriété rebutent de plus en plus les personnes intéressées. Les biens immobiliers en droit de superficie requièrent moins de capital, ce qui peut être déterminant dans la possibilité de financer un logement en propriété. De plus, le 1^{er} mai 2014 marque l'entrée en vigueur de la loi revue sur l'aménagement du territoire, selon laquelle la densification de l'espace habitable est un objectif à moyen et long termes. En cas d'accroissement persistant de la population, les coefficients d'exploitation des terrains à bâtir auraient donc tendance à grimper. En outre, la loi prévoit que les terrains bénéficiant d'un emplacement central ne peuvent pas d'office rester en friche. La possession de terres pourrait donc s'avérer rentable à long terme. Par contre, si l'on n'a ni fonds propres ni l'expérience ni le temps pour construire sur un terrain, le droit de superficie permet de rester propriétaire du terrain et de réaliser des bénéfices réguliers.

... mais les alternatives sont plus intéressantes

Pour le détenteur du droit de superficie, les inconvénients d'un besoin accru en revenus et de la complication du financement extérieur devraient, dans la plupart des cas, prévaloir sur l'avantage du besoin moindre en capital. La complexité du droit de superficie devrait également rebuter certains acquéreurs potentiels. Il n'est donc guère possible d'accroître la demande avec le droit de superficie. Et le fait est que la construction sur un terrain offre de meilleurs rendements que l'octroi d'un droit de superficie. Si l'on est obligé de construire sur un terrain sans être en mesure d'y bâtir soi-même, une vente semble être plus judicieuse à long terme.

« La complexité du droit de superficie rebute certains acquéreurs potentiels. »

Le droit de volume: un sujet controversé

En Angleterre, les contrats en droit de superficie sont largement répandus et, selon la loi, le seul moyen d'établir la propriété par étage. Mais contrairement à la législation suisse, on y acquiert seulement ce qu'on appelle un droit de volume. Le propriétaire du logement acquiert le droit d'utiliser exclusivement une partie d'un bâtiment et d'en aménager l'intérieur. Il s'engage à dédommager le propriétaire du bien (terrain et enveloppe du bâtiment) pour les travaux d'entretien. Les avantages sont évidents: en cas de rénovation, on évite le problème de coordination entre les différents propriétaires d'étages et donc les éventuels retards d'exécution.

Mais le système ne fonctionne pas bien dans la pratique. Pour le propriétaire de l'enveloppe du bâtiment, l'entretien du bien immobilier constitue aussi une source de revenus. Résultat: il majore le coût de l'entretien au détriment des propriétaires du logement, d'où des procédures judiciaires fréquentes en Angleterre. En Suisse, l'introduction d'un droit de volume a été débattue lors de la dernière révision du droit des biens en 2004, mais il n'a pas été repris dans la loi, en raison de son application difficile (délimitation de l'aménagement intérieur, mélange entre droit de location et droit de superficie).

La traversée du désert

Matthias Holzhey
Chief Investment Office WM

A court terme, les prix d'achat et les loyers devraient rester sous pression. Mais comme le « pipeline » des projets se vide, le taux de vacance devrait se stabiliser à moyen terme. Dès 2018, nous prévoyons de meilleures perspectives sur le marché suisse des surfaces de bureaux.

L'indice UBS Swiss Office Space Investment mesure l'attractivité des investissements directs dans des surfaces de bureaux en Suisse. Il est actuellement de -0,6. Nous trouvons donc l'attractivité des investissements quelque peu négative et invitons à une prudence accrue en cas d'achat. Ces douze derniers mois, les rendements et perspectives du marché se sont toutefois légèrement améliorés.

En 2013, les données du marché des bureaux révélaient des faiblesses. Les rendements supérieurs des investissements directs dans les surfaces de bureaux augmentèrent un peu, coupant ainsi court à la tendance à la baisse depuis quatre ans. La forte baisse des taux d'intérêt en 2013 illustre les risques accrus. Les loyers demandés ont également entamé une légère correction. Les demandes de permis de construire étaient aussi en net recul; donc, les volumes d'investissement devraient sensiblement diminuer dès 2017.

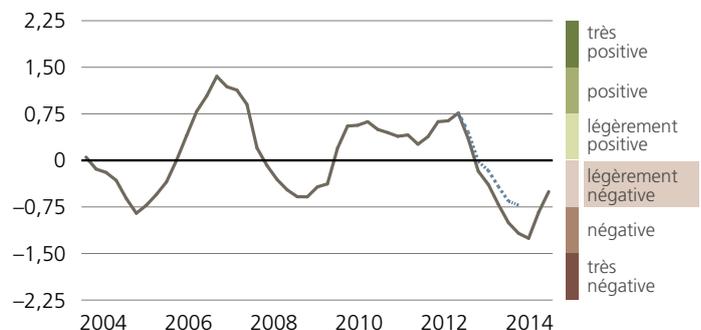
D'autres placements immobiliers plus intéressants

Le rendement d'un investissement direct dans des bureaux doit au moins équivaloir à ses coûts d'opportunité (revenus manqués de placements alternatifs). Pour déterminer ces derniers, on fait appel à des obligations à long terme de la Confédération et d'entreprises; l'évolution de la différence de rendement durant ces dix der-

nières années y est importante. Actuellement, le rendement des surfaces de bureaux est supérieur de près de 2,5 points à celui des emprunts à dix ans de la Confédération et donc très tentant. Historiquement aussi, cette différence de rendement dépasse clairement la moyenne. Comparés aux coûts d'opportunité, les investissements dans les bureaux sont donc très intéressants.

UBS Swiss Office Space Investment Index

L'attractivité des investissements directs dans des surfaces de bureaux



— UBS Swiss Office Space Investment Index
..... UBS Swiss Office Space Investment Index
Dernière mise à jour: 2014

Source: UBS



Siège central CFF Berne

« Aujourd’hui, le rendement sur distribution moyen de l’ensemble des actions immobilières et fonds immobiliers suisses atteint 3,7%, niveau bien supérieur au rendement initial des surfaces de bureaux aux emplacements les plus prisés. »

UBS Swiss Office Space Investment Index

L’indice *UBS Swiss Office Space Investment* estime le niveau d’évaluation sur le marché des surfaces de bureaux. D’une part, l’attractivité des investissements directs dans des bureaux s’évalue par rapport aux possibles investissements alternatifs (perspective d’évaluation) et d’autre part, les rendements sont analysés à la lumière de la situation fondamentale du marché des surfaces de bureaux (perspective de marché). La perspective d’évaluation repose donc sur une comparaison des rendements d’investisse-

ments dans des bureaux avec les revenus de placements immobiliers alternatifs et avec les coûts d’opportunité d’investissements dans des emprunts obligataires ou d’autres actions. Dans la perspective de marché, nous analysons le potentiel de hausse des loyers sur la base du taux d’occupation. L’indice a été revu à la baisse par rapport à fin 2013 car la détérioration des perspectives économiques en milieu d’année 2014 a fait chuter la demande en surfaces de bureaux prévue.

Aujourd'hui, le rendement sur distribution moyen de l'ensemble des actions immobilières et fonds immobiliers suisses atteint 3,7%, niveau bien supérieur au rendement initial des surfaces de bureaux aux emplacements les plus prisés. Sur le papier, la volatilité de ces placements (surtout des actions immobilières) cotés en bourse est bien sûr plus grande que pour les investissements directs. Mais le pourcentage de rendement sur dividendes a été assez constant ces dix dernières années. Comme les investissements directs devraient offrir plus de rendement, ne serait-ce que par leur faible liquidité, cela implique une surévaluation des surfaces de bureaux.

Les investissements aux emplacements les plus prisés dans des métropoles européennes sont aussi des placements alternatifs. Avec un risque de vacance tout aussi faible, leur rendement dans la moyenne historique dépassait d'environ 1,2 point celui de Genève ou Zurich. Le rendement actuel des emplacements les plus prisés en Europe dépasse même d'environ 1,7 point celui de leurs pendants suisses. Par rapport à d'autres pays, les surfaces de bureaux suisses sont donc également mal classées.

C'est seulement en comparaison des immeubles d'habitation que les surfaces de bureaux ne semblent pas fortement surévaluées. En Suisse, les primes de risque des surfaces commerciales et immeubles collectifs étaient presque égales dans la moyenne des douze dernières années. Mais de 2009 à 2012, le rendement des investissements dans les bureaux était plus intéressant que dans les surfaces habitables. Actuellement, il n'y a plus de différence et l'évaluation des surfaces de bureaux semble équitable par rapport aux immeubles d'habitation.

La forte activité de construction évite l'envolée des loyers

Ces dix dernières années, l'espoir de revenus locatifs supérieurs ne s'est jamais réalisé, malgré une croissance annuelle de l'emploi de 2%. Après un petit pic en 2011, les loyers maximum dans les villes retrouvent leur niveau de 2003. L'activité de construction a toujours permis de couvrir le besoin en surfaces de bureaux. Mais la construction de nouvelles surfaces de bureaux est bien plus cyclique que celle des surfaces ha-

bitables. Dans les phases d'essor économique, la demande en bureaux et la propension à payer pour des emplacements centraux augmentent fortement. En outre, réaliser de nouvelles surfaces de bureaux centrales y est bien plus rentable que de construire de nouvelles habitations,

« Ces dix dernières années, l'espoir de revenus locatifs supérieurs ne s'est jamais réalisé. »

puisque les coûts de construction sont moindres, les bailleurs moins exigeants sur l'emplacement et les revenus locatifs plus élevés. A cause de prévisions erronées et de projets de longue durée, les surfaces de bureaux arrivent souvent trop tard sur le marché, d'où des locaux vacants.

Dès 2013 se terminait une phase de croissance de cinq ans pour les investissements dans la construction. En 2012, les investissements dans la construction de surfaces de bureaux (2,5 milliards de francs) étaient supérieurs de 130% à 2007. Puis, en 2013, les volumes d'investissement reculaient légèrement. L'an dernier, l'inversion de tendance a dû se confirmer et en 2014, le nombre de permis de construire accordés a reculé, de sorte que les investissements dans la construction devraient encore baisser ces prochaines années. Les taux de vacance réagissant avec un certain retard au boom de la construction, leur tendance actuelle n'est pas encore à une hausse significative sur toute la Suisse. Selon nous, cela devrait changer. Pour l'année en cours, nous prévoyons une progression du taux de vacance de 0,5 point et donc d'abord une baisse des loyers sur l'ensemble de la Suisse. En 2016, le taux de locaux vacants devrait à nouveau baisser un peu, si la croissance de l'emploi reste aussi forte.

Moyen terme: une lueur à l'horizon

Les conditions pour se lancer sur le marché des surfaces de bureaux restent peu engageantes. La perspective globale un peu négative résulte des évaluations élevées des immeubles de bureaux et des prévisions toujours légèrement négatives pour l'évolution des loyers. Les investissements directs ont la vie dure, notamment face aux placements immobiliers alternatifs.

Au fil de l'année, les évaluations devraient rester stables. Si les taux longs n'augmentent pas, les prix aux emplacements centraux resteront aussi inchangés. Mais à moyen terme, la situation devrait se détendre grâce au «pipeline» des projets qui se vide lentement.

Analyse régionale

Un défi à Zurich et Genève

Les nombreux grands projets conçus et réalisés ces dernières années ont laissé des traces dans les centres financiers de Zurich et Genève. Ainsi, les locaux vacants ont dépassé 200 000 m² à Zurich. Soit une augmentation de 90 000 m² ou 70% par rapport à 2012. A Genève, l'offre dépasse 10%, un niveau plus de deux fois supérieur à celui de 2006 et qui ne laisse guère de marge pour des hausses de loyers.

