

Real Estate Focus

Chief Investment Office WM
2016



Editorial

Chère lectrice,
Cher lecteur,

On l'affirmait jusqu'à peu avec certitude: les taux nominaux ne pouvaient pas être négatifs. Payer des intérêts pour prêter de l'argent? Cela semblait absurde. Mais le *zero bound*, soit l'existence d'un plancher à zéro pour les intérêts, est désormais un mythe: pour lutter contre les risques déflationnistes, certaines banques centrales européennes affichent des taux nominaux négatifs. Plus d'un tiers des obligations du Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (soit des emprunts d'une valeur supérieure à 2000 milliards d'euros) offrent désormais un rendement négatif.

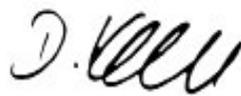
Le principe qui sous-tend la politique de taux négatifs est toutefois loin d'être nouveau. Il y a plus d'un siècle déjà, le théoricien monétaire Silvio Gesell, considéré comme le précurseur de la politique d'intérêts négatifs, faisait l'apologie de la «taxation de l'argent» pour inciter ses compatriotes à faire circuler plus rapidement leurs capitaux. Sa théorie: lorsque l'argent perd continuellement de la valeur, l'épargne n'est pas attrayante et la consommation augmente. Miles Kimball, un professeur d'économie américain, va même plus loin. Pour lui, les intérêts peuvent plonger de manière illimitée dans le rouge, tant que le stockage des liquidités est compensé par la taxation de ces dernières.

Confrontée à un franc fort, la Banque nationale suisse s'est décidée à introduire des taux négatifs fin 2014; reste à savoir comment évoluera cette politique monétaire peu orthodoxe et jusqu'à peu inenvisageable, et comment nous en sortirons. Indéniablement, placer des capitaux est devenu plus difficile que jamais. Les investisseurs manifestent un intérêt croissant pour les valeurs réelles, ce qui a fait flamber les valorisations sur le marché suisse de l'immobilier. Si les taux ne remontent pas dans les années à venir, il n'en reste pas moins que l'investisseur en immobilier d'aujourd'hui, malgré les prix élevés, aura rétrospectivement misé sur le bon cheval. Le pari est toutefois risqué. Les taux éternellement bas sont dans tous les cas un mythe.

Nous vous souhaitons une agréable lecture!



Claudio Saputelli
Head Global Real Estate



Daniel Kalt
Chief Economist Switzerland

Sommaire

UBS Real Estate Focus 2016

Ce rapport a été préparé par UBS Switzerland AG. 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 Switzerland AG
Chief Investment Office WM
Case postale, CH-8098 Zurich

Rédacteur en chef

Elias Hafner

Rédaction

Viviane Vajda

Clôture de la rédaction

7 janvier 2016

Traduction et correction

24translate GmbH, Saint-Gall

Mise en page

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Photos

Mauro Mellone, photographe, Berne

Photo en couverture

Hôtel Chetzeron Crans-Montana
Bureau d'architecture:
Actescollectifs Architectes

Impression

galledia ag, Flawil, Suisse

Langues

Publié en français, anglais, allemand
et italien

Contact

ubs-cio-wm@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

L'abonnement électronique est aussi possible sur la plateforme e-banking d'UBS, sous l'onglet Investment Views.

N° SAP 83518F-1601

6 Habitation



- 6 Logements en propriété
Un fossé entre désir
et réalité
- 10 Immeubles locatifs
Réduire le risque d'intérêt

En point de mire

- 14 Innovation et
informatisation
Révolutions en marche
- 19 50 ans de propriété
par étages
D'un marché de niche
à une nouvelle source
d'espoir
- 22 Logement d'utilité publique
Pour une baisse des
subventions aux logements
d'utilité publique

26 Commercial



- 26 Surfaces des bureaux
Les meilleurs emplacements
s'arrachent
- 30 Surfaces commerciales
Guère d'amélioration en vue

En point de mire

- 34 Logistique
Concurrence étrangère
- 37 Self-Stockage
Potentiel de redressement
en Suisse

40

Bourse



40 Fonds immobiliers
Risques prédominants

43 Actions immobilières
La sécurité des dividendes,
priorité des investisseurs

En point de mire

46 Effet de levier financier
Il est temps de réduire
l'endettement

48

Global



48 UBS Global Real Estate
Bubble Index
Surévaluation de la majorité
des villes du monde

52

Stratégie



52 Stratégies et véhicules
d'investissement
Prudence accrue en
fin de cycle

59 Aperçu et prévisions

Un fossé entre désir et réalité

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Stratégie

A en juger par les coûts inhérents, les biens immobiliers en propriété sont en moyenne moins chers qu'une location depuis la mi-2014 en Suisse. Néanmoins, l'accès à la propriété du logement est de moins en moins viable financièrement pour les ménages, dont les revenus stagnent. Nous nous attendons à une baisse des prix au cours de l'année, une première depuis 1999.

Corrigés de l'inflation, les prix de l'accès à la propriété du logement se situent actuellement au même niveau qu'à l'apogée de la dernière bulle immobilière, début des années 1990. L'*UBS Swiss Real Estate Bubble Index*, qui mesure les déséquilibres sur le marché immobilier, a de nouveau augmenté l'année dernière et s'est installé dans la zone à risque. Mais après 16 années de hausse, parfois forte, des coûts d'accès à la propriété du logement, les restrictions au crédit hypothécaire semblent se généraliser. L'année dernière, les prix des offres ont augmenté en nominal d'à peine 1,5% pour les appartements et de 2% pour les maisons individuelles. Au regard de la vacance croissante et de la stagnation des revenus, la possibilité d'une hausse des prix reste très faible pour l'année en cours. Les prix moyens des offres de maisons individuelles devraient donc stagner en cours d'année, et nous nous attendons même à un recul de 1% pour les prix des appartements.

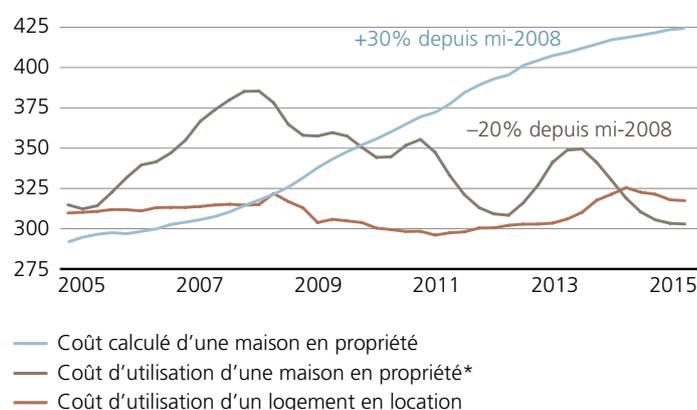
L'octroi de crédit, un goulot d'étranglement

Avec la baisse des taux hypothécaires depuis 2008, être propriétaire de ses quatre murs est devenu très attractif. Les coûts annuels inhérents aux logements suisses en propriété ont chuté en moyenne de 20% depuis, malgré une augmentation de 30% des prix. Depuis la mi-2014, les dépenses courantes d'un logement en propriété sont – pour la première fois depuis 15 ans – de nouveau inférieures aux coûts de location d'un bien comparable. Actuellement, l'économie réa-

lisée se monte en moyenne à environ 5%. Lors du dernier pic des taux d'intérêt en 2008, les coûts annuels inhérents aux logements en propriété étaient encore d'environ 20% supérieurs aux loyers des logements similaires. En conséquence, le cercle des ménages voulant acheter leur propre logement a considérablement augmenté ces dernières années.

Faible coût d'utilisation des maisons en propriété

Coûts nominaux d'une maison en propriété et d'une location comparable dans un bâtiment neuf de haut de gamme, lissé, en francs par m² et par an



* Intérêts pour une hypothèque à long terme, provisions pour l'entretien et montant de l'imposition de la valeur locative

Sources: Wüest & Partner, UBS



Complexe résidentiel « come west » Berne

« Après 16 années de hausse, parfois forte, des prix des logements en propriété, les restrictions au crédit hypothécaire semblent faire largement leurs effets. »

Par contre, il devient de plus en plus difficile d'obtenir le crédit nécessaire pour concrétiser le rêve d'être propriétaire. Les directives de capacité financière des banques, en vigueur depuis 1994, limitent en effet l'octroi aux prêts. En outre, le coût théorique d'un bien (taux théorique de 4 à 5% plus charges et paiements d'amortissement) ne doit pas dépasser un tiers du revenu annuel brut. En 2008, la moitié des ménages suisses répondaient à ces conditions afin d'obtenir un financement correspondant à 80% du prix d'achat d'un logement neuf de 120 m². Aujourd'hui, ce ne sont plus qu'un quart des ménages, car les revenus n'ont presque pas augmenté par rapport aux prix de l'immobilier depuis 2008. Or, pour financer le logement susmentionné, un revenu annuel brut d'environ 150 000 CHF est actuellement nécessaire. En tenant compte des obstacles supplémentaires introduits par les mesures d'autorégulation telles que l'apport en fonds propres

(environ 100 000 CHF dans l'exemple ci-dessus) ainsi que l'obligation d'amortissement, le cercle des acheteurs potentiels se réduit encore plus. Vivre sous son propre toit devient ainsi de plus en plus difficile à mettre en pratique.

Les restrictions au crédit empêchent la bulle immobilière

Si les coûts inhérents à la propriété sont inférieurs aux loyers, comme actuellement en Suisse, alors la hausse des prix est une conséquence explicable de décisions d'achat rationnelles et non le signe d'une exubérance irrationnelle. Tel était l'un des arguments censés justifier la bonne santé des marchés du logement dans les grandes villes américaines en 2005 – un an plus tard commença la baisse des prix, qui a parfois atteint 40%. Rétrospectivement, il est clair que la séduction combinée d'un faible coût inhérent et de la disponibilité illimitée de crédits avait gonflé la bulle aux Etats-Unis.

Afin de prévenir l'apparition d'une telle bulle de crédit, les banques suisses utilisent des directives de capacité financière lors de l'octroi de prêts hypothécaires. Dans l'environnement actuel de faibles taux d'intérêt, le taux d'intérêt théorique de 5% semble certes extrêmement élevé. Toutefois, la réglementation limite l'endettement maximal pour un ménage à cinq-six années de revenu – un ordre de grandeur que de nombreux ménages ne pourraient jamais rembourser. Sans ces directives de capacité financière, l'endettement et les prix d'accès à la propriété dans ce pays seraient probablement beaucoup plus élevés et le risque d'une bulle immobilière en serait d'autant plus grand.

Conséquences sur le marché du logement en propriété

Une maison de rêve de plus en plus petite et éloignée du centre

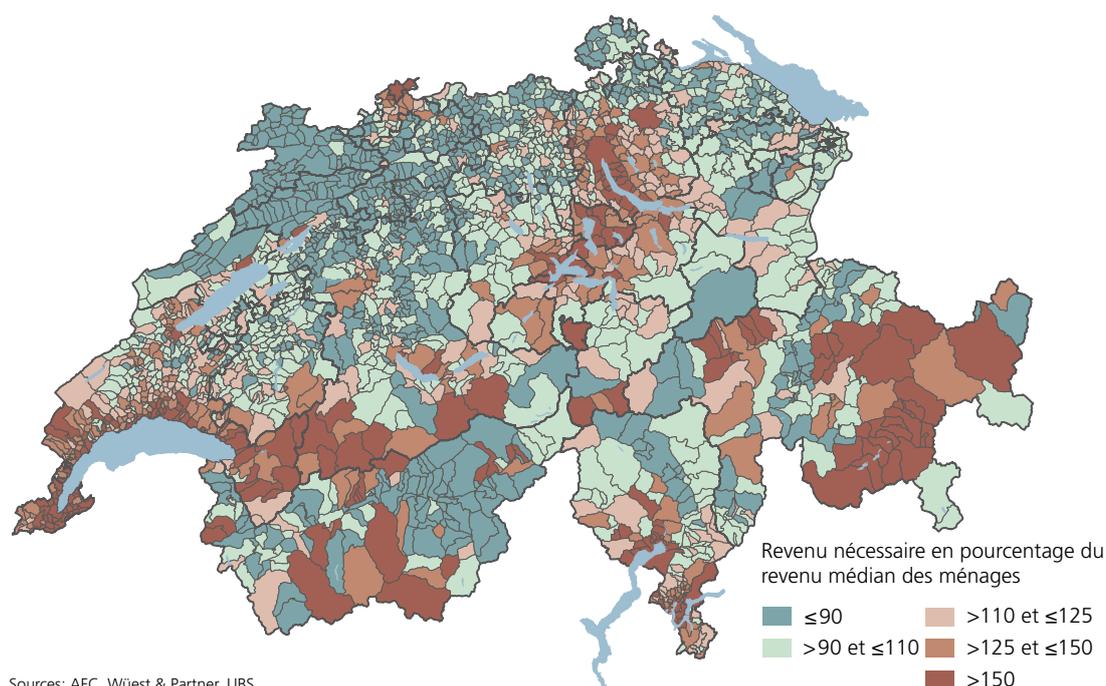
Comme la capacité financière nécessaire à la propriété du logement a diminué, mais que, dans le

même temps, les conditions de financement sont devenues beaucoup plus attrayantes, de nombreux ménages révisent leurs désirs en matière de logement. Ainsi, la taille moyenne des nouveaux appartements a atteint son sommet avec les constructions d'avant 2008, mettant fin à une tendance à la hausse ininterrompue depuis les années 1960. Depuis, la taille des appartements a déjà diminué de plus de 10% par rapport à son maximum, et la tendance reste baissière.