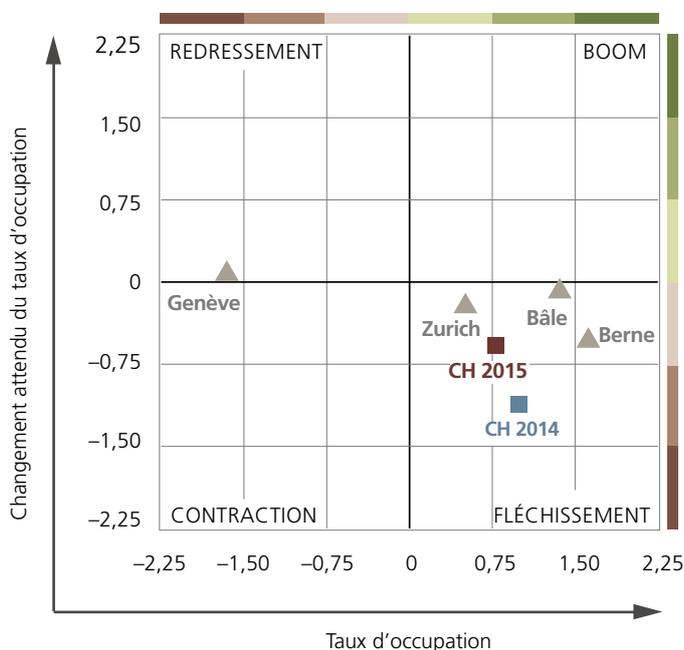
Le risque d'une nouvelle hausse du taux de vacance et de possibles baisses de loyers a rendu les investisseurs plus prudents. En effet, on note un net tassement des permis de construire demandés et accordés dans les villes. A Genève, la demande en bureaux devrait déjà dépasser un peu l'offre nouvelle d'ici à 2017, ce qui devrait atténuer progressivement le problème des locaux vacants. A Zurich, l'offre proposée sur le marché ces prochaines années ne pourra être absorbée que plus tard. Cela devrait devenir inconfortable aux emplacements B et C, en cas de détérioration de la croissance de l'emploi. Mais tant que le besoin en surfaces de bureaux augmente entre 80 000 et 100 000 m² par an dans l'espace économique élargi de Zurich (vallées de la Glatt et de la Limmat comprises), les chances d'une hausse des loyers restent intactes à moyen terme.

Bâle a la meilleure situation de départ

Selon la matrice du marché, Bâle est actuellement le meilleur emplacement pour les surfaces de bureaux. La solide croissance des emplois administratifs (environ 2%) crée une demande annuelle de 50 000 m² de nouvelles surfaces de bureaux. Si dans l'année en cours, le nombre de projets de bureaux mis sur les rails n'augmente guère, les pics d'investissement de ces dernières années peuvent être bien absorbés et les perspectives de location s'améliorer rapidement. La situation est similaire à Berne. Même si les perspectives de location pour les deux prochaines années restent un peu négatives à cause des surfaces achevées actuellement, les prévisions devraient s'améliorer vite en cas de conjoncture favorable.

Matrice du marché 2015

Taux d'occupation et changement attendu, écart-type de la moyenne à long terme



Exemple de lecture: Berne présente un taux d'occupation élevé. La variable se situe environ à 1,6 écart-type au-dessus de la moyenne à long terme. Nous prévoyons d'autre part une nette augmentation du taux de vacance. La variation attendue du taux d'occupation se situe à 0,4 écart-type au-dessous de la moyenne (stable) à long terme.

Sources: Wüest & Partner, OFS, UBS

Le contexte reste exigeant

Claudio Saputelli
Chief Investment Office WM

Dans certaines régions de Suisse, les loyers des surfaces commerciales sont sur le point de baisser. La principale raison: les chiffres d'affaires du commerce de détail qui stagnent depuis des années souffrent désormais aussi de la faible consommation. Néanmoins, l'expansion des surfaces de centres commerciaux progresse toujours.

Depuis deux ans, le rendement total des biens commerciaux en propriété directe en Suisse tend à baisser, d'après les données de l'Investment Property Databank (IPD). Certes, le niveau actuel de plus de 6% reste assez élevé, vu la faiblesse des taux. Mais seules deux valeurs sont encore inférieures sur les douze dernières années (en 2004 et 2005).

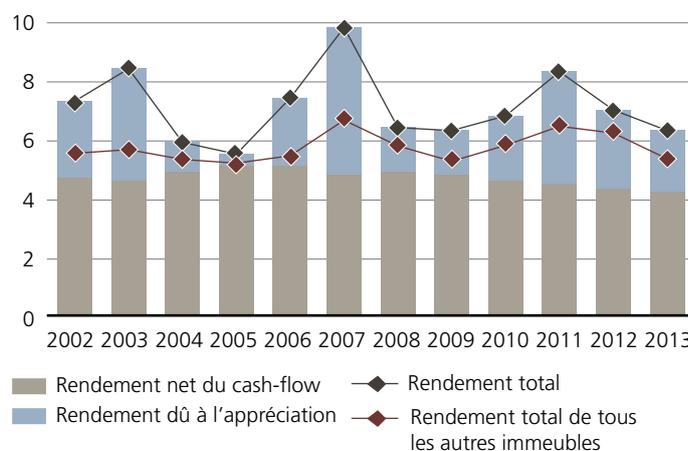
Le rendement total comprend le rendement du flux de trésorerie net (revenus locatifs nets par rapport au capital correspondant) et le rendement lié à l'évolution de la valeur. Alors que ces dernières années, le rendement du flux de trésorerie net a seulement connu une baisse marginale (niveau actuel: 4%), les augmentations de valeurs récentes de seulement 2% n'ont plus réussi à atteindre les niveaux des deux années antérieures. Résultat: les taux de capitalisation servant à déterminer les valeurs immobilières ont à nouveau diminué pour les immeubles du commerce de détail. L'augmentation de la valeur comptable qui en découle, doublée d'une stagnation des revenus locatifs pour le portefeuille immobilier existant, explique la légère baisse du rendement du flux de trésorerie net, comme les années précédentes.

Fin de l'envolée pour les loyers demandés

Par rapport aux loyers existants (loyers pour contrats existants) plutôt sans vigueur, les loyers demandés (première location, renouvellement ou nouvelle location) ont réagi plus vite aux change-

Recul des rendements dû à l'appréciation

Rendements des surfaces commerciales des immeubles existants directement détenus, en %



Sources: IPD, UBS

ments du marché. L'an dernier, les loyers demandés ont baissé d'environ 4% dans toute la Suisse, selon l'indice des prix des surfaces commerciales de Wüest & Partner, et donc presque annulé les fortes hausses des deux années précédentes.

« Pour le marché suisse des surfaces commerciales l'écart entre les différents segments de marché devrait encore se creuser. »

Dans les régions de Zurich et du lac Léman, les variations des loyers demandés ont été nettement plus volatiles; dans la première moitié de 2014 les loyers demandés ont chuté d'environ 12,5% par rapport à l'année précédente. La région de Berne a également enregistré une baisse de plus de 7%. A Bâle par contre, beaucoup de surfaces commerciales avec une situation centrale optimale dictent l'offre du marché par des loyers relativement élevés, ce qui a fait grimper les loyers demandés de 18%. La pression sur les prix, renforcée à Bâle par la proximité de la frontière, ainsi que la prédilection des clients pour les achats par Internet entraînent de plus en plus de nouvelles locations, avec une tendance aux labels de luxe qui réalisent des marges élevées.

L'expansion fait place au désenchantement

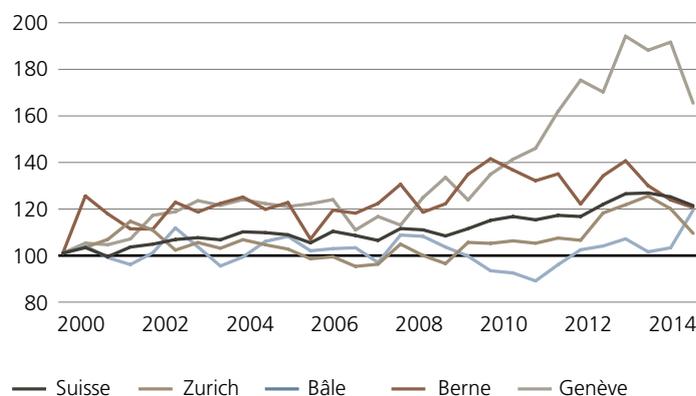
Dans les deux années avant la crise financière, la faiblesse du franc et la forte propension à acheter offre aux détaillants une hausse globale du chiffre d'affaires de presque 9%. Mais en 2009,

la Suisse sombre dans la pire récession qu'elle a vécue depuis plusieurs décennies. En même temps, c'est l'époque de la libre circulation des personnes; elle apporte à la Suisse un accroissement fulgurant de la population et donc un nombre croissant de consommatrices et consommateurs dotés d'un fort pouvoir d'achat. Conséquence: une expansion massive des surfaces commerciales.

Mais depuis 2010, les chiffres d'affaires du commerce de détail (environ 97 milliards de francs) sont pratiquement inchangés; dans le secteur non-alimentaire, ils ont même baissé de près de 5%, suite à de fortes remises de prix. Le secteur a surtout souffert du tourisme d'achat dans les pays limitrophes (environ 10 milliards de francs en 2013), conséquence de la solidité persistante du franc. En 2013, selon les estimations de l'institut d'études de marché GfK, les achats des Suisses à l'étranger ainsi que le commerce en ligne et par correspondance ont progressé plus fortement que les années précédentes, respectivement de 7% et de presque 10%. La part du commerce en ligne semble modeste (6 milliards de francs sur les 97 milliards du volume total du commerce de détail). Mais dans des secteurs

Forte correction à Genève

Loyers demandés pour les surfaces commerciales, indice 2000 = 100



Sources: Wüest & Partner, UBS

comme le multimédia et le textile, elle atteint désormais 30%.

Le moral en baisse des consommateurs incite à une réorientation

En 2014, d'autres défis viennent s'ajouter à l'achat à l'étranger et au commerce en ligne. Certaines régions commencent à enregistrer une hausse des taux de vacance. Avec la stagnation des chiffres d'affaires dans toute la Suisse, cette évolution incite les détaillants à ne plus pratiquer l'expansion à tout prix. Ils visent au contraire une amélioration de leurs marges, par l'optimisation des processus et la réduction des coûts.

Malgré une réorientation judicieuse, cette entreprise ne sera pas simple puisqu'en 2014, le taux de croissance de la consommation privée a diminué de plus de la moitié par rapport aux valeurs des deux années précédentes, d'après les estimations trimestrielles de la croissance de l'économie suisse, passant en moyenne de 2,5% à 1,0%. L'application de l'initiative «Contre l'immigration de masse» devrait également susciter des incertitudes quant à l'évolution de l'immigration, à la consommation privée suisse et donc à la planification de projets de nouvelles surfaces commerciales.

Aucune hausse des loyers en vue

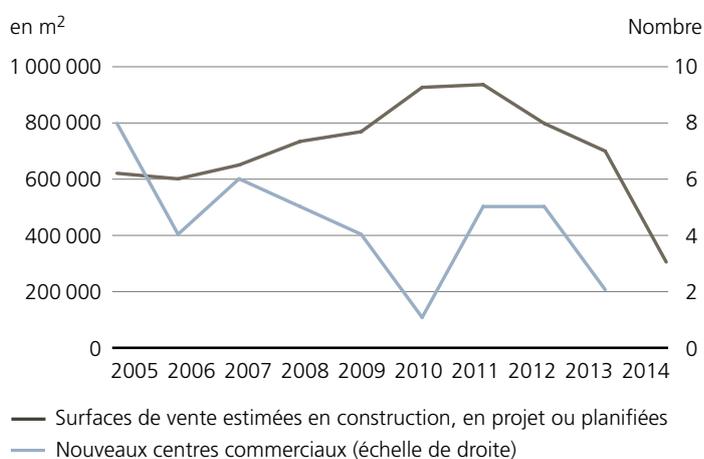
L'environnement reste globalement exigeant pour le marché suisse des surfaces commerciales. L'écart entre les différents segments de marché devrait encore se creuser. Alors que le secteur alimentaire peut toujours compter sur des conditions de marché solides, la tension va continuer à augmenter dans le segment non-alimentaire, en raison de tendances technologiques et conjoncturelles. C'est pourquoi les valorisations et les rendements globaux vont poursuivre leur baisse aussi en 2015, sur l'ensemble du marché. Le potentiel d'une hausse des loyers se limite à des surfaces commerciales bénéficiant d'un emplacement bien fréquenté. Les décisions d'investir dans des biens du commerce de détail doivent prendre davantage en compte des aspects comme l'augmentation des taux de vacance dans les régions frontalières, la concurrence toujours croissante du commerce en ligne et les éventuels changements de la demande dus à des décisions politiques.

Centres commerciaux Retard de rénovations dans les centres commerciaux relativement anciens

En 2013, la Suisse comptait au total 182 centres commerciaux de moins de 5000 m² de surface, dont un dans un aéroport et quatre dans des gares. Leur part de marché dans le chiffre d'affaires total du commerce de détail atteint environ 17%. Après deux années consécutives d'évolution négative du chiffre d'affaires, les centres commerciaux suisses (hors aéroport et gare) ont réussi en 2013 à générer à nouveau une croissance positive de 0,4% et donc à dépasser un peu le marché dans son ensemble. D'après l'institut GfK, deux tiers de tous les centres commerciaux ont toutefois subi une stagnation voire une baisse du chiffre d'affaires par rapport à l'année précédente. La croissance est surtout à mettre au crédit de centres commerciaux assez petits (jusqu'à 10 000 m²) qui, bénéficiant d'une plus forte expansion des surfaces, ont fait progresser leur chiffre d'affaires de 2,0%, alors que les centres plus vastes enregistraient globalement un recul d'environ 0,4%. Néanmoins, dans l'en-

Rythme d'expansion ralenti

Centre commercial de plus de 5000 m²



Sources: GfK, UBS

semble, les chiffres d'affaires n'ont de nouveau pas réussi à suivre l'augmentation de 1,5% des surfaces de vente; pourtant, la courbe d'expansion semble se tasser.

Selon l'institut GfK, six nouveaux centres sont actuellement en construction et trois autres sont planifiés d'ici à 2017. Si les travaux sont réalisés en même temps que les agrandissements prévus pour des centres actuels, les surfaces de vente vont plus que doubler dans les deux prochaines années par rapport à l'an 2000. Vu la stagnation plus ou moins nette des chiffres d'affaires, la tendance à évincer les concurrents devrait donc encore se durcir. Le degré de saturation est élevé: la Suisse possède la troisième plus grande offre en surfaces commerciales par habitant en Europe.

Souvent, les biens anciens sont dépassés

Sur un marché aussi disputé, le seul critère de l'emplacement du centre commercial ou de

l'évolution négative du marché ne suffit toutefois pas à expliquer le résultat d'exploitation, notamment pour les biens plus anciens. Le défi majeur des exploitants et gérants de centres commerciaux est que l'immeuble commercial réponde au comportement des consommateurs actuels. Beaucoup de centres relativement anciens présentent non seulement des déficits en matière de gros-œuvre et de technique, mais aussi d'architecture et de conception. Or, ces derniers sont particulièrement importants à une époque où les centres commerciaux sont surtout des espaces d'aventure ou des points d'attraction et de rendez-vous («Third Place»). Cette orientation permet d'augmenter la fréquence et la durée de présence des visiteurs, ce qui accroît la probabilité d'attirer des locataires intéressants. Un repositionnement stratégique, clairement défini d'emblée sur ce marché saturé, faciliterait en outre la revitalisation concrète des lieux et serait d'avantage prometteur à plus long terme.

Aperçu des immeubles commerciaux

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

	2015 ¹	2014 ²	2013	2012	10 ans ³
Emploi, chiffres d'affaires et climat					
Emploi bureaux, en équivalents temps plein	1,0	0,9	2,5	3,1	2,3
Emploi commerces, en équivalents temps plein	0,0	-0,2	0,5	0,7	0,5
Chiffr. d'aff. du com. de dét., valeur réelle	1,0	1,1	1,9	3,6	2,4
Indice du climat de consommation, valeur moyenne	-	-1,0	-4,0	-13,0	-5,0
Surfaces de bureaux					
Loyers de l'offre pour surfaces de bureaux	-3,0	0,0	5,4	4,9	1,4
Taux de locaux vacants pour surfaces de bureaux	5,0	4,5	4,1	4,7	4,4
Rendement cash flow net	4,0	4,0	4,2	4,4	4,7
Rendement du capital	0,5	0,5	0,8	1,8	1,1
Rendement tot. de l'invest. direct dans les bureaux	4,5	4,5	5,1	6,3	5,8
Surfaces commerciales					
Loyers de l'offre pour surfaces commerciales	-2,5	-3,5	1,4	6,3	1,1
Rendement cash flow net	4,0	4,0	4,2	4,3	4,6
Rendement du capital	1,0	1,5	2,1	2,7	2,3
Rendement tot. de l'invest. direct dans les commerces	5,0	5,5	6,3	7,1	7,0

¹ Prévision UBS

² Extrapolations et/ou prévisions UBS (situation au 5 janvier 2015)

³ Moyenne: 2005 à 2014

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

Histoire de croissance avec des limites

Elias Hafner

Chief Investment Office WM

Moteurs

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Le principal groupe demandeur de maisons de retraite augmente cinq fois plus vite que le reste de la population. L'investissement dans une maison de retraite permet de participer à une évolution à long terme, indépendante de la conjoncture. Ce marché en croissance intéresse surtout les investisseurs institutionnels.

La tranche d'âge des plus de 80 ans va augmenter continuellement et plus que doubler dans les prochaines décennies, pour atteindre son point culminant dans environ 35 ans, lorsque les dernières années de la génération du baby-boom auront rejoint cette catégorie. Selon les extrapolations basées sur les scénarios moyens de l'Office fédéral de la statistique, le nombre de personnes âgées de plus de 80 ans en Suisse, actuellement d'environ 410 000, atteindra presque 545 000 en 2025 (taux de croissance annuel +2,7%).

tout à fait solvables dans les dix à quinze prochaines années. En effet, environ 80% des revenus des ménages des retraités proviennent des premier et second piliers, encore fructueux jusqu'à nouvel ordre. Cela va soutenir la demande dans les segments moyen et supérieur, et donc accroître en permanence le besoin en capitaux privés. Dans le segment inférieur, des solutions de l'économie privée pourraient offrir une alternative à l'offre pu-

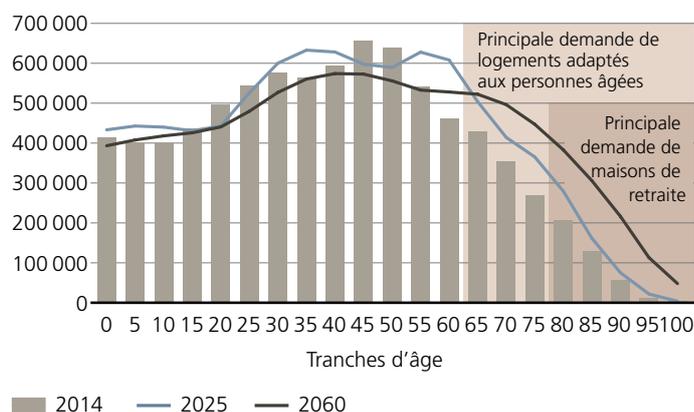
Dans notre pays, les personnes admises dans une maison de retraite ou un établissement médico-social (EMS) ont en moyenne 81 ans. La demande de places dans ces institutions augmente avec le nombre d'octogénaires. Si l'on transpose l'évolution de la population au nombre de places, l'offre actuelle de 95 000 lits devrait atteindre environ 125 000 dans les dix prochaines années, donc augmenter de 2500 à 3000 places par an, ce qui est nettement supérieur à la progression de ces dernières années (environ 1000 lits par an).

Le besoin en fonds privés augmente

Vu la pression croissante des coûts pour les cantons, l'offre publique en prestations de soins et d'encadrement devrait se réduire de plus en plus à un service minimum, tout comme l'emplacement et le niveau d'aménagement des immeubles. Une part considérable des personnes très âgées est fortunée et les classes moyennes vont elles aussi rester

Principaux demandeurs d'appartements pour personnes âgées

Nombre de personnes par tranche d'âge et par an



Sources: BFS, UBS

blique. Les institutions qui comptent beaucoup de lits offrent des effets d'échelle; de plus, en exploitant plusieurs maisons, les gestionnaires peuvent réduire sensiblement les frais communs par établissement. Cela pourrait contribuer à des prestations de soins et de services efficaces et peu onéreuses.

Les investisseurs institutionnels comme acquéreurs

Malgré la croissance de la demande, prometteuse et prévisible depuis un bon moment, et le grand besoin en capitaux non publics, les investisseurs immobiliers privés se sont montrés longtemps frieux sur le marché des maisons de retraite. Il est vrai que 40% des quelque 1600 maisons de retraite et EMS en Suisse sont organisés selon le droit privé, mais la part des lits aux mains du secteur commercial est sans doute toujours inférieure à 10%. Cependant, avec le nouveau régime de financement des soins qui a été instauré en 2011 et qui

crée les mêmes conditions pour les fournisseurs publics et privés, les incitations pour les privés ont nettement augmenté, suscitant un intérêt accru. Ces dernières années, les exploitants privés relativement grands ont connu une forte expansion et créé surtout de nouvelles offres dans les segments moyen et supérieur. Résultat: ce sont davantage des caisses de pension et des sociétés immobilières qui acquièrent des immeubles servant de maisons de retraite et d'EMS. Mais malgré une croissance impressionnante, les maisons de retraite ne couvriront pas plus de 4% de la demande en logements totale, même à leur point culminant; cet usage devrait donc rester une niche sur le marché à long terme.

Potentiel de diversification et rendement supplémentaire

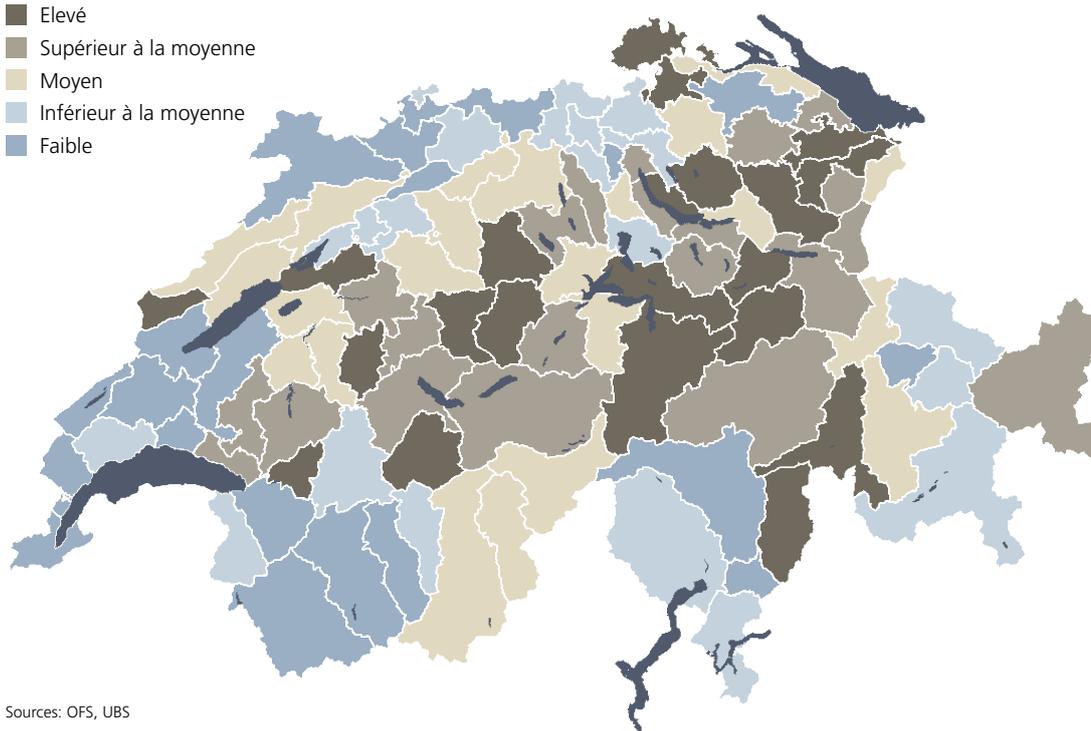
La classe de placement des maisons de retraite et EMS est faiblement sensible à la conjoncture et

Peu de place en foyer en Suisse romande

Nombre estimé de lits en maison de retraite et de soin par personne dans la tranche d'âge 75+

Nombre de lits par personne chez les 75+

- Elevé
- Supérieur à la moyenne
- Moyen
- Inférieur à la moyenne
- Faible



Sources: OFS, UBS

recèle, en cas de mélange à un portefeuille (immobilier), un grand potentiel de diversification. Certes, le rendement attendu dépend fort de l'objet en question, mais tout comme les immeubles commerciaux et hôteliers, les maisons de retraite ont tendance à offrir un rendement supplémentaire par rapport aux immeubles d'habitation, chose particulièrement bienvenue dans un contexte où les taux se maintiennent à un faible niveau.