En outre, le ménage moyen se détourne de plus en plus des zones à prix élevés en faveur de localités avec des biens abordables. Ainsi l'an dernier, c'est en Suisse orientale et dans le centre de la Suisse allemande que les prix des logements ont le plus augmenté. Par exemple, si seulement un quart des ménages ont la capacité financière pour avoir accès à la propriété d'un logement de 120 mètres carrés aux nouvelles normes de construction à Zurich, 65% d'entre eux pourront s'offrir un bien similaire dans le canton de Thurgovie.

Des maisons abordables sur le Plateau

Revenu nécessaire à un ménage pour satisfaire aux exigences de capacité financière pour un logement de 150 m² dans le segment milieu de gamme, par rapport au revenu médian des ménages par commune



Sources: AFC, Wüest & Partner, UBS

Le segment des prix élevés sous pression

Autre conséquence des obstacles relativement élevés au crédit: les prix du segment haut de gamme sont sous pression. Depuis 2008, l'offre d'appartements avec des prix au m² de plus de 10 000 CHF a triplé en Suisse alors que la demande a majoritairement stagné. Dans le canton de Genève par exemple, plus de la moitié de tous les biens mis en vente l'an dernier coûtaient déjà plus de 10 000 CHF/m². Mais à peine un quart des ménages genevois peut se permettre d'acheter une maison de 120 m² dans ce segment de prix. Avec un tel déséquilibre, chaque resserrement des règles d'octroi de prêt peut rapidement entraîner un glissement des prix; on observe depuis maintenant trois ans une baisse des prix des offres autour du lac Léman. On observe une évolution similaire dans de nombreux endroits de prestige en Suisse alémanique. L'an dernier, les prix ont aussi chuté de manière perceptible dans la plupart des villes les plus chères autour des lacs de Zurich et de Zoug.

Les villes (encore) bon marché rattrapent leur retard

En majorité, les prix d'achat des appartements ont augmenté plus vite dans les villes. Dans certains centres urbains comme Aarau ou Fribourg, cette hausse dépassait même 10%. La ville de Bâle, où les prix ont bondi de 7,5%, a bénéficié d'un bon développement économique et d'un niveau de prix relativement faible par rapport à d'autres grands centres économiques. Même à Berne et dans la plupart des centres de taille moyenne du centre de la Suisse, les appartements se sont appréciés d'au moins 2 à 3% en moyenne. En raison de la baisse des coûts inhérents, acheter y est souvent bien moins cher que louer.

Inversement, les coûts inhérents à la propriété à Zurich, Lausanne et Genève sont soit plus élevés soit équivalents aux coûts de location d'un appartement comparable. D'un point de vue uniquement financier, une augmentation supplémentaire des prix de l'offre ne serait pas le résultat de décisions d'achat rationnelles, mais plutôt un signe de plus-values escomptées à long terme. Mais cet optimisme s'est dissipé au cours des trois dernières années, de sorte qu'en 2015, le niveau des prix a stagné dans les villes de Zurich et de Lausanne, et a chuté de 4% à Genève. Depuis le sommet atteint au premier trimestre de 2013, les prix ont chuté de plus de 15% dans

la cité rhénane. Si les loyers y restent au niveau actuel, la dynamique présente devrait bientôt rendre l'achat plus attrayant que la location, ce qui pourrait endiguer la chute des prix.

Seuls les centres au Tessin sortent du rang. Malgré des coûts inhérents relativement élevés ou des faibles loyers, les prix des appartements ont encore augmenté de 4 à 5% à Lugano comme à Locarno l'année dernière par rapport à l'année précédente.

Données de base mitigées

Pour l'année en cours, où la croissance du produit intérieur brut devrait être de 1,4%, nous tablons sur une faible progression de l'économie suisse. La performance économique par habitant devrait être légèrement positive. Les entreprises exportatrices continuent de pâtir de la vigueur du CHF et le climat de l'investissement reste faible. Le taux de chômage devrait ainsi augmenter légèrement à 3,5%; le fléchissement de l'emploi freinera légèrement l'augmentation de la population. Pour l'année en cours, nous prévoyons une croissance démographique d'environ 1,0%, comparativement à 1,3% en 2013. Avec environ 85 000 habitants supplémentaires pour 2016, la croissance se situe toutefois encore dans la moyenne de la dernière décennie.

L'activité de construction a certes passé un sommet, mais le nombre de nouvelles livraisons devrait se stabiliser cette année à un niveau élevé de 1,1% du parc immobilier. Compte tenu de la baisse de la demande en surfaces, il faut s'attendre à une nouvelle légère augmentation du taux de vacance.

Les prix à la consommation pourraient chuter de 0,4% cette année, et nous ne nous attendons à aucun changement significatif de l'environnement des taux d'intérêt pour 2016. Ainsi, les taux hypothécaires et donc les coûts inhérents à la propriété continueront de rester à un niveau extrêmement faible.

Réduire le risque d'intérêt

Elias Hafner et Matthias Holzhey

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Stratégie

Les immeubles locatifs sont parmi les rares placements à offrir encore des flux de paiements positifs et relativement sûrs. En termes de performance, les immeubles d'habitation dans les zones de premier choix offriront un rendement supérieur aux liquidités, à condition que l'environnement actuel de faibles taux se prolonge pendant au moins 15 ans. La périphérie des agglomérations offre un risque d'intérêt nettement plus faible, tout en affichant un risque de vacance acceptable.

La perspective de voir les rendements des emprunts de la Confédération rester en territoire négatif pour les durées jusqu'à 2027 pousse les investisseurs institutionnels – tels que les caisses de pension et les assurances – à rechercher des alternatives affichant des flux de paiement positifs. Or, c'est précisément ce qu'offrent les immeubles d'habitation, avec leurs revenus locatifs stables. La forte pression des investisseurs a fait chuter les rendements nets initiaux sous 3% pour les immeubles locatifs de qualité dans les grandes villes suisses, contre 5% en 1998. La valeur des immeubles a ainsi progressé de 80% pendant cette période.

Risques élevés dans les grandes villes

La chute des rendements initiaux les plus élevés depuis 1998 s'explique à 90% par la baisse concomitante des taux à long terme. En extrapolant la relation entre les taux d'intérêt et les rendements locatifs, on obtient les rendements suivants pour différents scénarios.

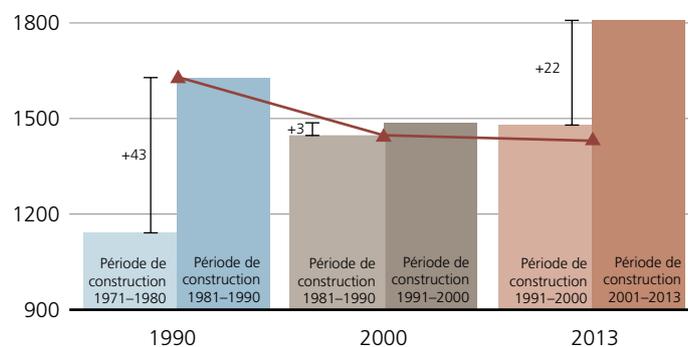
L'immobilier: une valeur de choix quand les taux sont bas...

Si les taux d'intérêt demeurent faibles jusqu'en 2030, c'est-à-dire que les taux à long terme et l'inflation restent proches de zéro, nos modèles indiquent un rendement total d'environ 35% sur les 15 prochaines années, dans les centres-villes (moyenne de Bâle, Berne, Genève, Lausanne et Zurich). Les taux restant stables, les

rendements initiaux maximaux le resteront aussi. Les revenus locatifs (moins les frais d'entretien au prorata de la durée) représenteront donc la quasi-totalité de la performance. Les im-

Le montant élevé de la prime aux nouvelles constructions limite le potentiel d'ajustement des loyers

Loyers réels par période en francs par mois et prime aux nouvelles constructions* en %



- ▲ Evolution des loyers des objets construits entre 1981 et 1990
- ⊥ Prime aux nouvelles constructions

* La prime aux nouvelles constructions correspond à la différence de niveau des loyers entre les logements construits pendant une décennie et ceux construits pendant la décennie précédente. Par exemple, en 2013, l'écart de loyer entre les logements construits entre 2001 et 2013 et ceux construits entre 1991 et 2000 s'élevait à 22%.

Sources: OFS, UBS

meubles locatifs sont parmi les placements les plus attrayants lorsque les taux sont durablement bas, et ce malgré les rendements initiaux historiquement faibles.

... *mais un fardeau quand ils remontent*

Selon nos estimations, si la hausse est modérée (hypothèse: les rendements des emprunts à dix ans de la Confédération et l'inflation atteignent respectivement 2% et 1% en 2020 et restent inchangés jusqu'en 2030), les rendements initiaux maximaux progresseront de presque 4% à partir de 2017, d'où une baisse de valeur de 30%. Celle-ci sera en partie compensée par les hausses de loyers consécutives à la remontée des taux de référence et de l'inflation; ensuite, les loyers nominaux gagneront environ 30% jusqu'à 2030. En fin de compte, un investissement dans un immeuble locatif situé dans une grande ville suisse devrait dégager un rendement total nominal d'environ 5% pour les 15 prochaines années, voire un rendement total négatif en valeur réelle. Dans ce scénario, d'autres catégories de placement afficheraient une bien meilleure performance.

Potentiel de hausse limité pour les loyers

On peut toutefois se demander si les loyers suivront effectivement la hausse des taux. Au moins trois facteurs limitent le potentiel d'augmentation des loyers à moyen terme.

Premièrement, ces derniers n'ont guère diminué ces dernières années, malgré la baisse des taux; il sera donc difficile de les relever en même temps que ces derniers. Le taux de référence, à 3,5% en 2008, est tombé à un plancher historique de 1,75%, et pourrait même descendre jusqu'à 1,5%. Pourtant, la majorité des baux locatifs devrait toujours s'appuyer sur un taux de 2,5% ou plus, si bien que la hausse des taux d'intérêt n'entraînera que des augmentations de loyers potentiellement limitées.

Ensuite, la croissance de l'offre de logements bride le potentiel de hausse des loyers. Certes, en 2015, le taux de vacance n'était toujours que de 1,8% à l'échelle de la Suisse, et d'environ 2,5% en périphérie des agglomérations. Néanmoins, le nombre de logements vacants a nettement augmenté ces dernières années, et 2015 ne devrait pas y déroger. Il devient donc de plus en plus difficile de relever les loyers.

Enfin, les nouveaux immeubles affichent en ce moment des primes plutôt élevées sur le marché locatif. Actuellement, le loyer d'un logement construit entre 2011 et 2013 est supérieur d'environ 20% à celui d'un logement des années 1990. Ce décalage ne présage rien de bon pour les loyers des logements neufs: en effet, au plus fort du boom de l'immobilier, en 1990, la prime aux nouvelles constructions (pour les immeubles construits dans les années 1980 par rapport à ceux de la décennie précédente), était aussi d'un impressionnant 40%. Entre 1990 et 2013, ces loyers ont baissé de 13% (valeur corrigée de l'inflation).

S'il est impossible de relever les loyers lorsque les taux d'intérêt augmentent, tabler sur des loyers stables dans un environnement de faibles taux semble plutôt optimiste. Des taux durablement bas accompagnent généralement une stagnation économique. C'est ainsi qu'au Japon, les loyers des centres-villes ont baissé de 10 à 20% au cours des 15 dernières années de crise économique.

Privilégier la périphérie des agglomérations

D'une manière générale, plus les rendements sont faibles, plus ils sont sensibles aux taux d'intérêt: la moindre variation de ceux-ci entraîne une forte fluctuation de valeur. Lorsque les taux remontent, les zones urbaines périphériques subissent une correction moins forte que les emplacements centraux.

Les transactions dans les emplacements les plus prisés de Zurich affichent actuellement des rendements initiaux d'un peu plus de 2%. Si les taux d'intérêt remontaient à 2%, cela représenterait une perte de valeur de plus de 35%. Par contre, les investissements en dehors des grands centres offrent des rendements plus élevés et donc un risque de taux nettement moins grave: pour un rendement initial de 3,5%, la valeur ne diminuerait que de 20% avec des taux à 2%, ce qui serait rapidement compensé par le rendement locatif supérieur.

Si le rendement des loyers est plus élevé en dehors des centres urbains, c'est que le marché y est moins liquide et le risque de vacance plus élevé. L'écart de valorisation actuel entre les centres-villes et les agglomérations élargies sup-

pose un risque de défaillance bien supérieur à 10%, et même de 15% par rapport aux meilleurs emplacements de Zurich. Les investissements dans les immeubles locatifs de la périphérie disposent donc d'un bon matelas de protection.

Taux négatifs au cas échéant le meilleur placement

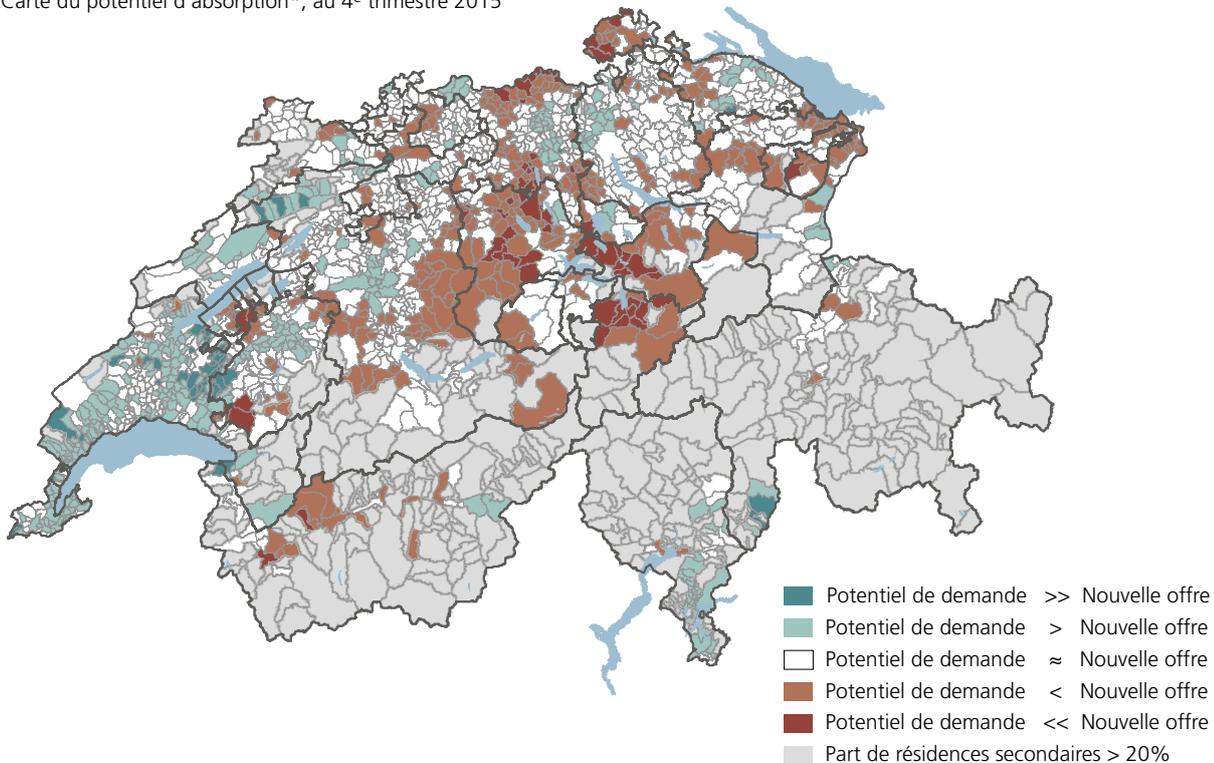
Vu la forte sensibilité aux taux d'intérêt, l'évolution à long terme de ces derniers sera un facteur crucial pour le succès d'un investissement locatif. Cette évolution étant pour ainsi dire imprévisible (voir page 13), l'investisseur doit envi-

sager plusieurs scénarios avant de se décider. Une hausse modérée des taux entraînant une forte correction de valeur, il semble judicieux de réduire le risque d'intérêt et donc de préférer les immeubles d'habitation en périphérie à ceux du centre, malgré le risque de perte de loyers plus élevé.

Les investisseurs institutionnels s'intéressent avant tout au montant et à la sûreté des flux de paiement, pour garantir la rémunération minimale prévue par la loi. Ils sont donc prêts à payer des prix que la seule performance ne justifie pas au regard du risque encouru.

Hausse des risques de vacances en Suisse centrale

Carte du potentiel d'absorption*, au 4^e trimestre 2015



* La carte du potentiel d'absorption rapporte la croissance du stock de logements (offre) à la croissance démographique (demande potentielle) et permet de déterminer pour chaque région si la construction de logements est excessive ou insuffisante. L'évolution de l'offre est calculée sur la base des demandes de permis de construire et des autorisations de construire sur les six à huit derniers trimestres. Le potentiel de croissance est extrapolé à partir de la croissance démographique des deux dernières années et suppose donc une poursuite de l'évolution. Outre l'activité de construction et la croissance démographique dans chaque commune, sont également prises en compte les communes situées à moins de 15 minutes de route, en fonction de leur proximité.

Sources: OFS, Docu Media, UBS

Par contre, un investisseur sans aucune obligation légale court un risque en augmentant son exposition aux immeubles locatifs. Avec les prix élevés actuels, la question de vendre mérite même d'être examinée. Si l'on pense que les taux atteindront 2% d'ici dix ans, il vaut mieux éviter les immeubles locatifs ou, faute

de quoi, tabler sur des taux d'intérêt négatifs d'actuellement -0,75%. En comparaison à un investissement dans un immeuble bien situé à Zurich, cette stratégie s'avérerait inadéquate uniquement si l'augmentation des taux n'aurait lieu qu'après 2032.

Des taux éternellement bas?

Ces dernières décennies, les taux d'intérêt nominaux (taux réels + prime d'inflation) ont drastiquement baissé dans le monde entier. Depuis le milieu des années 1980, les taux d'inflation tendent partout à la baisse. En outre, dans de nombreux pays, la politique monétaire vise un objectif d'inflation explicite, si bien que les prévisions d'inflation à long terme ont reculé en même temps que la crainte de chocs inflationnistes inattendus. Par conséquent, les investisseurs obligataires acceptaient des primes de durée nettement moins élevées¹.

La deuxième composante des taux nominaux a elle aussi chuté dans la dernière décennie. Le recul des taux d'intérêt réels s'explique par la baisse de la productivité du capital ainsi que par l'évolution démographique. Au cours des 20 dernières années, certains pays émergents ou producteurs de pétrole ont accumulé un confortable matelas financier. De plus, depuis les années 1980, la cohorte démographique ayant entre 40 et 65 ans enfle dans presque toutes les grandes économies; or il s'agit de la période de la vie traditionnellement consacrée à l'accumulation de capital. L'offre croissante de capital se heurte toutefois au déclin de la croissance dans les pays industrialisés, si bien que la productivité attendue du capital (c'est-à-dire le taux d'intérêt réel) recule. La politique monétaire ultra-expansionniste des banques centrales depuis la crise financière n'a fait que renforcer cette tendance à long terme; le déversement de liquidités a accru la pression sur les taux réels.

Une évolution à long terme imprévisible

Les taux faibles devraient rester d'actualité pendant encore longtemps, surtout si le scénario suivant se concrétise: la croissance économique reste anémique dans les pays industrialisés (à cause d'une stagnation de la productivité ou d'un repli démo-

graphique), la dette publique de plus en plus élevée est servie en augmentant la répression financière ou en faisant tourner la planche à billets, et le taux d'épargne reste élevé en raison de l'incertitude persistante.

Toutefois, la vague d'épargne mondiale devrait s'affaiblir avec le temps; en effet, certains pays émergents, à mesure qu'ils se développaient, ont vu se réduire leurs excédents commerciaux ainsi que leurs réserves de change, ce qui devrait donc contribuer à une remontée des taux. On peut en outre supposer qu'avec le vieillissement de la population, le taux d'épargne diminuera dans les pays industrialisés. Enfin, si les perspectives économiques s'éclaircissent, la demande de placements sans risque devrait elle aussi diminuer; les banques centrales reviendront alors progressivement à une politique monétaire normale.

L'avenir est entre les mains des banques centrales

A court terme, nous pensons que les taux d'intérêt en francs suisses regagneront un peu de terrain avec la progression des primes de durée. Compte tenu de la surévaluation du franc par rapport à l'euro, la Banque nationale suisse devrait toutefois maintenir pour le moment son taux négatif de -0,75%. Ce n'est qu'une fois que la Banque centrale européenne aura mis fin à son programme d'achat d'actifs (récemment prolongé jusqu'en 2017) que la BNS pourra à nouveau relever ses taux directeurs; cela ne devrait donc pas se produire avant 2017. D'ici-là, le potentiel de hausse des taux à long terme reste limité.

¹ La prime de durée désigne l'écart de rendement entre emprunts d'Etat à court et à long termes; elle dédommage l'investisseur pour la mise à disposition de son capital pendant une longue période à rémunération fixe.

Révolutions en marche

Elias Hafner, Claudio Saputelli et Maciej Skoczek

Ces dernières années, l'innovation et l'informatisation ont pris de plus en plus de poids dans le secteur de l'immobilier, avec l'impression 3D, les bâtiments passifs ou les visites virtuelles, pour ne citer que quelques exemples. Dans le secteur du bâtiment, les dix prochaines années devraient être le théâtre de profondes mutations.

Par le passé, l'immobilier a souvent été un secteur résistant au changement et lent à adopter les nouvelles technologies. Ainsi, la construction est, parmi les 15 secteurs de l'indice industry digitization 2012 de PricewaterhouseCoopers, celui présentant le plus faible degré d'informatisation. La gestion immobilière, au 11^e rang, se classe aussi parmi les lanternes rouges. Le processus d'innovation et d'informatisation s'est toutefois accéléré ces dernières années. Reste à savoir quelles technologies s'imposeront rapide-

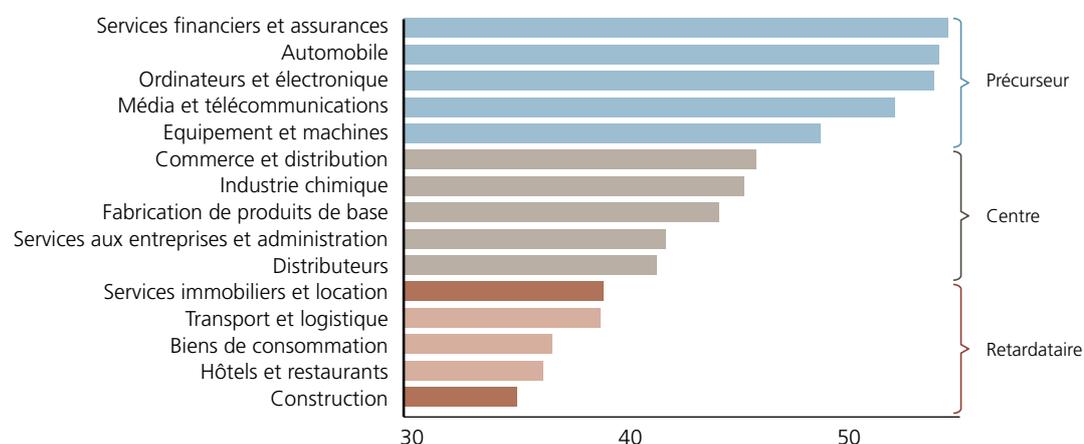
ment comme incontournables et lesquelles resteront enlisées en cours de développement. Par contre, le secteur de l'immobilier présente aujourd'hui un potentiel d'évolution incontestable.