Mais ce rendement supplémentaire implique aussi un risque accru. Par rapport aux immeubles d'habitation, les établissements pour personnes âgées dépendent nettement plus du cadre juridique et de cycles d'investissement plus courts; autrement dit, le bâtiment ou l'aménagement risque très vite de ne plus répondre aux normes courantes. En outre, les barrières d'accès au marché sont importantes, en raison de l'obligation d'autorisation et des connaissances spécialisées nécessaires.

Placements cotés en bourse pour investisseurs privés

Vu les besoins importants en capitaux et le savoir-faire requis, les investissements dans les maisons de retraite conviennent surtout aux investisseurs institutionnels. Toutefois les investisseurs privés peuvent aussi participer à la tendance de la population vieillissante. Aux bourses du continent européen sont cotées une poignée de chaînes d'exploitants à forte capitalisation qui sont actives la plupart du temps dans plusieurs pays, entre autres en Suisse, et détiennent elles-mêmes une part considérable des immeubles.

L'univers de placement est encore plus vaste dans le monde anglo-saxon. Aux Etats-Unis notamment, à côté des actions d'exploitants, les Health Real Estate Investment Trusts (abrégés «Health Care REITs») donnent accès à un vaste portefeuille d'immeubles dans le secteur des soins de santé, c'est-à-dire des EMS et maisons de retraite ainsi que des hôpitaux. Les immeubles y sont traditionnellement loués aux exploitants à long terme et sur une «triple base nette» (triple net lease): les impôts, l'assurance bâtiment et les frais d'entretien sont à la charge du locataire lui-même. La participation aux bénéficiaires s'y réduit donc à un investissement immobilier pur et simple.

Des logements adaptés aux personnes âgées pour un vaste public d'investisseurs

Du point de vue absolu, la demande en logements adaptés aux personnes âgées croît nettement plus que tout autre segment de logement, même davantage que les maisons de retraite et EMS. Les logements qui permettent le plus longtemps possible une vie autonome, malgré l'âge avançant, offrent un accès facile et répondent à la tendance d'une population vieillissante. Les principaux demandeurs en logements adaptés aux personnes âgées sont les plus de 65 ans. Ce groupe représentera plus de 20% de la population dans dix ans et même plus de 25% en 2050. Mais des personnes plus jeunes sont souvent disposées à emménager dans des logements plus petits, déjà adaptés aux personnes âgées. En effet, cela leur garantit une transition fluide entre deux étapes de vie et leur épargne un déménagement supplémentaire à un âge plus avancé. L'amélioration de la fourniture mobile de soins et de services par des organisations extrahospitalières (soins à domicile) contribue à une prolongation de l'autonomie durant la vieillesse et donc à une croissance dans ce segment.

Le groupe de demandeurs potentiel de logements adaptés aux personnes âgées est nettement plus grand que pour les maisons de retraite et il n'existe presque aucune barrière d'accès au marché. Actuellement, dans la plupart des nouvelles constructions, on tient compte d'emblée des éléments essentiels: ascenseurs, absence d'obstacles, etc. Par rapport à un usage conventionnel du logement, on ne devrait donc guère y gagner en prime de rendement. La conclusion est plutôt inverse: grâce à une norme d'aménagement adaptée aux personnes âgées, on exclut moins de ménages que de locataires potentiels, ce qui diminue le risque de logements vacants. Mais les fournisseurs de logements adaptés aux personnes âgées peuvent se démarquer fortement par le micro-emplACEMENT. Un bon emplacement se caractérise surtout par la proximité des transports publics, des commerces et des soins médicaux. Les immeubles à usage mixte devraient également constituer un modèle d'avenir, en réunissant sous un même toit des logements destinés à des ménages de différentes générations, des magasins d'alimentation et des cabinets médicaux.

La réussite ne dépend pas du nombre d'étoiles

Claudio Saputelli
Chief Investment Office WM

Depuis la crise financière, la demande d'investissements hôteliers a augmenté partout dans le monde. L'hôtellerie suisse a elle aussi enregistré quelques grosses transactions, notamment dans le segment du luxe. En revanche, pour les hôtels plus simples, la mutation structurelle continue.

En quête de rendement, de nombreux investisseurs s'engagent du fait de la situation de taux bas dans des formes de placement risquées. Ainsi, les immeubles hôteliers sont de plus en plus recherchés par les investisseurs institutionnels et les particuliers fortunés. La société de conseil et de services immobiliers Jones Lang LaSalle rapporte que le volume mondial des transactions pour des investissements hôteliers a augmenté de 35% en 2013 par rapport à l'année précédente pour atteindre 46,7 milliards de dollars US, sa plus haute valeur depuis la crise financière de 2007/2008. Une nouvelle croissance qui pourrait atteindre 10% est prévue pour 2014. Les principaux marchés européens, la Grande-Bretagne, la France et l'Allemagne, ont aussi affiché ces derniers temps de forts taux de croissance des investissements hôteliers. Dans les grandes métropoles européennes, ce segment offre un rendement attrayant de 6% et plus.

Nous ne disposons pas de chiffres exacts sur l'évolution du volume des transactions hôtelières en Suisse. De tels chiffres seraient toutefois peu parlants, car sur le marché immobilier suisse, relativement petit, quelques grosses transactions entraîneraient vite des écarts importants. Mais ici aussi, le marché immobilier de l'hôtellerie a bougé ces dernières années, bien que les rendements initiaux de 4,5 à 5% pour les emplacements les plus convoités à Zurich et Genève

soient nettement plus faibles que chez nos voisins européens.

Les hôtels de luxe suisses de plus en plus aux mains de l'étranger

L'hôtellerie de luxe suisse (hôtels quatre et cinq étoiles) est depuis longtemps en pleine expansion et attire notamment de grands investisseurs du monde entier. Selon une étude de la Haute école spécialisée de Suisse occidentale (HES-SO), 40% des quelque 90 hôtels cinq étoiles suisses sont déjà entre des mains étrangères. Les hôtels de luxe suisses se trouvent quasiment tous dans les meilleurs emplacements des principales grandes villes et des régions touristiques les plus prisées, ce qui promet un taux d'occupation optimal.

En outre, un investissement dans le segment de l'hôtellerie de luxe suisse permet aux particuliers fortunés et aux investisseurs institutionnels de placer durablement des sommes importantes en bénéficiant d'une relative sécurité. En effet, en raison de la stabilité politique, économique et sociale, le risque est plus faible en Suisse que dans beaucoup d'autres pays.

Les petits établissements non rentables disparaissent

La situation est en revanche beaucoup plus difficile pour les hôtels de catégorie inférieure (une à trois étoiles). Dans ce segment, la « mort des hô-

tels» se poursuit. Sont surtout concernés les petits établissements qui ne sont pas durablement rentables en raison d'un taux d'occupation trop faible. En outre, beaucoup de ces hôtels présentent un retard d'investissement et n'ont pas résolu la question de la succession. Souvent, dans de telles situations, il ne reste comme seule solution que la vente à une chaîne d'hôtels ou la fermeture de l'établissement.

Suite à la crise dans la zone euro et à la réévaluation du franc, les chiffres des nuitées ont baissé aussi, accélérant la tendance à la fermeture des établissements. Sur les quelque 5600 établissements hôteliers recensés en Suisse en 2008, 400 ont depuis fermé leurs portes. Ces fermetures n'ont concerné pratiquement que des hôtels non classés ou de catégorie inférieure, principalement dans les régions montagneuses ou les zones rurales.

Les hôtels bon marché ne sont toutefois pas menacés de manière générale. On observe plutôt une disparition des petits hôtels indépendants au profit d'unités d'exploitation plus grandes et plus concurrentielles ainsi que de chaînes d'hôtels. Un coup d'œil sur les chiffres montre ainsi que le

nombre de lits en dehors du segment du luxe a légèrement augmenté depuis 2008.

Une stratégie de l'offre axée sur les groupes cibles est gage de succès

La réussite d'un investissement hôtelier ne dépend donc pas du nombre d'étoiles. L'une des principales conditions pour la réussite d'un établissement est d'avoir un positionnement clair sur le marché. Les possibilités touristiques, l'offre locale d'infrastructures et le potentiel de développement de la destination constituent la base de l'orientation stratégique. L'emplacement, l'immeuble lui-même, l'offre supplémentaire propre à l'établissement et ses possibilités de développement sont généralement encore plus importants.

Il convient aussi d'analyser précisément et de prendre en compte la situation concurrentielle dans la région. Selon les atouts et les points faibles de l'établissement, les risques et opportunités du marché, il convient de définir pour des segments de marché clairement déterminés (groupes cibles de clients et marchés d'origine) une stratégie d'offre durablement concurrentielle et de l'appliquer avec succès.

Projets de villages de vacances et d'hôtels en cours de réalisation

Tri par volume d'investissement, sans prétention à l'exhaustivité

Projet	Catégorie	Nombre de chambres	Nombre de logements	Volume d'investissement en mio de CHF
Andermatt Swiss Alps, Andermatt (UR)	Divers	674	440	1400
Hotelresort Bürgenstock, Ennetbürgen (NW)	Cat. de luxe	385	68	485
51° Spa Residences, Loèche-les-Bains (VS)	Cat. de luxe	100	30	250
Grand Hotel Regina, Grindelwald (BE)	Cat. de luxe	130	56	125
Kameha Grand, Zurich (ZH)	Cat. de luxe	245		120
Hotel Royal Savoy, Lausanne (VD)	Cat. de luxe	196		100
Resort Oberried, Oberried am Brienersee (BE)	–		145	100
Resort Areal Engadinerhof, Scuol (GR)	1 ^{ère} catégorie	129	50	90
Hotel Symond Park, Davos (GR)	1 ^{ère} catégorie	148	21	80
Titlis Resort, Engelberg (OW)	–		137	60
Hotel & Apartments Melchsee, Kerns (OW)	1 ^{ère} catégorie	47	43	50
Alpenresort Schwägalp, Hundwil (AR)	Moyenne cat.	68		42
Reka Feriendorf Blatten, Naters (VS)	Moyenne cat.		50	28
La Cordée des Alpes, Bagnes (VS)	1 ^{ère} catégorie	34		28

Sources: hotelleriesuisse, UBS

Quelle est la cause d'échec la plus fréquente des investissements hôteliers?

Même les investisseurs les plus chevronnés subissent des échecs dans leurs investissements hôteliers. Souvent, ces erreurs auraient pu être évitées. Voici quatre raisons souvent invoquées pour expliquer un échec.

« Les hôtels bon marché ne sont toutefois pas menacés de manière générale. »

Tout d'abord, embaucher du personnel inexpérimenté est l'une des erreurs qui risquent de coûter le plus cher au propriétaire ou au gérant d'un hôtel. Les hôtels qui réussissent ont en commun d'avoir des collaborateurs compétents qui s'impliquent au maximum pour le bien des clients et de l'établissement. Ces collaborateurs doivent être récompensés suivant leurs performances et les conditions du marché.

Ensuite, la dépendance envers la conjoncture et la sensibilité aux prix de la demande, de même que les investissements accumulés, mettent régulièrement en péril la stabilité financière d'un hôtel. C'est pourquoi la flexibilité du financement de l'activité opérationnelle, notamment pour tenir compte des fluctuations dans l'occupation, et la constitution de provisions suffisantes pour les investissements de renouvellement doivent être des éléments de base de la stratégie de tout hôtel.

En outre, un bon emplacement est également une priorité pour les immeubles hôteliers. Or on

oublie souvent qu'un site initialement attrayant peut vite être devancé par un autre, ce qui implique de prendre les mesures nécessaires à temps. L'analyse de l'emplacement doit donc être effectuée régulièrement et toujours être tournée vers le long terme.

Enfin, une due diligence superficielle fondée sur des hypothèses non fiables en matière de risque peut avoir des conséquences désastreuses. Pour les immeubles hôteliers précisément, la due diligence est capitale pour fixer les prix, bien plus qu'elle ne l'est pour les autres immeubles. Dans sa recherche de rendement, l'investisseur ne devrait faire ici aucune concession.