Analyse de site par simulation informatique

Bien choisir un site est l'une des tâches les plus difficiles, et en même temps les plus importantes, dans l'immobilier. Un bon choix de site est la base d'un investissement immobilier réussi. Il convient d'examiner et d'évaluer les divers fac-

Faible informatisation du secteur de la construction

Industry digitization index 2012



Sources: PwC, UBS

teurs avec attention afin d'identifier à temps les risques et les opportunités associées. Avec l'augmentation pharaonique de la puissance de calcul, les simulations de site par informatique s'imposent de plus en plus.

« L'impression 3D permet d'économiser environ 60% de matériaux, 70% de temps et 80% de main-d'œuvre par rapport aux constructions traditionnelles. »

Le système de simulation prend en compte toutes les variables d'environnement et de décision (bassin d'habitation, potentiel de marché, mode de vie, budget, etc.) pour en déduire la réussite potentielle d'un investissement. Il est ainsi possible de modifier diverses variables pour étudier leur impact dans les moindres détails. Des applications Web très conviviales pour l'utilisateur permettent de visualiser les résultats de simulation. Une analyse précoce est le meilleur moyen de prévenir les échecs dès la phase de planification.

Modélisation 3D des données du bâtiment

Une fois le bon site trouvé, il s'agit de planifier la construction. La modélisation des données du bâtiment (Building Information Modeling, ou BIM) par ordinateur permet aux architectes et entrepreneurs d'intégrer leurs informations de planification directement dans des modèles 3D numériques. Le logiciel met en relation et com-

pare en permanence les données du bâtiment. Si l'architecte modifie un élément de son ébauche, tous les paramètres correspondants sont ajustés et mis à jour dans les modèles des planificateurs concernés. Le BIM garantit ainsi un ajustement rapide et continu de la planification aux souhaits et besoins des clients. Le contrôle visuel permanent fait en outre apparaître dès la planification les erreurs qui ne se remarquent aujourd'hui que sur le chantier. Ceci améliore la sécurité de planification ainsi que le contrôle qualité.

Le domaine d'application du BIM ne se limite pas à la planification mais englobe également l'exécution des travaux et la gestion. Il va ainsi bien au-delà des possibilités offertes par les outils de CAO (conception assistée par ordinateur) classiques. Les maîtres d'ouvrage ont malheureusement encore du mal à trouver des équipes de planification formées au BIM. Si le concept s'est déjà imposé aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne ou dans les pays scandinaves, le monde germanophone est encore à la traîne. Cela dit, toutes les soumissions à des appels d'offres publics en Suisse devront être compatibles BIM à compter de 2018.

Bâtiments imprimés en 3D

Les bases de données informatiques BIM posent les jalons de la prochaine révolution dans le secteur du bâtiment: l'impression 3D. Les modèles informatiques BIM peuvent servir de base pour créer des prototypes rapides et bon marché afin de visualiser un immeuble. Mais l'impression 3D ne se limite pas à la confection de modèles réduits. Les médias rapportent que les plus grandes imprimantes 3D, en Chine, sont capables d'imprimer des éléments de cloison ou de toiture pour des immeubles de cinq étages ou des grandes villas. Il y a déjà un an, une entreprise chinoise pouvait imprimer, en l'espace de 24 heures, dix habitations stables de la taille d'une cabane de jardin, pour un prix inférieur à 5000 USD pièce. Les pièces sont imprimées en béton liquide, lui-même fabriqué en grande partie à partir de matériaux de construction recyclés.

On estime que l'impression 3D permet d'économiser 60% de matériaux, 70% de temps et environ 80% de main-d'œuvre par rapport à une construction classique. Pour le moment, la principale inconnue est la stabilité à long terme de ces «maisons express». La technologie ne cesse de progresser. Aux Pays-Bas, une société prévoit de construire un pont en acier au-dessus d'un canal à Amsterdam au moyen d'une imprimante 3D. Des robots «imprimeront» le pont sur place.

Economiser les ressources avec le C2C

Le concept de recyclage «Cradle to Cradle» (C2C, en français «du berceau au berceau») va encore plus loin dans la préservation des ressources. Ce principe d'économie circulaire, ou sans déchet, vise à n'utiliser aucun matériau dangereux pour la santé ou l'environnement. Les produits C2C utilisent donc des «nutriments» issus soit de la biosphère et intégrés au cycle du carbone (c.-à-d. compostables), soit de la technosphère et exploitables en boucle fermée

(p. ex. l'aluminium dans le cycle d'extraction, de traitement, d'utilisation et de récupération du métal). L'approche C2C s'oppose donc directement au traditionnel «Cradle to Grave» («du berceau au cercueil»), où les flux de matériaux n'intègrent absolument pas la question de la préservation des ressources.

Un des plus célèbres bâtiments certifiés C2C est l'immeuble «Woodcube» à Hambourg. Les murs extérieurs, presque exclusivement en bois, mesurent 30 centimètres d'épaisseur. Ils ne contiennent ni colle, ni produits de traitement du bois, ni plastiques, ni peinture ou vernis, ni matériaux isolants autres. On peut donc entièrement démonter l'immeuble et en répandre les débris dans la forêt sans polluer l'environnement. Peut-être l'arrivée du C2C dans la construction n'est-elle pas pour demain, mais le fait qu'il ne s'agisse pas d'une utopie écologique mais bien d'un processus visant à augmenter la rentabilité devrait accélérer son adoption.

Industrialisation des activités de crédit

Le financement de l'immobilier traverse lui aussi une révolution numérique. Les banques sont le moteur du processus d'industrialisation des opérations hypothécaires. De plus en plus de demandes sont traitées par Internet, on privilégie la gestion sans papier et les solutions standardisées. Cela permet de réduire les temps de traitement et d'exécution, de diminuer les risques d'exploitation, de libérer des ressources humaines et d'empêcher l'inflation de la charge administrative malgré une complexité réglementaire croissante.

Les «Smart Contracts», ou contrats intelligents, pourraient aussi faire leur apparition dans le financement immobilier. A l'avenir, une hypothèque intelligente pourrait automatiquement désactiver la clé connectée du propriétaire n'ayant pas payé son échéance dans les délais, et ainsi lui interdire l'accès à son domicile. Ceci accroîtrait à coup sûr la discipline des débiteurs et leurs habitudes de paiement.

L'hypothèque à la portée de tous grâce au financement participatif

Les plateformes de financement participatif, ou «crowdfunding», se développent dans les activités de financement, où elles concurrencent les canaux

traditionnels des banques et assurances. Des ménages ou des entreprises cherchent à y lever des fonds propres ou de tiers pour financer leur projet immobilier. Les bailleurs de fonds, très nombreux, peuvent donc contribuer à l'investissement à hauteur de leurs moyens. La mise en relation est directe, sans intermédiaires financiers. Le financement participatif permet à un particulier, même avec peu de capital, d'investir directement dans l'immobilier.

Pour l'acheteur potentiel, ce système lui donne accès à un financement même si sa solvabilité est fragile, son apport trop faible ou s'il se trouve dans un pays où le système d'accès au crédit est encore sous-développé. En conséquence, les primes de risque et donc les taux hypothécaires exigés sur ces plateformes sont assez élevés. Les montants financés par ce biais sur Internet sont déjà importants en Grande-Bretagne ou dans les pays baltes. En Suisse, les premières plateformes cherchent à s'établir. Etant donné la facilité d'accès au crédit hypothécaire en Suisse et la multitude de possibilités de placements indirects dans l'immobilier, le financement participatif devrait se limiter, du moins à moyen terme, à quelques créneaux de marché risqués.

D'après les estimations d'une étude réalisée par McKinsey et la fondation Ellen MacArthur, la «cradeulisation» de l'économie pourrait permettre à l'industrie d'économiser 1 milliard d'USD par an dans le monde dès 2025.

Economiser l'énergie grâce aux matériaux intelligents

Certains matériaux de construction ne sont pas écologiques par leur caractère recyclable mais par leur contribution au bilan énergétique d'un immeuble. Les matériaux intelligents, ou «Smart Materials», imitent généralement des propriétés naturelles pour diminuer fortement, voire même réduire à néant, la consommation d'énergie externe d'une maison. Selon les constructeurs, l'utilisation de matériaux intelligents pourrait réduire de 30 à 45% la consommation d'eau et d'énergie ainsi que les émissions de CO₂.

La commune de Brütten (ZH) accueille le premier immeuble au monde totalement autonome sur le plan énergétique: il ne dispose d'aucun raccordement aux réseaux énergétiques traditionnels. L'intégration massive de panneaux photovoltaïques dans la toiture et les façades permet de générer suffisamment d'énergie solaire pour couvrir les besoins des habitants en chauffage, éclairage et consommation électrique. Un mécanisme innovant de conversion de l'électricité en hydrogène sert à stocker l'énergie à long terme.

La maison allemande baptisée «Soft House» va encore plus loin: sa façade textile est conçue de façon à ce que les cellules photovoltaïques suivent la trajectoire du soleil. Le bâtiment optimise ainsi la production d'énergie au fil de la journée. Parmi les autres projets d'intérêt, citons la «maison aux algues»: les parois en verre abritent des cultures de microalgues qui utilisent l'énergie solaire pour produire de la chaleur par photosynthèse.

Une maison intelligente pour une meilleure qualité de vie

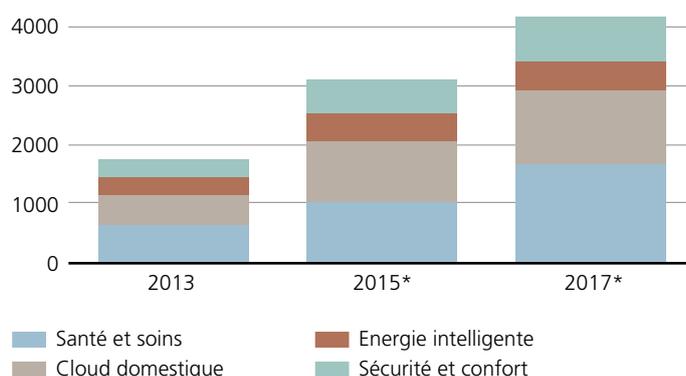
La maison intelligente («Smart Home») résume à elle toute seule le concept d'économie d'énergie en optimisant la consommation énergétique du bâtiment. Elle doit en outre améliorer la qualité de vie ainsi que la sécurité. Chaque appareil de la maison intelligente (chauffage, climatisation, éclairage, cafetière ou distributeur de croquettes pour le chien) est programmable et pilotable à

distance via un smartphone ou une tablette. Pour économiser l'énergie, on peut ainsi couper le chauffage lorsque la maison est vide et le rallumer peu de temps avant de rentrer. Lorsque les occupants sont en vacances, la maison simule leur présence: elle allume les lumières ou la télé, ouvre et ferme et volets, etc., pour décourager les cambrioleurs. Elle peut aussi passer l'aspirateur toute seule ou lancer une machine à laver pendant la journée pour bénéficier des heures creuses.

Pour que le concept de maison intelligente se diffuse à grande échelle, il faudra toutefois rendre la technologie plus accessible financièrement et les appareils compatibles entre eux, et augmenter la sécurité des données. En effet, il ne suffit pas de connecter divers appareils au réseau «Smart Home» pour exploiter pleinement le potentiel de la technologie. Les appareils intelligents déjà installés dans la maison ne sont parfois pas compatibles entre eux. Pour une intégration complète (câblage, montage, mise en service et programmation), il faut compter plus de 30 000 francs pour une maison individuelle. Pour finir, un réseau mal protégé est une cible de choix pour les cambrioleurs et hackers, sans compter le risque que l'exploitant conserve et revende les données.

Croissance du secteur de la maison intelligente

Chiffre d'affaires du secteur européen de la maison intelligente par segment de marché, en millions d'euros



* Estimation

Sources: Deloitte, UBS

Commercialisation virtuelle en 3D

La 3^e dimension est un paramètre de plus en plus important pour vendre une maison. Demain, on pourra visiter un nombre croissant de maisons via Internet. Cette opportunité est rendue possible par les caméras qui scannent une pièce autour d'un point fixe. Les données enregistrées permettent ensuite de générer un modèle 3D fidèle à la réalité. Au lieu de se déplacer, les personnes intéressées peuvent visiter l'objet à l'écran, depuis chez elles. D'autres logiciels permettent même de voir dans le futur: en enfilaient des lunettes spéciales, le futur habitant peut se déplacer dans un modèle en trois dimensions élaboré à partir des plans de construction. Il devient ainsi possible de meubler sa maison avant même le début des travaux, d'assortir couleurs et matériaux ou même d'adapter le plan de sol à ses désirs.

« Le secteur immobilier ne devrait toutefois pas rester à la traîne des autres secteurs en matière de progrès technologiques dans la décennie à venir. »

Il n'existe malheureusement pas encore de lunettes de réalité virtuelle permettant de voir l'avenir du secteur immobilier. Ce dernier ne devrait toutefois pas rester à la traîne des autres secteurs en matière de progrès technologiques dans la décennie à venir, voire même rattraper son retard actuel dans ce domaine.

Registre foncier 2.0

Sous l'appellation «e-gouvernement», l'informatique a aussi révolutionné l'administration. Le registre foncier se situe à l'interface entre cette dernière et le marché immobilier. A l'avenir, des informations centrales du registre foncier pourront faire l'objet d'un échange automatique lors de l'octroi d'hypothèque, ce qui allégerait la charge de travail pour les banques comme pour l'administration. Aujourd'hui déjà, la plateforme Terravis propose un système de renseignement électronique centralisé, à l'échelle de la Confédération. Le portail permet de consulter, via une unique interface, les informations des registres fonciers pour plus de la moitié des cantons.

Le registre foncier se gère donc ainsi de façon complètement autonome. Le Honduras planche actuellement sur l'introduction d'un système reposant sur les chaînes de blocs, le principe qui soutient la monnaie virtuelle bitcoin. La gestion du registre foncier ne sera plus centralisée, mais décentralisée, ce qui évite les problèmes de falsifications par des fonctionnaires corrompus. Le code du programme contenant toutes les entrées du registre foncier est donc distribué à travers le pays entier, d'où plus de transparence et une meilleure protection des droits fonciers. En Suisse, la numérisation du registre sert avant tout à abaisser sensiblement les frais pour l'émission d'extraits, les saisies et modification manuelles, ainsi que les dépenses de certification notariale.

50 ans de propriété par étages

D'un marché de niche à une nouvelle source d'espoir

Claudio Saputelli et Sandra Wiedmer

Ce n'est qu'en 1965 que la propriété par étages a fait son entrée dans le code civil suisse. Elle s'adressait à l'origine aux familles et à la classe moyenne. Aujourd'hui, les logements en propriété concernent aussi le segment de luxe et servent de plus en plus de véhicule de placement.

Convaincus que «*communio est mater rixarum*» (la communauté est mère de la discorde), les rédacteurs du code civil suisse (CCS), en 1907, ont refusé de réglementer la propriété par étages au niveau fédéral. Si cette décision nous semble incroyable aujourd'hui étant donné la popularité des logements en propriété, à l'époque elle n'a guère fait débat. En effet, au début du XX^e siècle, la propriété par étages ne concernait qu'une poignée de personnes. C'est pourquoi cette forme de propriété est restée du ressort de la législation cantonale jusqu'au milieu des années 1960. La mise en place de la propriété par étages a donc eu lieu plus tardivement que dans les pays voisins, où la crise du logement au lendemain de la Seconde Guerre mondiale a favorisé l'émergence de nouvelles formes de logement.

Le fractionnement de la propriété, une réponse à la pénurie

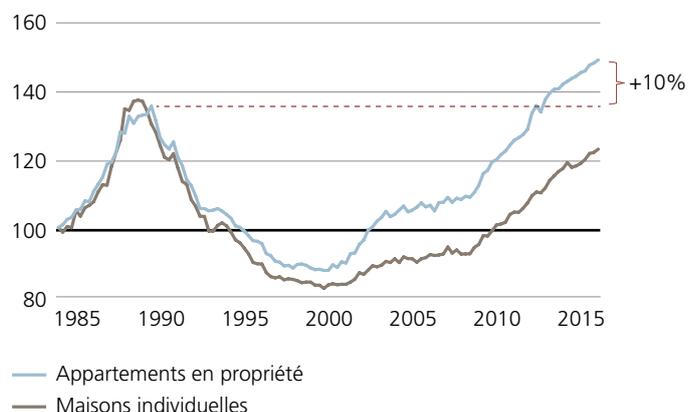
L'expansion vigoureuse des lotissements a entraîné une raréfaction et un renchérissement des terrains constructibles à la périphérie des villes, d'où une évolution des mentalités en Suisse également. On craignait alors que les classes moyennes n'aient plus les moyens de posséder leur propre maison et que les personnes physiques se fassent évincer par les sociétés et les personnes morales sur le marché immobilier.

C'est pour cette raison qu'une loi fédérale, introduite dans le cadre de la révision partielle du CCS

en 1965, a défini les conditions de création d'une propriété collective. Découper un immeuble en plusieurs logements en propriété devait permettre de répartir les frais d'achat et de construction entre plusieurs propriétaires et donc de rendre la propriété du logement de nouveau supportable. La propriété par étages devait aussi faciliter le partage successoral des immeubles existants et aider les entreprises à faire l'acquisition de surfaces de bureau, de vente ou de stockage.

Les prix des maisons en propriété au plus haut

Indice des prix de l'offre corrigés de l'inflation pour les appartements en propriété et les maisons individuelles, indice 100 en T1 1985



Sources: Wüest & Partner, OFS, UBS

Un succès qui dément les esprits chagrins

Les opposants à une unification de la législation craignaient que la révision du CCS n'aboutisse à une dégradation de l'état des immeubles car les divergences de point de vue empêcheraient les rénovations. Ils prétendaient également que les coûts de construction allaient augmenter car toute hausse, étant partagée entre plusieurs propriétaires, apparaîtrait moins importante. Nous allons donc assister à une flambée des prix.

Pourtant, la propriété par étages a très vite connu une popularité croissante, devenant la troisième forme de logement du pays. Entre 1990 et 2000, le nombre de premiers logements en propriété par étages a été multiplié par deux, passant de 122 000 à 238 000 unités. Si, en 1970, la propriété par étages ne représentait que 0,6% de l'ensemble des logements, ce chiffre était passé à 2,4% dix ans plus tard et à 8% en 2000.

Depuis le début du XXI^e siècle, la propriété par étages croît à un rythme vertigineux, que la faiblesse des taux hypothécaires ne fait que renforcer. Entre 2000 et 2015, le nombre de premiers logements en propriété par étages a encore augmenté de 80% pour atteindre 425 000. Autrement dit, plus d'un logement sur trois construit depuis l'an 2000 est en propriété par étages. Cette croissance relativement rapide est l'une des raisons qui expliquent l'augmentation rapide du taux de propriété du logement dans la population, passé de 28% en 1970 à plus de 37% en 2013.

Immobilier de luxe et investissement locatif

Si, au siècle dernier, les logements en propriété étaient principalement un outil d'accession à la propriété pour les classes moyennes, la hausse des prix du foncier a contribué à faire percer la propriété par étages dans le segment des biens de luxe. Début 2013, les logements en propriété par étages d'un prix supérieur à deux millions représentaient tout juste 6% des transactions, contre seulement 2% en 2007. La hausse des standards de construction dans les logements en propriété se remarque aussi au niveau des investissements. Ainsi, les investissements dans des nouveaux immeubles (y compris les maisons individuelles) ont progressé de 53% en moyenne depuis 1996.

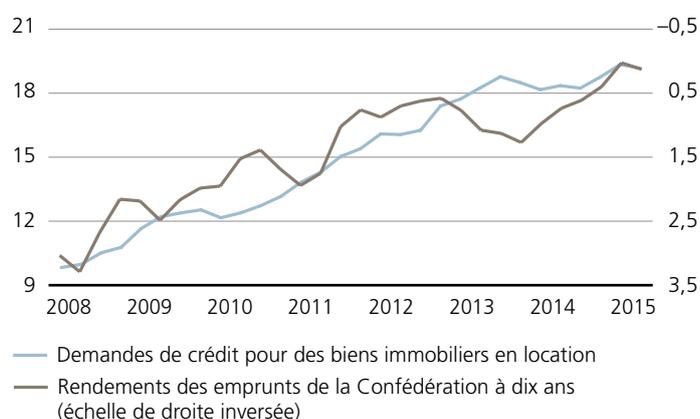
Les logements en propriété sont de plus en plus recherchés en tant qu'investissement locatif (par investissement locatif, on entend l'achat de logements en propriété par des ménages afin de les louer). Cette tendance se reflète dans les demandes de crédit auprès d'UBS: depuis 2007, la proportion des demandes de crédit concernant des biens non destinés à un usage propre a progressé pour atteindre 19% de toutes les demandes. La propriété par étages permet ainsi aux investisseurs privés ne disposant pas d'un capital important de réaliser un investissement direct dans l'immobilier.

L'avenir du logement

En 50 ans, la propriété par étages est passée d'un marché de niche à un moteur de croissance incontournable du marché suisse de l'immobilier. Toutefois, son attrait en tant qu'objet de placement devrait quelque peu pâlir. Les bonnes performances des investissements réalisés ces dernières années sont en grande majorité imputables à des plus-values qui ne devraient pas se reproduire. Le risque de vacance d'un appartement, difficile à diversifier, rend le rendement locatif peu attractif par rapport à celui d'un investissement dans un immeuble.

L'absence de placements dope l'investissement locatif

Part des demandes de crédit auprès d'UBS pour des immeubles destinés à la location et rendement des emprunts de la Confédération à dix ans, en %



Sources: BNS, UBS

Par contre, la propriété par étages devrait rester une forme de logement privilégiée. A l'avenir également, le coût élevé du foncier obligera à diviser un terrain en unités d'habitation de plus en plus petites. Alors que la Suisse cherche à augmenter la densité de l'habitat, la propriété par étages est même porteuse d'espoir en ce sens pour les responsables politiques.

« A l'avenir également, le coût élevé du foncier obligera à diviser un terrain en unités d'habitation de plus en plus petites. »

Fonds de rénovation

Une pomme de discorde potentielle entre propriétaires...

Le dicton «la communauté est mère de la discorde» n'est pas complètement injustifié au sujet des propriétés par étages. Par exemple, la loi n'impose pas l'existence d'un fonds de rénovation qui servirait à financer les futures rénovations des parties communes de l'immeuble. Une étude de la Haute école de Lucerne et de l'Office fédéral du logement a révélé que, si plus de 80% des communautés de propriété par étages de l'agglomération lucernoise possédaient un fonds de rénovation, ce dernier ne couvrirait en moyenne que la moitié des frais de rénovation collectifs. Seuls 6% des communautés abondent le fonds de rénovation au taux minimal annuel, qui serait de 1% de la valeur d'assurance du bâtiment en faisant l'hypothèse très optimiste d'un taux d'épargne de tout juste 3%.

Si le fonds de rénovation de la communauté est inexistant ou insuffisamment doté, la rénovation de l'immeuble peut entraîner des difficultés financières ainsi que des disputes entre propriétaires. Les propriétaires procéduriers sont aussi une source de conflits, capables de paralyser toute une copropriété lors de la prolongation d'un droit de superficie ou d'une rénovation. Si cette situation est avant tout une source d'irritation pour les autres propriétaires par étages, elle peut grandement diminuer le rendement d'un investissement locatif. Il est parfois difficile de louer un logement vieillot, ce qui a un impact négatif sur le rendement global.