Airbnb attise la concurrence

La révolution Internet ne s'arrête pas aux portes des hôtels traditionnels. La possibilité de réserver un hébergement à la journée chez des particuliers via une plateforme de distribution bien connue est dans l'air du temps. Airbnb.com illustre comment la technologie moderne peut venir secouer un secteur d'activité bien établi. Les chiffres parlent d'eux-mêmes: depuis sa création en 2008 jusqu'en octobre 2014, selon les données de l'entreprise, plus de 20 millions de nuitées ont été réservées via Airbnb (et d'autres sites comme 9flats.com, etc. ont vu le jour depuis). Il est actuellement possible de trouver via Airbnb un hébergement dans 190 pays et 34 000 villes. Le nombre d'annonces (800 000 à ce jour) est en progression exponentielle. Mais plus la plateforme prend de l'importance pour le tourisme, plus grandes sont les réserves et la résistance des chaînes d'hôtels traditionnelles. L'association hôtelière suisse, hotellerie-suisse, accepte certes cette concurrence croissante, notamment dans le segment de prix inférieur, mais souhaiterait que la question de l'inégalité de traitement juridique (taxes, directives de qualité, etc.) et des abus commerciaux par certains prestataires (par ex. pour ne pas payer d'impôts) soit réglée le plus vite possible.

Le dividende gagne en importance

Stefan R. Meyer, Chief Investment Office WM
André Rudolf von Rohr*, Investment Bank

Ces prochaines années, la part du dividende dans le rendement global des actions immobilières devrait augmenter. Du coup, le potentiel de croissance des dividendes spécifique à l'entreprise et leur sécurité deviennent aussi de plus en plus importants.

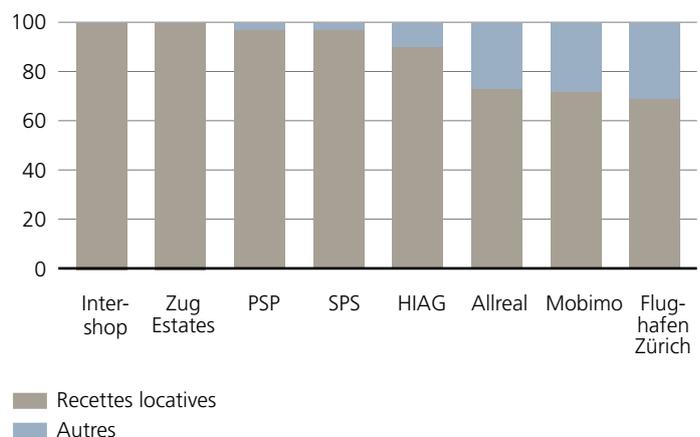
Ces cinq dernières années, les hausses des cours ont nettement contribué au rendement global des actions immobilières. L'environnement positif, avec des intérêts en baisse et une forte activité de construction, a fait grimper les prix de l'immobilier et pousser les projets de développement comme des champignons, dans certaines régions. D'où aussi une hausse des cotations des entreprises. Mais le soutien macroéconomique devrait faiblir dans les prochaines années.

Les intérêts, important moteur du rendement ces dernières années, sont maintenant à un niveau historiquement bas et le potentiel d'un recul supplémentaire est minime. En outre, par le biais de diverses mesures, la Banque nationale suisse a compliqué le financement d'immeubles d'habitation pour freiner l'évolution des prix. Comme prévu, 2013 et 2014 marquent un ralentissement et même, dans certains segments, une inversion de l'évolution des prix. Cette tendance devrait se poursuivre cette année et l'an prochain. Depuis 2013, le taux de vacance des immeubles commerciaux a surtout augmenté pour les bureaux, tendance à la hausse. Et l'in-

certitude politique quant à la limitation de l'immigration devrait également avoir un impact négatif sur l'évolution des prix de l'immobilier.

Part élevée des bénéfices générés par les recettes locatives

Segmentation du bénéfice d'exploitation avant réévaluations, en %



Sources: rapports d'activité des entreprises 2013, UBS

* Le co-auteur vient d'un service extérieur au Chief Investment Office WM et n'est pas soumis à toutes les dispositions légales concernant l'indépendance de l'analyse financière. Le contenu du présent texte correspond toutefois parfaitement à l'UBS CIO House View.



Musée d'Ethnographie de Genève (MEG)

« Dans le contexte économique actuel, les bénéfices de réévaluation sur les portefeuilles immobiliers dus au marché disparaissent de plus en plus. »

Différents modèles d'affaires et coefficients de couverture du dividende

La répartition du dividende se base d'habitude sur le bénéfice net, corrigé des bénéfices de réévaluation ou pertes de dévaluation qui sont sans incidence sur les flux de trésorerie et représentent seulement des bénéfices comptables. En règle générale, les sociétés immobilières suisses versent une grande partie de ce bénéfice net corrigé sous forme de dividendes. Le modèle commercial et la stratégie de l'entreprise respective ainsi que les perspectives de croissance et les réflexions sur le financement sont des critères importants pour déterminer le coefficient de couverture du dividende. Alors que certaines entreprises se focalisent presque exclusivement sur la gestion de portefeuille, d'autres ont des modèles commerciaux diversifiés. Souvent, les entreprises sont aussi actives dans des domaines apparentés, comme le développement d'immeubles ou la gestion immobilière. Dans le sec-

teur du développement, selon l'entreprise, différentes parties de la chaîne de création de valeurs entre la conception et la construction d'un immeuble sont réalisées en interne ou en externe. Certaines gèrent aussi des domaines indépendants, comme le commerce de détail et la restauration pour Swiss Prime Site ou l'hôtellerie et la restauration pour Zug Estates.

En principe, la gestion de portefeuille avec des revenus locatifs stables permet un coefficient de couverture du dividende élevé. Par contre, avec des affaires plus cycliques, la part de bénéfices répartie est nettement moindre, afin de garantir la constance à long terme du dividende total. Allreal par exemple réalise environ un tiers du bénéfice en tant qu'entreprise générale, alors que la part de bénéfices du portefeuille immobilier avoisine les deux tiers. La marche des affaires de l'entreprise générale est bien plus cyclique et n'offre ni la stabilité, ni la prévisibilité des revenus

locatifs. Cela se reflète aussi dans le coefficient de couverture du dividende plus bas d'Allreal qui a versé dans la moyenne historique un peu plus de 70% du bénéfice net. Swiss Prime Site montre une forte diversification du chiffre d'affaires, après plusieurs acquisitions; mais dans la première moitié de 2014, les revenus locatifs sont encore un peu supérieurs à la moitié du chiffre d'affaires du groupe. Au niveau du bénéfice d'exploitation, la location d'immeubles fournit toujours plus de 90% du bénéfice du groupe, ce qui est similaire à PSP Swiss Property, Mobimo ou Intershop. Mobimo et Swiss Prime Site ont historiquement un coefficient de couverture du dividende assez élevé de plus de 90%. Intershop et PSP Swiss Property distribuent en moyenne plus de 80% des bénéfices.

Concentration sur la sécurité des dividendes ...

Dans le contexte économique actuel, les bénéfices de réévaluation sur les portefeuilles immobiliers dus au marché disparaissent de plus en plus, la sécurité et la croissance des dividendes deviennent particulièrement importantes. La sécurité des dividendes dépend surtout du montant distribué, de la situation de financement et de la confiance dans les prévisions de rendement. Un faible coefficient de couverture du dividende offre un potentiel de progression pour l'avenir et permet un versement du dividende constant en cas de recul du bénéfice. Le montant distribué est donc important pour évaluer la durabilité des futurs versements du dividende. Un bilan solide avec un faible endettement accroît également la sécurité des dividendes. Ici,

Aperçu des principales actions immobilières suisses cotées en bourse

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

	SPS	PSP	Flug- hafen Zürich	Mobimo	Allreal	Inter- shop	HIAG	Zug Estates
Capitalisation boursière¹	4417	3935	4093	2186	1238	712	668	634
Croissance des dividendes								
2008–2013	1,1	5,4	14,9	1,1	1,9	0,0	–	–
2013–2016 ⁶	0,0	1,9	17,8	0,0	2,9	–0,8	9,3 ²	4,8
Coefficient de couverture sur dividende								
Stratégie en matière de dividendes	–	>70	30–40	–	<75	–	4 ³	≤40
2013	98	86	45	94	75	76	–	40
2014 ⁶	97	91	41	103	81	81	88	36
2015 ⁶	94	92	44	106	76	86	88	38
Moyenne depuis 2008	94	86	37	97	72	82	–	41 ⁴
Rendement sur dividendes								
2013	5,2	4,3	1,9	5,1	4,5	6,0	–	1,4
2014 ⁶	5,0	3,9	2,0	4,8	4,0	5,6	3,8	1,4
2015 ⁶	5,0	3,9	2,3	4,8	4,4	5,5	4,3	1,4
Moyenne depuis 2008	5,5	4,2	2,2	5,0	4,3	6,4	–	1,3 ⁴
Quote-part des fonds propres⁵	42	59	55	44	47	39	53	60

¹ en mio. de CHF

² 2014–2016

³ de la valeur nette d'inventaire

⁴ moyenne depuis 2012

⁵ première moitié 2014

⁶ prévisions de consensus

Ce tableau est une liste de référence et ne constitue pas une liste de recommandations.

Sources: entreprises, UBS, au 31 décembre 2014

PSP Swiss Property et Zug Estates sortent du lot, avec une quote-part de fonds propres de respectivement 59% et 60%. Dans le contexte de financement actuel très bien disposé, plusieurs sociétés immobilières ont pu se financer l'an dernier à des conditions favorables. Dans un scénario négatif, les entreprises ayant un endettement supérieur sont vite obligées de recourir à leurs flux de trésorerie pour rembourser leurs dettes plutôt que pour verser des dividendes. En outre, une part élevée de revenus locatifs à long terme augmente la prévisibilité des bénéfices. Enfin, comme déjà mentionné, le modèle d'affaires influence aussi la stabilité du rendement. Par ailleurs, une longue durée résiduelle des engagements accroît la prévisibilité des futurs bénéfices.

... et la croissance des dividendes

Sauf Intershop qui, depuis des années, verse un dividende par action inchangé, toutes les entreprises ont augmenté leurs dividendes ces cinq dernières années. La raison en est avant tout la croissance des résultats, mais aussi la légère hausse des coefficients de couverture du dividende. Certaines entreprises disposent encore de petites marges dans l'augmentation de ce coefficient, mais la croissance des résultats reste le principal moteur de la croissance des dividendes.

Les attentes concernant la croissance des résultats des trois prochaines années sont plus modérées que pour les cinq années passées, ce que reflète l'environnement plus exigeant du secteur immobilier suisse. Tant pour les surfaces de bureaux que pour les surfaces commerciales, nous prévoyons un recul des loyers. Ces quatre dernières années, de grands projets de développement ont été achevés; donc, le marché est de plus en plus saturé et les taux de vacance augmentent. Ces prochaines années, il n'y aura plus guère de nouveaux projets parce que la location ultérieure et les loyers sont incertains. Globalement, le potentiel de croissance diminue donc du côté des projets de développement organiques. La demande en nouveaux projets ne suffit presque plus qu'aux entreprises qui réalisent des projets de niche spéciaux, surtout dans la gamme de prix moyenne des logements locatifs.

La croissance des dividendes peut toutefois venir aussi de la croissance externe. Mais pour le moment, les gestionnaires immobiliers sont prudents quant à l'achat de biens existants. C'est le plus souvent dû aux prix de vente élevés qui ne permettraient que des rendements initiaux inférieurs à la moyenne. Les biens plus avantageux se trouvent en revanche à des emplacements moins attrayants où les risques d'évolution de la valeur immobilière sont supérieurs à la moyenne. Conséquence des chances de croissance plus modérées: les entreprises qui, jusqu'à présent, misaient surtout sur la croissance organique ou externe et plaçaient en outre régulièrement de nouvelles actions sur le marché des capitaux, se concentrent désormais davantage sur des optimisations de valeur internes. Allreal en est un bon exemple: dans son entreprise générale, elle vise moins de chiffre d'affaires, mais une profitabilité accrue.

Rendements sur distribution intéressants pour la plupart des entreprises

Les actions immobilières offrent toujours des rendements sur dividendes intéressants. Chez Swiss Prime Site, PSP Swiss Property, Mobimo, Allreal et HIAG Immobilien, ces rendements sont de 4 à 5% et donc supérieurs à la moyenne du marché des actions global suisse. Intershop est l'exception vers le haut, avec un rendement encore un peu supérieur. Par contre, les prévisions consensuelles du marché indiquent que le dividende actuel risque de ne pas pouvoir être maintenu totalement à l'avenir. A l'aéroport de Zurich, plus cyclique, et chez Zug Estates qui se concentre sur son projet de développement de longue durée et à phases multiples, les rendements sur distribution sont nettement inférieurs. De plus, ces prochaines années, la plupart des sociétés immobilières auront encore la possibilité de verser des distributions exemptées d'impôt anticipé provenant des réserves issues du capital. Intershop n'en est pas capable, par manque de réserves, et l'aéroport de Zurich, contrôlé par les pouvoirs publics, s'en est abstenu jusqu'à présent.