... mais aucune urgence actuellement

C'est pourquoi des spécialistes estiment qu'il est possible d'améliorer les fondations juridiques de la propriété par étages. Ils préconisent par exemple une obligation partielle d'abondement avec constitution d'un fonds de rénovation minimal, et un renforcement de la position juridique de la communauté face aux propriétaires individuels. Cela s'apparente toutefois à mettre les propriétaires sous tutelle. En outre, une telle législation serait superflue étant donné que les dispositions régissant la propriété par étages ne sont en majorité pas contraignantes mais uniquement dispositives (non impératives). Les propriétaires peuvent donc choisir d'y déroger selon leur situation, soit en le mentionnant dans le règlement de propriété par étages, soit en faisant adopter une résolution de la communauté des propriétaires. Une rédaction précise de ces règlements suffirait ainsi à éviter de nombreux litiges. Par ailleurs, la présence d'un fonds de rénovation sous-doté ne veut pas forcément dire que la communauté ne pourrait pas faire face aux rénovations. En effet, les propriétaires peuvent privilégier des solutions plus flexibles, telles qu'un compte bloqué.

Pour une baisse des subventions aux logements d'utilité publique

Matthias Holzhey

Le logement d'utilité publique promet mixité sociale et loyers équitables, mais peine à tenir ses promesses. Le subventionnement par l'Etat, coûteux et peu transparent, favorise souvent les mauvaises personnes et attise les convoitises.

En Suisse, les structures coopératives ont une longue tradition d'existence. Au tournant des XIX^e et XX^e siècles, la gestion de la production agricole ainsi que des coopératives de consommation ou de construction et d'habitation a été confiée aux associations d'entraide, prenant le relais de la gestion partagée des biens communaux. La principale différence entre une organisation sous forme de coopérative d'habitation et sous forme de propriété par étage ou société anonyme est que, dans le premier cas, la hausse de la valeur foncière n'augmente pas la valeur des quotes-parts. Le sociétaire doit habiter dans la coopérative pour profiter de son investissement. A l'inverse, le sociétaire suivant achète à un prix moins élevé et profite donc de l'investissement de son prédécesseur. Le logement d'utilité publique garantit ainsi un logement abordable aux générations futures malgré la hausse de la valeur foncière.

L'indispensable soutien public aux coopératives d'habitation

C'est lorsque les loyers du marché flambent que les coopératives de construction et d'habitation apparaissent comme un outil politique pour alléger les tensions sur le marché de l'immobilier locatif. Les responsables politiques des grandes villes donnent alors de la voix pour réclamer plus

Logements d'utilité publique: état des lieux

En Suisse, l'Etat possède environ 80 000 logements, et les coopératives de construction et d'habitation quelque 200 000 autres. Au total, ce sont donc entre 5 et 7% du stock de logements qui relèvent du marché d'utilité publique*. En moyenne, ces logements affichent un loyer de 20 à 30% inférieur à ceux pratiqués sur le marché privé (non régulé). La différence dépasse même souvent 50% par rapport aux prix demandés pour les nouvelles locations. C'est le canton de Bâle-Ville qui possède la plus forte proportion de logements d'utilité publique (10,2%), suivi par ceux de Zurich et de Lucerne, avec respectivement 9 et 7,8%. Ce pourcentage atteint même 20% au sein de la ville de Zurich.

*Un logement d'utilité publique vise à fournir durablement un hébergement à des conditions financières abordables. Il existe également des coopérations ne poursuivant pas un but d'utilité publique, ou bien des coopératives de propriétaires, mais qui ne représentent qu'une minorité.

de logements d'utilité publique, arguant du besoin de mixité sociale et de logements abordables. L'argument sous-jacent est que le jeu de l'offre et de la demande sur le marché non régulé aboutit à des loyers insupportables pour les ménages.

Malheureusement, lorsque le coût du foncier est élevé, la forme coopérative n'est guère attractive sans subvention. Si, pour fonder une coopérative de construction et d'habitation, il faut acheter le terrain ou l'immeuble au prix du marché, les loyers demandés seront équivalents à ceux du marché. Et si les loyers du marché chutent, la coopérative risque de se retrouver avec des logements vacants, ou même en faillite. Si les nouvelles coopératives veulent pouvoir proposer des logements abordables au plus haut du cycle de l'immobilier, elles doivent être massivement subventionnées.

Cet indispensable soutien public s'effectue généralement de manière invisible, soit en cédant des terrains constructibles à bas prix ou en contribuant «à fonds perdus» aux frais de construction. La cession ou le classement en zone constructible est un outil particulièrement privilégié, car il ne coûte rien directement à l'Etat. En outre, le foncier n'étant généralement pas comptabilisé à sa valeur de marché dans les bilans publics, le transfert de propriété n'a pas de conséquence financière majeure. Ce n'est qu'en tenant compte des revenus potentiels que tirerait l'Etat d'un autre usage du sol qu'on peut mesurer le véritable coût de l'opération.

Prenons un exemple concret pour illustrer ce calcul: un hectare de zone urbaine bien situé à Zurich peut accueillir environ 200 logements de 80 mètres carrés chacun. Loués à la valeur du marché, ceux-ci généreraient un revenu locatif annuel d'environ 6,5 millions de francs. En comptant que l'Etat cède généralement le terrain à 10% de sa valeur de marché, on obtient un loyer fixé sur la base des coûts de 1200 francs par mois et donc un revenu locatif annuel d'environ 3 millions de francs. La subvention s'élève donc à environ 1400 francs par logement et par mois, soit peu ou prou le loyer maximal versé par l'assistance sociale pour un foyer de deux personnes.

La coopérative d'habitation dans les endroits bien situés a donc un coût élevé pour la collectivité. Se pose donc la question de savoir si cette forme d'organisation est vraiment efficace pour lutter contre les déséquilibres de l'économie de marché, tels que les loyers trop élevés et l'absence de mixité sociale.

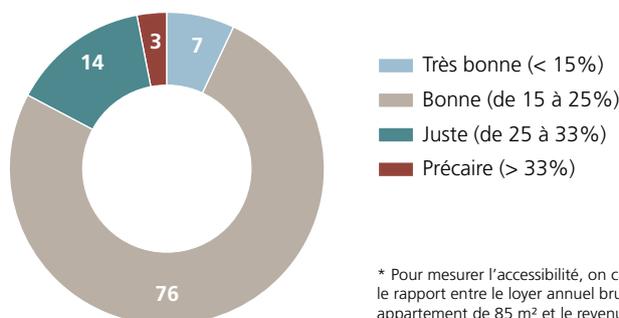
La fable des loyers inabordables

L'hypothèse de base que les logements sont globalement inabordables repose sur des fondations peu solides, qu'aucune donnée ne vient étayer.

Primo, l'évolution historique des loyers contredit cette thèse. Selon l'indice national des prix à la consommation, le coût réel du logement locatif en Suisse était en 2013 supérieur de 20% à sa valeur de 1934. Toutefois, la superficie moyenne des logements a nettement progressé entre-temps. Le prix au mètre carré a donc en fait baissé durant cette période. Ni le doublement de la population ni la multiplication par trois du revenu par habitant depuis 1934 n'ont fait grimper le prix au mètre carré.

Des loyers globalement supportables

Répartition des ménages suisses par accessibilité*, en %



* Pour mesurer l'accessibilité, on calcule le rapport entre le loyer annuel brut d'un appartement de 85 m² et le revenu brut annuel (loyer et revenu médian par commune, pondération en fonction de la population)

Sources: OFS, Wüest & Partner, AFC, UBS

Deuxio, le niveau actuel des loyers en Suisse est tout à fait supportable au vu du revenu brut médian. Ce dernier s'établit à tout juste 90 000 francs, tandis que le loyer médian d'un logement de trois pièces s'établit à quelque 1500 francs. Le loyer représente donc une charge nettement inférieure à 25% du revenu. Sans compter que, pour la majorité des ménages locataires, les coûts réels sont nettement plus faibles. En effet, les loyers en cours (loyers pour rapports locatifs maintenus) sont en moyenne d'environ 25% inférieurs aux loyers proposés (loyers pour relocation, première ou nouvelle location) en Suisse.

« Le sociétaire lambda d'une coopérative d'habitation n'a donc pas plus besoin d'aide que la moyenne de la population. »

Tertio, une comparaison commune par commune entre le revenu moyen et les loyers bruts d'après les petites annonces indique que le problème est très circonscrit au plan géographique. Sur 2300 communes analysées, le loyer ne représente plus de 25% du revenu brut que dans 129 communes. La situation est véritablement précaire dans 28 communes, où le loyer pèse plus d'un tiers du revenu brut, et presque la moitié du revenu disponible. Toutefois, en dehors de Genève, de Carouge (GE) et de Presinge (GE), il s'agit exclusivement de communes montagnardes touristiques.

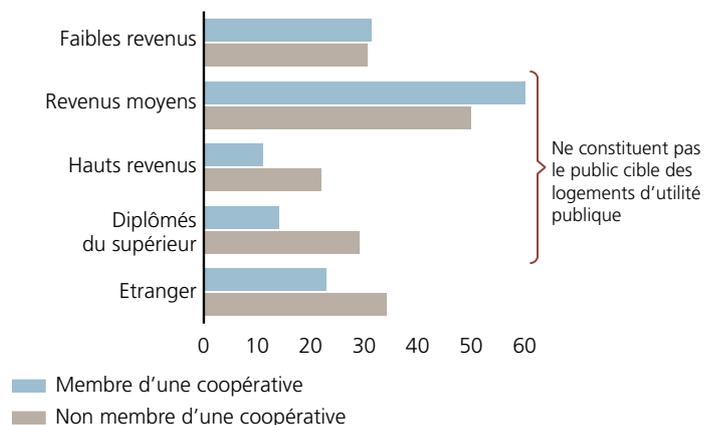
Une aide minimale pour ceux qui en ont vraiment besoin

Typiquement, les endroits où les coopératives d'habitation sont le plus favorisées sont les zones urbaines chères ou les communes à forts revenus, où les bénéficiaires de l'aide sociale, notamment, n'ont pas les moyens de se loger dans le parc privé. En pratique toutefois, les logements sont destinés aux familles de la classe moyenne, et plutôt aux personnes susceptibles de participer à la vie de la commune. Le besoin en logements véritablement d'utilité publique, pour les couches de la population les moins favorisées, n'est qu'un aspect mineur de la promotion des coopératives d'habitation. La mixité sociale tant recherchée s'arrête en bas de la classe moyenne, afin de ne pas attirer des bénéficiaires de l'aide sociale, qui ne sont guère désirés.

Peu de données réelles appuient l'assertion selon laquelle les coopératives d'habitation favorisent la mixité sociale. On sait par contre que la hausse des loyers dans le parc privé augmente la demande en aides de l'Etat. Aujourd'hui, près de 680 000 personnes, soit environ 15% des contribuables, perçoivent des prestations complémentaires ou des allocations. Toutefois, la plupart des coopératives ne constituent pas vraiment une aide pour ces personnes. En effet, les

Sous-représentation des diplômés, des étrangers et des hauts revenus

Répartition des habitants selon différents critères, en %



Sources: enquête auprès de la population réalisée par la ville de Zurich en 2009, UBS

habitants des logements d'utilité publique sont globalement assez représentatifs de la société, et les bas revenus n'y sont pas plus représentés qu'ailleurs. Par rapport à l'ensemble de la société suisse, on trouve dans les coopératives moins d'étrangers et moins de personnes ayant une formation universitaire, mais plus d'enfants et plus de bénéficiaires de l'AVS. En outre, le pourcentage de personnes à très hauts revenus y est quelque peu inférieur, tandis que les revenus moyens sont surreprésentés, comme l'a montré une étude réalisée en 2011 parmi les coopératives d'habitation de la ville de Zurich. Le sociétaire lambda d'une coopérative d'habitation n'a donc pas plus besoin d'aide que la moyenne de la population.

Dure confrontation avec la réalité

C'est toujours au plus haut du cycle des prix que l'injonction de construire plus de logements abordables se fait entendre. Cependant, la construction de toujours plus de logements d'utilité publique ne résout pas la pénurie de logements puisqu'elle ne suspend pas le principe économique de base, à savoir l'offre et la demande (voir l'exemple de Singapour à droite). La baisse de prix des logements alimente une demande toujours plus élevée et impossible à satisfaire – un cercle vicieux de convoitise sans fin.