Pour des recommandations d'actions concrètes, veuillez vous adresser à votre conseillère ou conseiller à la clientèle.

Le test définitif est encore à venir

Thomas Veraguth, Chief Investment Office WM
Dalibor Maksimovic*, Global Asset Management

Ces dernières années, les fonds immobiliers suisses ont bénéficié d'une baisse des intérêts et d'une hausse des revenus locatifs. Mais si le contexte se détériore, leur situation devient plus inconfortable. Selon l'évolution conjoncturelle, nous considérons donc une prise de bénéfices sélective comme appropriée.

En 2014, les fonds immobiliers suisses ont brillé par une performance historiquement très bonne. La récompense des investisseurs atteignait environ 15%, un résultat deux fois supérieur à la moyenne des sept dernières années et réalisé dans un contexte de faible volatilité des prix et de volumes moyens des transactions boursières. Ces dernières reculent même depuis avril 2013, diminuant 20% depuis leur maximum journalier de l'époque (24 millions de francs). Cette bonne performance ne s'explique pas par un rush sur les fonds immobiliers. C'est plutôt que les investisseurs dans les fonds immobiliers n'ont guère emporté leurs profits, à défaut d'alternatives.

Rendement sur distribution nettement supérieur à la valeur de référence

Les investisseurs évaluent surtout les fonds immobiliers par l'agio (supplément résultant de la différence entre le cours en bourse et la valeur nette d'inventaire de tous les biens immobiliers du portefeuille). Le rendement sur distribution montre l'attrait des fonds immobiliers par rapport aux actions et obligations. Selon notre estimation, l'agio moyen de tous les fonds cotés en bourse atteignait 25% fin 2014; les fonds immobiliers de logements et de commerces se négociaient respectivement avec un supplément de 30% et 14%. Les fonds immobiliers de loge-

ments sont donc un peu chers, du point de vue historique, alors que ceux des commerces sont restés assez avantageux.

Le rendement sur distribution moyen des fonds immobiliers (3%) dépasse de 2,5 points le rendement de référence des obligations entre sept et dix ans. Selon les critères d'évaluation courants (supplément sur valeur nette d'inventaire et montant du rendement sur distribution), l'évaluation des fonds immobiliers semble donc équitable à légèrement excessive. La surévaluation serait plus nette si les investisseurs n'affichaient pas une certaine retenue justifiée.

Haut niveau des valeurs immobilières et loyers

Il faut toutefois relativiser cette surévaluation modérée dans le contexte économique actuel. Depuis une vingtaine d'années, les intérêts tendent à baisser, ce qui favorise la valorisation des biens immobiliers. Parallèlement, les données indiquent que le rendement des revenus baisse depuis plusieurs années. Résultat: la part des gains en capital sur le rendement global a grimpé en flèche, sautant d'une moyenne basse de longue date entre 5 et 20% à un tiers actuellement.

* Le co-auteur vient d'un service extérieur au Chief Investment Office WM et n'est pas soumis à toutes les dispositions légales concernant l'indépendance de l'analyse financière. Le contenu du présent texte correspond toutefois parfaitement à l'UBS CIO House View.

Avec 4,2%, le rendement des revenus de loyers de tous les immeubles en Suisse dépasse certes encore le rendement sur distribution de 3%, mais il y a dix ans, le rendement des revenus de loyers sur le marché global atteignait encore 1 point de pourcentage supplémentaire. Les valeurs immobilières ont donc augmenté davantage que les revenus locatifs, d'où la baisse rela-

« Si les taux d'intérêt restent extrêmement bas, les fonds immobiliers sont toujours un placement approprié dans le contexte du portefeuille. »

tive de la base de revenu. En soi, ce serait peu inquiétant si les loyers n'atteignaient pas déjà un pic historique, ce qui limite la marge des augmentations. Au contraire, les loyers subissent une pression croissante, surtout en raison du rythme de développement soutenu de l'offre.

Fonds immobiliers en fin de cycle

Les placements immobiliers arrivent à la fin d'un long cycle favorable aux fonds immobiliers. Mais celui-ci a été prolongé de plusieurs mois par la nouvelle baisse des taux. Il n'est donc pas étonnant que l'augmentation des agios en 2014 ait apporté une contribution record à la performance globale. La génération de trois quarts du rendement global par l'augmentation des agios a été observée la dernière fois en 2009, quand les fonds immobiliers se sont soudainement remis des années de crise 2007–2008. Depuis 2008, la performance globale de tous les fonds

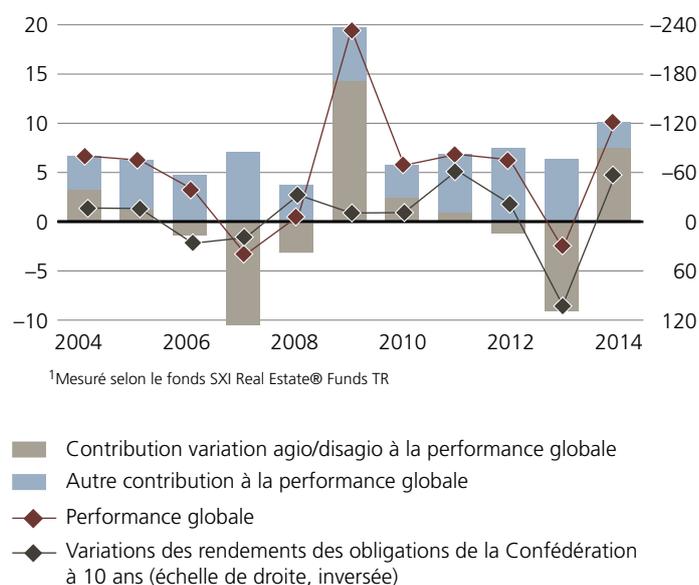
immobiliers atteignait 60% cumulés, dont deux tiers attribuables à une hausse extraordinairement rapide et non durable des prix. Par contre, à long terme, les gains en capital ne dépassent pas 20% de la performance globale. Quant à la surévaluation modérée actuelle suggérée par les indicateurs courants, nous doutons qu'elle soit vraiment appropriée dans un comparatif à long terme, vu les valeurs immobilières excessives, les intérêts extrêmement faibles et la base de revenu déjà en baisse.

Prendre seulement des bénéfices de manière sélective

Si les taux d'intérêt restent extrêmement bas, les fonds immobiliers sont toujours un placement approprié dans le contexte du portefeuille et fournissent même un rendement intéressant. Mais si les taux d'intérêt se normalisent plus vite que prévu, la performance risque de subir un sérieux revers qui pourrait durer deux à trois ans. Vu que les fonds immobiliers ont une volatilité historiquement faible de 6 à 7% par an, nous ne

Forte contribution des agios au rendement 2014

Découpage des rendements de fonds immobiliers suisses¹, variations à la fin de l'année, en %



¹Mesuré selon le fonds SXI Real Estate® Funds TR

Sources: Bloomberg, UBS

prévoyons cependant pas de grandes pertes. C'est plutôt la durée d'une possible correction des prix qui compte. Elle pourrait s'allonger si l'on ne réussit pas à augmenter les revenus locatifs à temps et à bon escient. Nous déconseillons donc toute prépondérance de fonds immobiliers dans un contexte de portefeuille et recommandons une prise de bénéfices sélective.

Analyse sectorielle

Meilleure performance des fonds immobiliers de logements

Le secteur des fonds immobiliers suisses affiche une croissance rapide et offre des opportunités de placement toujours plus variées. Les fonds varient selon la focalisation sur des régions ou secteurs spécifiques, comme les surfaces de bureau, de vente et de logement. Mais historiquement, nous estimons la corrélation entre les différents fonds à une valeur élevée de 0,8. Une corrélation de 1 signifie que les prix des fonds évoluent dans le même sens, n'offrant aucune possibilité de diversification. Toutefois, les fonds immobiliers de logements ont depuis plus de deux ans un meilleur rendement que ceux focalisés sur le commercial. Car actuellement, les immeubles commerciaux sont exposés à des risques accrus: taux de vacance, baisse des revenus locatifs.

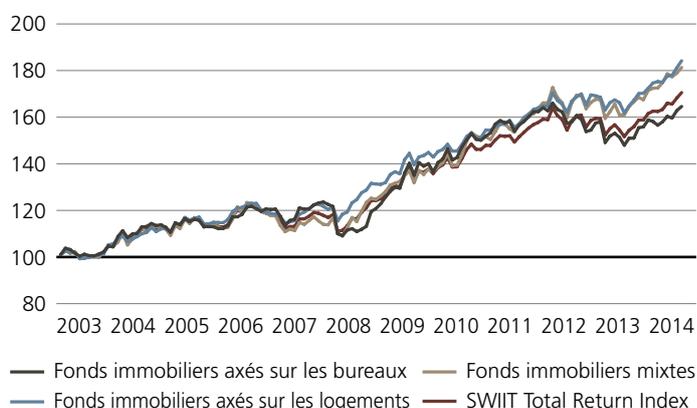
Notre analyse sectorielle de la performance des fonds montre de longues phases avec une forte tendance du marché et une faible différenciation. Par le passé, quand la tendance du marché était plutôt latérale, l'écart entre fonds immobiliers de commerces et de logements se creusait plutôt. Depuis l'été 2012, les fonds immobiliers ont connu un rendement plus faible avec les commerces qu'avec les logements, les investisseurs cherchant une relative sécurité dans ces derniers. Les fonds immobiliers de logements ont donc réalisé ces 28 derniers mois un rendement global supérieur à 10%, alors que la cotation des fonds immobiliers commerciaux était presque inchangée, dans l'ensemble. Le rendement sur distribution des fonds immobiliers de

logements a donc un peu reculé à 2,5%; avec 3,6% en moyenne, les fonds immobiliers de commerces étaient bien meilleurs.

Les investisseurs considèrent les fonds immobiliers de logements comme assez sûrs; ces sept dernières années, ils étaient prêts à payer un supplément élevé sur les valeurs nettes d'inventaire (plus de 27% en moyenne). L'agio des fonds immobiliers de commerces était inférieur de 40%. Mais les locataires institutionnels d'immeubles commerciaux des fonds cotés en bourse ont en général une solvabilité supérieure à la moyenne et le risque de vacance reste limité. De plus, les valeurs nettes d'inventaire des fonds immobiliers de commerces et de logements ont augmenté de manière à peu près égale, ces dix dernières années. Leur valeur a progressé de 2,2% par an pour les logements et de 2,6% pour les commerces. En contrepartie, l'évolution de la valeur des fonds immobiliers d'immobilier commercial avait aussi une volatilité annuelle plus forte; en effet, ces fonds recourent un peu plus à des capitaux extérieurs, mais pour financer 24% des investissements seulement. Cependant, ce taux ne dépasse que d'environ 5 points celui des fonds immobiliers de logements.

Potentiel de diversification limité

Performance globale de certains fonds pondérée selon la capitalisation boursière, indice 2003 = 100



Sources: FactSet, UBS

Les attentes sont déterminantes

Si les agios se normalisaient à la moyenne conservatrice de longue date (15%), les prix des fonds immobiliers de logements subiraient une perte de valeur estimée à 14 points de pourcentage. Quant aux fonds immobiliers commerciaux, leur évaluation serait alors vraiment correcte. Cela illustre que les attentes du marché détermineront la future performance des fonds immobiliers.

Nous voyons trois scénarios possibles. Si les taux d'intérêt, l'inflation et la croissance restent faibles, les fonds immobiliers de logements devraient conserver leur prime d'évaluation relative. Toutefois, dans un tel contexte, les fonds immobiliers de commerces ne devraient guère combler leur écart de performance. Par contre, si les indices d'une récession s'accumulent, les fonds immobiliers de commerces en souffriraient davantage, vu leur dépendance à la conjoncture. En revanche, dans le troisième scénario, avec

une hausse des taux d'intérêt et une reprise économique plus forte, les fonds immobiliers de logements devraient s'en sortir moins bien. En effet, la réactivité plutôt lente du taux hypothécaire de référence empêcherait des hausses de loyers immédiates. En outre, les loyers actuels des logements sont déjà très élevés, ce qui complique l'imposition de hausses normales. Dans ce contexte, les fonds focalisés sur le commercial réduiraient l'écart par rapport aux fonds immobiliers de logements.