Le débat néglige trop souvent le coût élevé des subventions publiques aux nouvelles coopératives d'habitation construites dans les centres-villes ou les communes à forts revenus. En outre, la forme que prend le soutien aux coopératives dans de nombreux lieux détourne le concept d'utilité publique. Ce n'est qu'en définissant et en faisant respecter des seuils supérieurs de revenus (plus) stricts que les coopératives d'habitation pourront réellement contribuer à soulager la pénurie de logements bon marché à destination des populations défavorisées, et ainsi remplir réellement leur mission «d'utilité publique».

Logements sociaux haut de gamme à Singapour

La cité-Etat de Singapour possède plus d'un million de logements, dont la grande majorité est vendue aux citoyens singapouriens sous la forme de droits de superficie. La propagande affirme ainsi que 90% des Singapouriens (de nationalité singapourienne ou résidents permanents), soit deux tiers de la population totale, profitent ainsi d'un logement bon marché. Le principe «Un logement par citoyen» est de loin le principal programme social à Singapour. C'est l'agence publique de gestion des logements qui octroie les hypothèques pour l'achat, tandis que l'épargne de prévoyance vieillesse sert souvent de fonds propres. Les logements publics ont une qualité comparable à celle du privé, et le nombre de sans-abris est pour ainsi dire nul.

Toutefois, cette belle façade dissimule de profondes failles. La construction du parc de logements publics n'aurait pas pu être financée sans la croissance économique ni l'expropriation des propriétaires fonciers. Seuls les citoyens singapouriens ont accès à ces logements, ce qui veut dire qu'un tiers de la population, en majorité les immigrants chinois mais aussi les expatriés occidentaux, dépend du marché privé, où la pénurie est la règle. Les prix ont donc explosé, compliquant la recherche de logements des non-résidents. Le niveau des prix est tel que de plus en plus de Singapouriens aisés doivent se rabattre sur les logements publics. Pour faire face à la demande de logements abordables, l'Etat doit construire de plus en plus, y compris des luxueux «logements sociaux haut de gamme». Les standards d'habitation modestes et les règles d'occupation initialement strictes ont été de plus en plus assouplis, si bien que les couches supérieures de la population se sentent pénalisées. Singapour a poussé jusqu'à l'absurde le concept de logement social.

Les meilleurs emplacements s'arrachent

Matthias Holzhey

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Stratégie

Pour les immeubles de bureau de catégories B et C des primes de risque records doivent être versées. Avec l'amélioration graduelle des perspectives, le différentiel de rendement en faveur des meilleurs emplacements devrait se réduire. Aujourd'hui, la région la plus intéressante pour investir dans les surfaces de bureaux est la Suisse centrale.

Le marché suisse des surfaces de bureaux est soumis à deux forces. D'une part, les investisseurs sont prêts à payer de plus en plus pour des flux de revenus assurés. L'année dernière, les rendements initiaux maximum des immeubles de bureau sont descendus à un plancher historique de 2,5%, contre 3% en début d'année. Cela correspond à une hausse des prix de presque 20% et reflète la pression exercée par les taux négatifs et la nouvelle baisse des prévisions de taux à moyen terme des obligations d'Etat. D'autre part, les investisseurs sont de plus en plus exigeants sur la sécurité des flux de revenus, étant donné l'excédent actuel de l'offre et la tendance à la baisse des loyers. C'est pourquoi le rendement initial net de 2,5% ne devrait concerner qu'une minorité des transactions portant sur des immeubles dans les emplacements les plus prisés, avec des contrats de bail à loyer assurés à long terme.

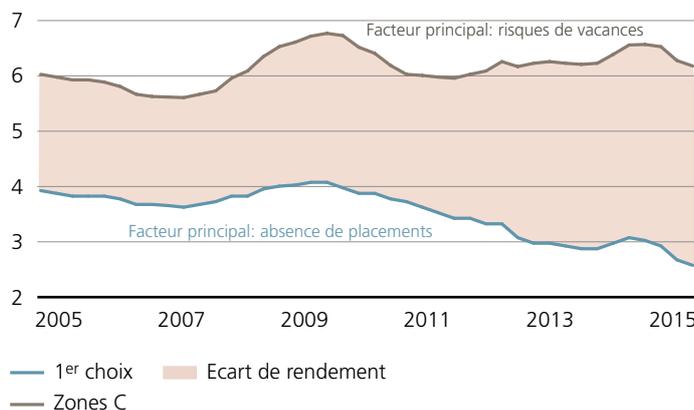
L'absence d'une telle sécurité rend cependant de nombreux investisseurs réticents. Les prix des surfaces mal situées, présentant des rapports de location peu avantageux ou même vacantes n'ont guère progressé ces dernières années. Le différentiel de rendement s'est donc logiquement creusé entre les catégories A et C depuis 2008. Le rendement initial d'un immeuble de catégorie C s'établit actuellement à 6%, soit 3,5 points de pourcentage de plus que pour la catégorie A. Il s'agit d'un record absolu.

Stabilisation graduelle des vacances et des loyers

Les permis de construire fournissent une assez bonne évaluation de l'évolution des investissements, et donc de l'augmentation des surfaces ces deux dernières années. Les nouvelles constructions pourraient chuter de 40% et ainsi redescendre au niveau de 2008, avant le début de la bulle des surfaces de bureaux.

Aversion des investisseurs pour le risque

Rendements initiaux nets des surfaces de bureaux, emplacements de choix et C (environ), en %



Sources: Colliers, Wüest & Partner, UBS



Tour Roche (bâtiment 1) Bâle

« L'offre et la demande de nouvelles surfaces de bureau devraient globalement s'équilibrer dans les deux années à venir. »

Par contre, il est particulièrement difficile de prévoir l'évolution de la demande. Globalement, la croissance de l'emploi de bureau s'est montrée très résiliente depuis la fin des années 1990. Hormis une phase de stagnation en 2002, l'emploi et donc la demande en postes de travail ont progressé chaque année. En outre, dans les périodes fastes de 1999/2000 et de 2006/2007, le secteur a créé plus de 50 000 emplois par an, soit une demande de plus de 900 000 mètres carrés supplémentaires, l'équivalent de 12 tours Roche à Bâle.

Depuis 2009 toutefois, cette croissance a été divisée par deux. Qui plus est, environ 40% des nouveaux emplois créés le sont dans le secteur public ou semi-public, ce qui n'est guère de nature à réjouir l'investisseur. En effet, l'administration, les établissements scolaires ou de santé construisent généralement eux-mêmes une par-

tie des surfaces de bureaux nécessaires. L'année dernière, les nouveaux postes de travail créés dans le secteur privé n'occupaient que la moitié des surfaces de bureaux nouvellement créées.

Les perspectives conjoncturelles n'étant que modérément optimistes, la croissance de l'emploi de bureau devrait être du même ordre de grandeur cette année et l'année prochaine, avec toujours un poids prépondérant du secteur public. D'ici fin 2017, nous évaluons grosso modo à 800 000 mètres carrés la demande supplémentaire, pour 700 000 mètres carrés de nouvelles constructions. Au niveau de la Suisse, les données du marché indiquent aussi un recul des inégalités, ce qui devrait stabiliser à terme les vacances et la pression sur les loyers.

Le goût pour le risque, un pari payant

L'*UBS Swiss Office Space Investment Index* signale toujours une attractivité légèrement négative des investissements dans les surfaces de bureaux. La situation devrait toutefois s'améliorer à moyen terme. Au bout de sept années de fuite ininterrompue vers les surfaces les mieux situées, et l'envolée des primes de risque sur celles de seconde zone, il convient de se demander s'il est vraiment intéressant à long terme d'acquérir des locaux affichant un risque de vacance élevé.

Du fait de la faiblesse des rendements initiaux, les immeubles de catégorie A sont particulièrement sensibles à toute modification des taux. Le potentiel de réévaluation est en outre très limité, sans compter que la pérennité des revenus locatifs dans les meilleurs emplacements est loin d'être assurée. Par contre, les immeubles de catégorie B ou C représentent des opportunités intéressantes à moyen terme pour les investisseurs avec un certain goût du risque. Même si les risques de vacances devraient s'accroître dans un premier temps, la lente amélioration des conditions sur le marché devrait faire baisser le différentiel de rendement à moyen terme.

Analyse régionale

Les investissements dans la construction d'immeubles de bureau ont tendance à nettement reculer en Suisse. Autour du lac Léman, les investissements attendus pour 2016/2017 demeurent toutefois supérieurs à la croissance actuelle du secteur tertiaire. On peut faire le même constat dans la région de Bâle, même si l'immobilier de bureau y est dominé par les grands groupes pharmaceutiques qui possèdent leurs propres immeubles de prestige, ce qui complique la comparaison avec la croissance de l'emploi. Dans le grand Zurich, l'offre et la demande sont à peu près équilibrées. Dans la Suisse centrale (Lucerne et Zoug), la croissance de la demande est bien supérieure à celle des nouvelles surfaces.

La répartition sectorielle de la croissance de l'emploi est un paramètre important de la demande en surfaces de bureaux, même si l'effet régional ne se fait sentir qu'avec retard. Les données de 2011 à 2013 font apparaître quelques tendances nettes. Par exemple, l'emploi de bureau dans le secteur privé affiche un bon dyna-

misme en Suisse centrale, tandis que les secteurs des services financiers et du conseil aux entreprises, poids lourds de l'économie genevoise, marquent le pas. Seule la croissance de l'emploi public ou semi-public a permis d'éviter un recul de l'emploi dans le canton de Genève. Dans la ville et la région de Zurich, les secteurs à l'excellente santé financière (services financiers, conseil, cabinets d'avocats et bureau d'études) affichent toujours une faible croissance, nettement inférieure à celles des secteurs parapublics tels que la santé.

L'évolution divergente de l'emploi se reflète également dans les surfaces proposées sur le marché. En 2015, le taux de vacance des bureaux a connu une nette augmentation à Genève (+2,4 points de pourcentage en glissement annuel), ce qui le porte au niveau record de 3,9% actuellement. A l'inverse, le taux de vacance a quelque peu reculé à Zurich pour s'établir à 2,8%. La tendance à la hausse des vacances initiée en 2012 semble donc s'inverser.

Les loyers devraient baisser à Genève. Pourtant, les loyers demandés sont en retard sur cette évolution. Ainsi, les meilleurs emplacements s'y louent actuellement toujours 800 francs le mètre carré, tandis qu'un emplacement équivalent ne coûte toujours que 600 francs/mètre carré à Zurich, qui a connu une forte correction en 2012. Mais le différentiel réel devrait être inférieur, puisque les locataires obtiennent généralement des rabais importants sur les loyers demandés, sous forme soit de périodes offertes soit d'une participation aux frais d'aménagement. Les loyers demandés à Genève devraient bientôt intégrer une correction de 10-15%, qui se reflètera également dans les évaluations.

UBS Swiss Office Space Investment Index

L'UBS Swiss Office Space Investment Index, qui mesure l'attractivité des investissements directs dans des surfaces de bureaux en Suisse, s'établit actuellement à -0,14. Nous trouvons donc les investissements forts peu attractifs et invitons à une prudence accrue en cas d'achat. Depuis le point bas de 2014, les perspectives se sont toutefois nettement éclaircies.

Perspective d'évaluation: domination de l'immobilier coté

Les investissements dans les bureaux offrent des rendements très attractifs par rapport aux placements plus sûrs. Actuellement, le rendement des surfaces de bureaux offrent un excédent de rendement de respectivement 2,5 et presque 2 points par rapport aux obligations d'Etat à dix ans et aux obligations d'entreprise à long terme, ce qui est très tentant. Historiquement aussi, cette différence de rendement dépasse clairement la moyenne.

Toutefois, le rendement reste faible comparé au rendement sur dividendes du marché suisse des actions. Il y a encore dix ans, les rendements initiaux des bureaux les mieux situés pouvaient être supérieurs de 2 points aux rendements sur dividendes. Aujourd'hui, ils leur sont inférieurs de 0,5 point. Les actions restent donc un placement assez attractif.