Pour les prochains mois, nous considérons le premier scénario (faible environnement de croissance) comme le plus probable et nous recommandons donc une sous-pondération prématurée des fonds immobiliers de logements. Cependant, si les perspectives de croissance s'améliorent nettement, les prises de bénéfices dans les fonds immobiliers de logements seront difficiles à éviter.

Aperçu de l'immobilier coté en bourse

Sauf mention contraire, toutes les données sont en %.

	2014	2013	2012	2011	7 ans ¹
Actions immobilières					
Rendement total	13,6	-6,9	12,3	6,1	7,9
Corrélation avec le Swiss Performance Index ²	0,45	0,51	0,44	0,57	0,49
Moyenne des chiffres d'affaires j. de la bourse (mio. de CHF)	20,5	21,9	24,4	22,4	20,1
Primes estimées ³	4,7	4,7	11,5	12,2	5,5
Volatilité	8,0	10,1	8,9	10,2	11,3
Fonds immobiliers					
Rendement total	15,0	-2,8	6,3	6,8	7,3
Corrélation avec le Swiss Performance Index ²	0,17	0,06	0,17	0,13	0,13
Moyenne des chiffres d'affaires j. de la bourse (mio. de CHF)	19,1	20,8	19,9	17,3	17,6
Agios estimés ³	17,8	16,8	26,4	27,0	19,4
Volatilité	7,6	8,4	6,6	7,2	7,0
Benchmark					
Rendement total fondations de placement immobilières	4,0	5,7	6,5	6,9	5,4
Rendement total Swiss Performance Index	13,0	24,6	17,7	-7,7	5,7
Volatilité Swiss Performance Index	10,6	12,7	11,5	18,4	16,6
Rendement total Swiss Bond Index («AAA»)	8,5	-3,3	2,2	7,6	4,5

¹ Moyenne 2008 à 2014

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

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

Sources: Bloomberg, UBS

Le prix des logements en propriété sur la corde raide

Maciej Skoczek et Thomas Veraguth
Chief Investment Office WM

Globalement, le prix corrigé des effets de l'inflation des logements en propriété a crû de plus de 40% depuis 1998. Cette forte envolée des prix a été favorisée par la liquidité abondante, les taux historiquement bas et la hausse de l'endettement. Dans beaucoup de pays, le niveau élevé des prix est préoccupant car des corrections importantes sont possibles à moyen terme.

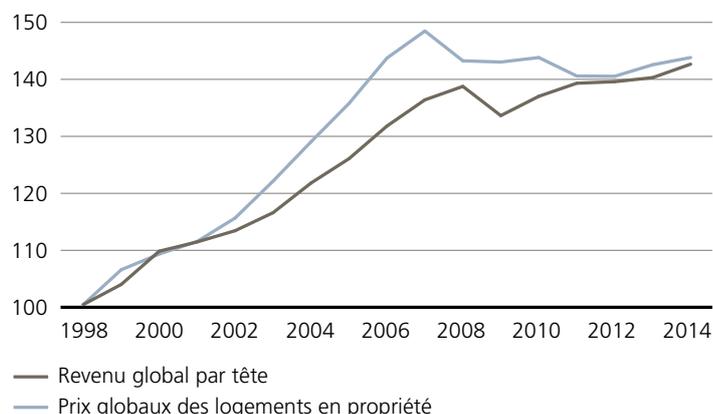
Des observations sur une longue période comme l'indice Herengracht à Amsterdam montrent que sur le long terme, les prix réels de l'immobilier résidentiel (corrigés des effets de l'inflation) tendent à stagner ou à flirter avec leur moyenne à long terme. Or depuis 2010, les prix de l'immobilier résidentiel dans le monde sont manifestement trop élevés comparés à leur moyenne à long terme. Entre 1998 et 2007, les prix des logements à l'international, corrigés des effets de l'inflation, ont augmenté de 50% pour atteindre des niveaux record. Ce boom est dû notamment à un meilleur accès au crédit et aux faibles coûts de financement dus à la baisse des taux. En 2006, un an avant la crise financière, la spirale haussière mondiale des prix de l'immobilier s'est heurtée aux limites fondamentales de capacité financière des ménages privés. Puis est venue la récession mondiale déclenchée par la crise financière, à laquelle les instituts financiers ont réagi en resserrant le crédit. La liquidité a diminué et la solvabilité des ménages a également fortement baissé en raison des incertitudes croissantes.

Au niveau mondial, la baisse des prix des logements est estimée à 5% seulement car la politique monétaire extrêmement expansionniste des instituts d'émission a de nouveau fait chuter les taux et donc les coûts de financement. En outre, les programmes de relance conjoncturelle qui se chiffrent en milliards d'euros ont empêché

l'effondrement du prix des logements. Cela n'a toutefois pas été le cas dans tous les pays. Les écarts entre les niveaux de prix des différents marchés immobiliers nationaux se sont creusés. Ainsi, certains marchés se trouvent en termes d'évaluations au sommet de leur cycle et continuent même à enregistrer une croissance des prix fondamentalement malsaine, tandis que d'autres, qui se sont effondrés, ne décollent pas du creux de la vague.

Prix et revenus progressent au même rythme

Indices corrigés de l'inflation équipondérés en monnaies locales, indice 1998 = 100



Sources: Banque mondiale, Federal Reserve Bank of Dallas, BIS, Bloomberg, UBS



Frankfurt-sur-le-Main

« Si une surface habitable corrigée de l'inflation coûte à long terme le même prix, les prix des logements pourraient chuter de 15 à 20%. »

Les possibilités de soutien par la politique fiscale et monétaire sont épuisées

Selon nos estimations, le niveau réel des prix de l'immobilier dans le monde au milieu de l'année 2014 était 40% supérieur à 1998. Durant cette période, la hausse mondiale des prix a donc nettement dépassé l'inflation. Or c'est en contradiction avec le fait que durant des périodes assez longues de hausse de la prospérité, la surface habitable par personne augmente généralement, mais sans hausse durable du prix du mètre carré corrigé de l'inflation.

Si l'on se réfère au produit intérieur brut par habitant de 1998, nous estimons cependant que les prix réels de l'immobilier mondial ne sont éloignés que de quelques points de pourcentage du niveau actuel des revenus. Cela relativise la thèse selon laquelle l'accessibilité au logement

s'est fortement dégradée depuis 1998, d'autant plus que les coûts de financement ont eu tendance à baisser. Si une nouvelle récession mondiale freinait la croissance des revenus ou si les coûts de financement augmentaient fortement, se poserait très vite la question de la capacité financière. Dans ce cas, le marché immobilier mondial apparaîtrait très surévalué, tant corrigé de l'inflation que des revenus.

Dans l'hypothèse qu'une même surface habitable (corrigée de l'inflation) coûte à long terme le même prix, les prix des logements pourraient chuter de 15 à 20%. A titre de comparaison, après l'éclatement des bulles immobilières à la fin des années 1980, le prix réel de l'immobilier a chuté d'environ 10% entre juin 1990 et mars 1993. Mais aujourd'hui, à la différence d'hier, les mesures de politique monétaire telles que

baisses de taux, assouplissement quantitatif ou investissements publics pour redresser artificiellement la demande, qui soutiennent le prix de l'immobilier résidentiel, sont quasiment épuisées. Si une crise éclate, les Etats et les instituts d'émission n'auront plus guère d'options d'action. Si la mauvaise allocation actuelle des ressources en capital au niveau mondial se poursuit, ce qui est selon nous le scénario le plus probable vu la politique toujours extrêmement expansionniste des instituts d'émission, les investisseurs devront s'attendre à moyen terme à de fortes corrections des prix sur des marchés de l'immobilier en surchauffe.

Analyse sectorielle

Une Europe à plusieurs vitesses

Entre les pays européens règnent les plus grandes divergences de prix. Les marchés immobiliers du sud de l'Europe (Grèce, Italie, Portugal et Espagne) souffrent toujours des conséquences de la correction des prix, et la Hongrie est prise actuellement dans un fort mouvement baissier. Ces pays ont enregistré une dépréciation assez rapide, avec un recul des prix réels pouvant atteindre 50%. Bien que les taux soient toujours historiquement bas et que les prix aient beaucoup baissé, ces marchés ne parviennent à attirer que peu d'investisseurs immobiliers, d'où l'absence d'inversion généralisée de la situation des prix.

Par ailleurs, l'Allemagne et l'Irlande confirment l'observation selon laquelle les acheteurs préfèrent les investissements pro-cycliques et ne se lancent dans un marché que lorsqu'une tendance clairement positive se dessine. Après un effondrement de son marché immobilier, l'Irlande connaît depuis deux ans un véritable boom des prix avec une hausse de 15%. L'Allemagne attire elle aussi des investisseurs, car après 20 ans de baisse, les prix de l'immobilier y ont progressé de plus de 10% depuis 2010.

En Europe, on observe qu'une courte correction dans un marché déjà cher est suivie d'une hausse forte et rapide qui ramène les prix au-dessus de leur record précédent. La politique

monétaire expansionniste des instituts d'émission favorise presque ce phénomène. L'Autriche, la Norvège et la Suède sont des exemples de marchés qui connaissent un boom durable. Un boom des prix qui dure déjà depuis trop longtemps est prolongé par des coûts de financement maintenus artificiellement bas, ce qui menace davantage la stabilité financière de ces pays.

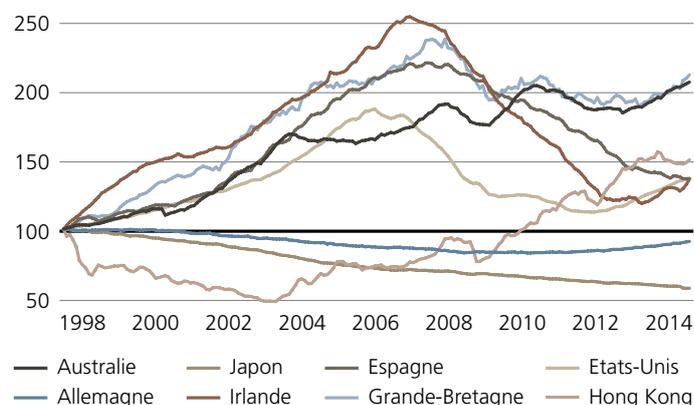
Les tendances divergentes en Europe montrent que la mauvaise allocation de capital continue à s'accroître. En effet, les ressources en capital sont toujours investies dans des marchés où les prix sont trop élevés et non durables. Le prix moyen de l'immobilier résidentiel corrigé de l'inflation est actuellement supérieur de 25% (Etats périphériques) à 50% (pays du cœur économique de l'Europe) à sa valeur de 1998. Si la situation économique venait à se dégrader dans les pays en boom permanent, les limites de l'accessibilité et de la capacité financière seraient vite dépassées, ce qui déclencherait une correction des prix.

Les marchés asiatiques en fin de cycle

Les marchés immobiliers asiatiques ont été majoritairement épargnés par la crise financière mondiale et/ou se sont redressés assez rapidement.

Marchés divergents des logements en propriété

Prix réels des logements en propriété dans certains pays, indice 1998 = 100



Sources: BIS, Federal Reserve Bank of Dallas, Bloomberg, UBS

Ils se trouvent actuellement dans une situation de hausse continue des prix ou ont déjà atteint leur point culminant. Alors que les crises immobilières spécifiques aux pays ont surtout frappé les Etats-Unis et l'Europe entre 2007 et 2011, l'Asie, à l'exception du Japon, a profité de la politique monétaire mondiale expansionniste pour combattre la crise financière, de conditions de financement favorables et d'afflux de capitaux.

En outre, un boom des crédits déclenché par la politique fiscale a encore stimulé les marchés immobiliers en Chine, à Hong-Kong et à Singapour. Les cycles de prix (déjà) trop longs dans ces marchés ont été encore rallongés, si bien que plusieurs marchés immobiliers asiatiques sont toujours dans une phase de hausse des prix fondamentalement malsaine.

Il en va de même pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande, dont les marchés de l'immobilier résidentiel connaissent un boom prolongé dû à une forte demande spéculative provenant notamment de Chine. Actuellement, les prix moyens réels y sont environ deux fois plus élevés qu'en 1998 malgré les corrections qui ont suivi la crise financière. Le fort endettement des ménages accentue encore les risques pour l'économie nationale.

Le Japon, les Etats-Unis et la Grande-Bretagne sous l'influence de la politique des instituts d'émission

A la différence d'autres marchés immobiliers asiatiques, le marché japonais de l'immobilier résidentiel souffre depuis le début des années 1990 d'une dépréciation graduelle. Les prix réels de l'immobilier ont été divisés par deux. A part à Tokyo, les moteurs d'une hausse durable des prix font encore défaut. Actuellement, au Japon, même une politique monétaire expansionniste et des coûts de financement proches de zéro ne parviennent pas à motiver les investisseurs.

En revanche, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, les mesures de politique fiscale et monétaire ont permis aux valeurs patrimoniales de retrouver une croissance rapide. Après avoir subi en 2006 une violente correction de 40%, les prix réels de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis ont progressé de 20% depuis 2012. Le marché

« Les acheteurs préfèrent les investissements pro-cycliques et ne se lancent dans un marché que lorsqu'une tendance clairement positive se dessine. »

immobilier américain profite toujours des conditions fondamentales solides du marché: amélioration de l'emploi, hausse des revenus, taux de vacance en baisse et conditions de financement attractives. Les prix devraient toutefois évoluer de manière un peu moins dynamique, car leur taux de croissance a été trop élevé ces derniers trimestres.

Avec une hausse réelle des prix de 8% par rapport à l'an dernier, le marché de l'immobilier britannique retrouve également sa vigueur. Mais la correction réelle des prix immédiatement après la crise financière, notamment du fait de la déstabilisation du système bancaire britannique, avait été violente (18%). Selon les calculs de l'OCDE, le marché de l'immobilier résidentiel en Grande-Bretagne est toujours surévalué d'un tiers.

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



Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Retail & Corporate et Wealth Management Americas, divisions de UBS AG (UBS, assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse) 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. 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. Ce document a été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi mais n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS, ses filiales et ses sociétés affiliées. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les appréciations exprimées dans cette publication peuvent s'avérer différentes de ou contraires à celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS en raison de l'application d'hypothèses et de critères différents. A tout moment, UBS, 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 vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Les marchés des options, des produits dérivés et des futures sont considérés comme risqués. Les performances passées ne sont nullement représentatives des performances futures. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. 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 négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. La rémunération du ou des analyste(s) ayant préparé ce rapport est exclusivement déterminée par la direction et les cadres dirigeants du service d'analyse (hors Investment Banking). La rémunération des analystes n'est pas fondée sur les revenus d'Investment Banking, cependant la rémunération peut avoir un rapport avec UBS Wealth Management & Swiss Bank dans son ensemble, dont font partie les services d'investment banking, de vente et de négoce. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients 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. Pour les instruments financiers structurés et les fonds, le prospectus de vente fait légalement foi. Si vous êtes intéressé, vous pouvez en obtenir une copie via UBS ou une société affiliée d'UBS. 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 du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO Wealth Management gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO cités dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Gérants de fortune indépendants / Conseillers financiers externes: dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. **Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie: 1) Clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd. Le contenu de ce document se limite à des informations générales et/ou un conseil général et ne constitue pas un conseil personnel relatif à un produit financier. En tant que tel, le contenu de ce document a été préparé sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un destinataire en particulier, quel qu'il soit. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, le destinataire doit recueillir un conseil personnel sur le produit financier de la part d'un conseiller indépendant et étudier toute documentation relative à l'offre correspondante (y compris les informations à l'usage des investisseurs relatives au produit) là où l'acquisition des produits financiers est envisagée. **2) Clients d'UBS SA:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087): Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **Autriche:** cette publication ne constitue pas une offre au public ou une sollicitation similaire en vertu du droit autrichien et sera utilisée uniquement dans des circonstances qui n'équivalent pas à une offre au public de titres financiers en Autriche. Ce document ne peut être utilisé que par le destinataire direct de ces informations et ne peut en aucune circonstance être remis à un autre investisseur, quel qu'il soit. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahreïn:** UBS SA est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahreïn. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahreïn. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Belgique:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit belge mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Belgium, 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. **Brazil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). Les opinions exprimées ici reflètent fidèlement l'opinion personnelle de l'analyste sur les titres ou émetteurs évoqués. Le présent rapport ne s'adresse qu'aux résidents brésiliens dès lors que lesdits résidents achètent ou vendent directement des titres sur le marché brésilien des capitaux par l'intermédiaire d'un établissement local agréé. Pour les investisseurs résidant au Brésil, sont considérés comme des investisseurs éligibles: (i) les établissements financiers, (ii) les compagnies d'assurance et les sociétés d'investissement, (iii) les entités de rente complémentaire, (iv) les entités qui détiennent plus de R\$ 300 000 d'investissements financiers et qui confirment par écrit le statut d'investisseurs qualifiés, (v) les fonds de placement, (vi) les gestionnaires de portefeuille de titres et conseillers financiers dûment autorisés par la CVM, en ce qui concerne leurs propres investissements, et (vii) les systèmes de sécurité sociale créés par le gouvernement fédéral, les Etats et les municipalités. **Canada:** les informations contenues dans le présent document ne constituent pas et ne sauraient en aucun cas être interprétées comme un prospectus, une publicité, une offre publique d'achat, une offre de vente ou d'achat des titres financiers décrits dans le présent document au Canada ou dans quelque province ou territoire canadiens. Toute offre d'achat ou de vente au Canada des titres financiers décrits dans le présent document doit être dispensée de l'obligation de déposer un prospectus auprès des autorités canadiennes de régulation des marchés financiers et être soumise par un opérateur agréé selon la législation en vigueur sur les titres financiers ou dispensé de l'obligation d'enregistrement en qualité d'opérateur dans la province ou le territoire canadien où est soumise l'offre. Les informations contenues dans le présent document ne sauraient en aucun cas être interprétées comme des recommandations d'investissement dans quelque province ou territoire canadiens que ce soit. Ces informations ne sont pas spécifiquement adaptées aux besoins de leur destinataire. Dans la mesure où les informations contenues dans le présent document font référence à des titres financiers proposés par un émetteur constitué, formé ou créé conformément à la législation du Canada ou d'une province ou d'un territoire canadiens, tout investissement dans lesdits titres financiers doit être réalisé par un opérateur agréé au Canada ou dispensé de l'obligation d'enregistrement en qualité d'opérateur. Aucune commission des titres financiers ou autorité de régulation similaire au Canada n'a examiné ou émis un avis sur le présent document, les informations contenues dans ce document ou les avantages des titres financiers décrits dans ce document. Toute affirmation contraire serait un délit. Les modalités d'imposition dépendent de la situation de chacun et peuvent changer ultérieurement. UBS ne fournit aucun conseil juridique ou fiscal et n'offre aucune garantie concernant le traitement fiscal des actifs ou les rendements des placements de ceux-ci, ni de manière générale ni eu égard aux conditions et besoins d'un client spécifique. Il est vivement conseillé aux clients de recueillir les conseils d'un conseiller fiscal indépendant pour s'assurer au préalable que les produits, les actifs ou les instruments sont adaptés à leur situation. Cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS

Investment Management Canada Inc. **Chine**: ce rapport d'analyse n'est pas destiné à la distribution aux investisseurs de la RPC ni à la fourniture de conseils en matière d'investissement en valeurs mobilières sur le territoire de la RPC. **Dubai**: la recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC. Elle est réservée strictement aux clients professionnels et ne peut pas être redistribuée dans les Emirats Arabes Unis. **EAU**: ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris la Banque centrale des EAU, les autorités financières de Dubai, l'Autorité des matières premières et titres des Emirats, le marché financier de Dubai, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Egypte**: les titres et autres produits d'investissement ne sont ni offerts ni vendus par UBS au public en Egypte et ils n'ont pas été et ne seront pas enregistrés auprès de l'Autorité égyptienne de contrôle du secteur financier (Egyptian Financial Supervisory Authority; EFSA). **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 sa clientèle par 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. **Israël**: UBS SA est enregistrée en tant que Foreign Dealer en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd, une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd est un Portfolio Manager disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. Ce document ne peut être reproduit ou affecté à d'autres fins ni être fourni à une personne autre que celles auxquelles les copies ont été envoyées. Toute personne achetant le(s) produit(s) dont traite ce document doit le faire pour son propre bénéfice et pour son propre compte et non dans le but ou l'intention de distribuer ou de proposer le(s) produit(s) susmentionnés à d'autres parties. Toute personne achetant le(s) produit(s) doit le faire selon sa propre compréhension et à sa discrétion et après avoir reçu tout conseil ou avis financier, juridique, commercial, fiscal ou autre approprié et nécessaire dans le cadre d'un tel achat. **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 peut 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. **Nouvelle-Zélande**: cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Limited 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. La présente publication ou documentation vous est fournie car vous avez indiqué envers UBS être un client certifié en tant qu'investisseur de grande envergure («wholesale investor») et/ou un investisseur qualifié («Certified Client») situé en Nouvelle-Zélande. Cette publication ou documentation n'est pas destinée aux clients non certifiés («Non-Certified Clients»), et de tels clients ne doivent pas se fonder sur les informations qu'elle contient. Si, en tant que client non certifié, vous optez néanmoins de vous fonder sur les informations contenues dans le présent document en dépit de cet avertissement, vous (i) reconnaissez par la présente que vous n'êtes pas censé(e) vous fonder sur le contenu de cette publication ou documentation, et que toute recommandation ou opinion qui y figure ne vous est pas adressée, et (ii) dans la plus grande mesure permise par la loi, (a) vous indemnez UBS et ses associés ou entités affiliées ainsi que leurs directeurs, employés, agents et conseillers respectifs (tous considérés comme des «personnes concernées») de tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par l'une quelconque de ces parties en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document, et (b) vous renoncez à tout droit ou recours à l'encontre de toute personne concernée pour (ou en lien avec) tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par vous en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document. **Pays-Bas**: la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Bank (Netherlands) B.V., banque agréée sous la surveillance de «De Nederlandsche Bank» (DNB) et de la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **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 à 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**: cette documentation est fournie conformément aux lois taiwanaises, en accord avec les clients ou à leur demande. **Thaïlande**: le présent document vous a été fourni à votre demande. Il n'a pas été approuvé par la SEC de Thaïlande, qui n'a pas vérifié son exactitude ni son exhaustivité à la date d'émission ou ultérieurement. Le présent document n'a pas été adopté par la SEC de Thaïlande. L'investissement dans ces titres comporte des risques que l'investisseur se doit d'examiner avec toute la diligence et discrétion requises. Les investisseurs doivent étudier avec soin le risque d'investissement et s'assurer qu'ils comprennent parfaitement ledit risque. Il ne s'agit ni d'une offre ni d'une vente à quelque personne que ce soit en Thaïlande. **Turquie**: aucune information figurant dans ce document n'est fournie à des fins de proposition, de marketing et de vente par quelque moyen que ce soit d'un quelconque instrument et service du marché financier en République de Turquie. Par conséquent, le présent document ne saurait être considéré comme une proposition ou une intention de proposition aux citoyens de la République de Turquie en République de Turquie. UBS SA n'est pas agréée par le Conseil des marchés financiers de Turquie aux termes des dispositions de la loi sur les marchés financiers (Loi n° 2499). De ce fait, ni le présent document, ni aucun autre support promotionnel relatif aux instruments/services ne peut être utilisé dans le cadre de la prestation de services quels qu'ils soient sur les marchés financiers à des personnes domiciliées en République de Turquie sans l'accord préalable du Conseil des marchés financiers. Cependant, conformément à l'article 15 (d) (ii) du décret n° 32, il n'existe aucune restriction concernant l'achat ou la vente des instruments par des citoyens de la République de Turquie.

Version 11/2014.

© UBS 2015. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.



MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
Papier issu de sources responsables
Carta da fonti gestite in maniera responsabile
FSC® C017868

Allreal 1, 2, 3. Flughafen Zürich AG 1. Intershop Holding AG 1, 2, 3. Mobimo Holding 1, 3. PSP Swiss Property 1, 2, 3, 4, 5. Swiss Prime Site 1, 2, 3. Zug Estates 1. HIAG –.

- 1 UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois.
- 2 UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans la souscription ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des douze derniers mois.
- 3 Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour leurs services d'investissement banking.
- 4 Un salarié d'UBS SA est un responsable, un directeur ou un membre du conseil d'administration de cette société.
- 5 UBS Fund Management (Suisse) SA détient plus de 3% du total du capital social émis de cette société.

Au 6 janvier 2015