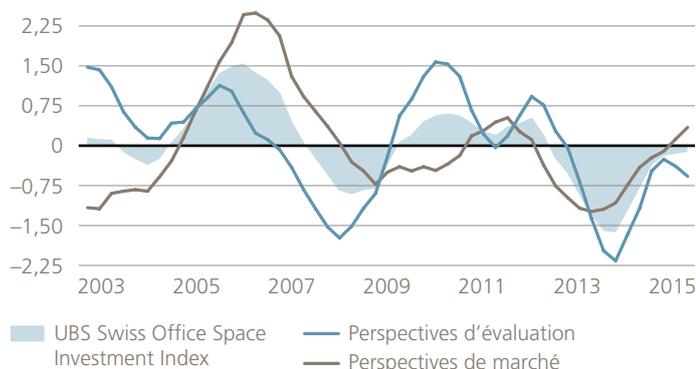
La comparaison avec les actions ou les fonds immobiliers cotés est encore plus défavorable aux investissements directs dans les immeubles de bureau. Le rendement sur dividendes moyen des actions immobilières atteint 4,5%, niveau bien supérieur au rendement initial des surfaces de bureaux aux emplacements les plus prisés. Selon l'Investment Property Databank (IPD), ce chiffre dépasse même le rendement moyen des immeubles commerciaux.

Perspectives de marché: embellie en vue

Les perspectives se sont progressivement améliorées au cours des derniers trimestres, pour repasser en terrain positif. Certes, les surfaces disponibles sur le marché ont augmenté, mais elles restent largement inférieures aux sommets atteints après la récession de 2003. Le tassement des projets d'investissement, notamment, a eu un impact positif. L'offre et la demande en nouvelles surfaces de bureau devraient donc globalement s'équilibrer dans les deux années à venir.

Attractivité légèrement négative des investissements

UBS Swiss Office Space Investment Index et sous-indices



Source: UBS

L'UBS Swiss Office Space Investment Index 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'investissements 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.

Guère d'amélioration en vue

Claudio Saputelli et Sandra Wiedmer

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Stratégie

Pour le commerce de détail suisse, le choc subi par le franc risque d'être à l'origine de la pire chute des chiffres d'affaires depuis 30 ans. Le potentiel de hausse des loyers pour les surfaces commerciales sera donc très limité l'année prochaine également. L'expansion des centres commerciaux devrait rester modérée.

L'abandon du cours plancher EURCHF mi-janvier 2015 a déclenché un véritable séisme à différents niveaux de l'économie suisse. Le commerce de détail en particulier a souffert de l'appréciation fulgurante du franc au cours des premiers mois de l'année. En effet, acheter à l'étranger est devenu du jour au lendemain 20% moins cher pour les ménages suisses. Les répercussions ne se sont pas fait attendre: dès février 2015, le chiffre d'affaires du secteur a chuté de 4% en valeur nominale et de 3% en valeur réelle par rapport à l'année précédente. Il s'agit du plus violent plongeon depuis 2003. Sur cette période, l'Office fédéral de la statistique indique que la plus forte baisse enregistrée a été de 2,6% en septembre 2009.

Achats à l'étranger, baisse du tourisme et fléchissement conjoncturel: les trois maux du commerce de détail

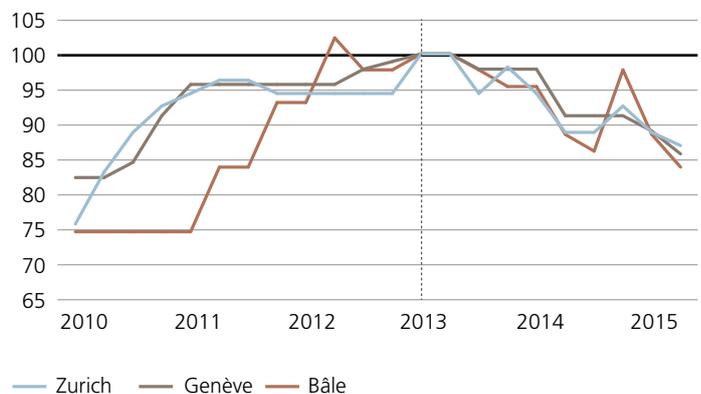
D'après les estimations 2015, le commerce de détail suisse risque de subir la plus forte baisse de son chiffre d'affaires depuis au moins 30 ans, et ce à cause de la force du franc. Pour cette année, nous tablons sur -2,5% en valeur nominale, soit un manque à gagner de près de 2,5 milliards de francs suisses. Le chiffre d'affaires nominal redescend ainsi à son niveau de 2008. Pour simplifier, la force du franc affecte le chiffre d'affaires des commerces de détails sur trois plans.

Hausse des achats à l'étranger

Le tourisme d'achat des Suisses dans les pays frontaliers est un fléau de plus en plus terrible pour le commerce de détail suisse. Les sommets atteints de temps à autre par le franc incitent de plus en plus de ménages à aller s'approvisionner à l'étranger, où les prix sont plus bas. Même lorsque les prix ont largement reculé dans le pays, l'attractivité des magasins étrangers a à peine diminué.

Baisse des loyers primes

Loyers primes des surfaces commerciales dans les centres des grandes villes suisses, indice 100 au T1 2013



Sources: Wüest & Partner, UBS

L'étude « Achats à l'étranger » réalisée pour la CI du commerce de détail suisse estime à plus de 12 milliards de francs les achats à l'étranger (y compris les séjours à l'étranger pour raisons touristiques ou professionnelles et les commandes en ligne), une valeur confirmée par nos analystes. Ramené aux 95 milliards de francs de chiffres d'affaires total pour 2015, ce chiffre est énorme. Pourtant, alors même que les achats locaux font du surplace depuis des années (et ont même reculé en 2015), la croissance des achats à l'étranger approche les 10% par an.

« Dans la région de Zurich, ils sont même de 5% inférieurs à leur niveau de 1996, avant le début de la hausse. »

Cette tendance ne devrait pas s'arrêter de sitôt. D'une part, les prix pratiqués sur le territoire suisse demeurent bien trop élevés et d'autre part, de nombreux magasins physiques ne peuvent guère rivaliser avec l'offre des boutiques professionnelles en ligne. Pour couronner le tout, les entraves bureaucratiques aux achats à l'étranger (retours, remboursements de TVA etc.) se sont sensiblement allégées ces dernières années.

Baisse du tourisme

L'abandon du cours plancher de l'EURCHF a un impact sur la demande touristique, qui se manifeste par la baisse du nombre de touristes à la journée et de nuitées de visiteurs étrangers. En glissement annuel, ces dernières ont reculé de 2% au premier semestre 2015. La baisse atteint même 8% pour les visiteurs européens (hors

Suisse). Seule la hausse marquée des nuitées générées par les touristes asiatiques a empêché un effondrement massif.

Fléchissement conjoncturel

La conjoncture suisse a connu un fort ralentissement en 2015. Même si la consommation privée demeurera, en 2016 comme en 2014, l'un des piliers de la croissance de l'économie suisse, la hausse attendue du chômage, qui devrait passer de 3,3% en 2015 à 3,5% en 2016, associée à la faible augmentation des salaires, devrait restreindre le revenu disponible des ménages et donc leur consommation, avec un impact sur les chiffres d'affaires du commerce de détail. Il en découle que l'immigration nette, si elle se maintient à un niveau élevé en Suisse, devrait chuter avec le recul de la création d'emplois.

Baisse des loyers primes dans les métropoles

Les détaillants et donc les propriétaires de surfaces commerciales connaissent toujours d'importantes difficultés qui se reflètent dans l'évolution des loyers proposés. Par exemple, il n'y a que dans l'agglomération de Genève que les loyers des surfaces commerciales ont nettement progressé, de 45% sur les dix dernières années, même si là aussi ils ont subi une forte correction depuis leur sommet de 2012, cédant 15%. Dans les agglomérations de Bâle, de Berne et de Zurich, les loyers offerts restent stables. Dans la région de Zurich, ils sont même de 5% inférieurs à leur niveau de 1996, avant le début de la hausse.

Les loyers primes (surfaces commerciales haut de gamme dans les emplacements les plus prisés) sont eux aussi orientés à la baisse depuis 2013 dans les cinq métropoles suisses. Selon Wüest & Partner, ils ont par exemple baissé de 33% ces deux dernières années à Berne pour atteindre environ 3000 francs par mètre carré et par an, soit le niveau actuel de Berne et de Lausanne. A Zurich et à Genève, les loyers les plus élevés ont quant à eux diminué de plus de 1000 francs/m²/an, même s'ils partaient d'un niveau beaucoup plus élevé. Ils s'établissent respectivement à 7800 et 6500 francs aujourd'hui. Cette tendance coïncide logiquement avec la croissance de l'offre; les surfaces commerciales proposées dans les métropoles ont presque

doublé au cours de la même période. Dans ce contexte, il est d'autant plus inquiétant de voir les rendements initiaux les plus élevés continuer de baisser à Zurich et à Genève. A 2,4 et 2,8%, leur niveau est particulièrement faible pour des surfaces commerciales, ce que le manque de placements alternatifs ne suffit pas à justifier.

«Aux meilleurs emplacements, les marques mondiales à fortes marges évincent de plus en plus les commerces locaux et traditionnels.»

Menace à moyen terme pour le haut de gamme aussi

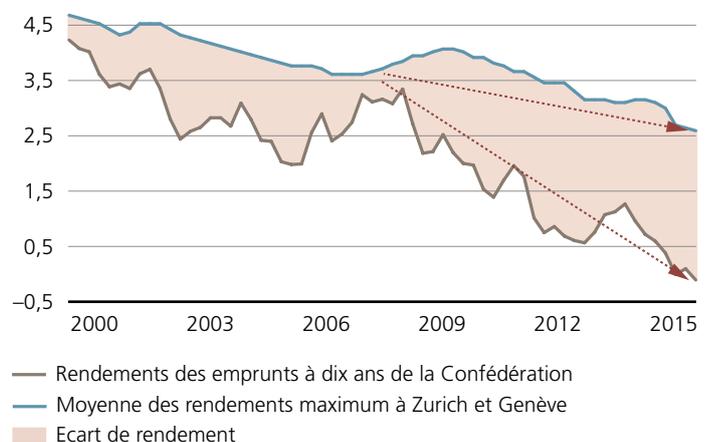
Il est évident que les loyers des surfaces commerciales resteront encore sous pression en 2016. Nous tablons donc sur un léger recul des loyers à l'échelle nationale. Le potentiel de hausse est particulièrement limité dans les régions frontalières et touristiques. Notre attention se tourne toujours vers les surfaces commerciales offrant une rentabilité supérieure à la moyenne, dans les centres-villes très fréquentés. Les marques mondialement connues, qui affichent des marges élevées (notamment dans le secteur de la bijouterie et de l'horlogerie, ou encore les enseignes de mode internationales) y évincent de plus en plus les commerces locaux traditionnels, souvent tenus par la même famille depuis des générations. Bon nombre de ces magasins ferment, chassés par l'importante inflation des loyers. En effet, un déménagement vers les rues avoisinantes ne constitue généralement

pas une solution rentable car la fréquentation et donc les chiffres d'affaires y sont souvent beaucoup plus faibles. En outre, certaines portions de rue situées immédiatement à proximité des artères de luxe affichent elles aussi des loyers très élevés, si bien qu'il est difficile de trouver de nouveaux locataires pour ces emplacements.

La tendance à l'homogénéisation des rues commerçantes, se focalisant sur le tourisme de luxe, ainsi que la hausse croissante des vacances dans les surfaces commerciales à proximité, ont tendance à repousser les consommateurs locaux à fort pouvoir d'achat. Cette situation ne peut qu'être bénéfique aux nouveaux quartiers commerciaux des centres-villes, qui séduisent les locaux par leur offre beaucoup plus diversifiée.

Fort écart de rendement par rapport aux emprunts de la Confédération

Rendements maximum des surfaces commerciales à Zurich et Genève par rapport aux emprunts à dix ans de la Confédération, en %



Sources: BNS, Wüest & Partner, UBS

Bouleversement dans le paysage des centres commerciaux

En 2014, sept centres commerciaux ont ouvert leurs portes en Suisse, parmi lesquels l'«Esplanade Centre» à Porrentruy, dans le Jura, ou encore l'«Inside» à Volketswil, dans le canton de Zurich. Ces nouvelles ouvertures portent à 184 le nombre de centres commerciaux en Suisse fin 2014. Malgré cette augmentation, leur part de marché dans le commerce de détail en Suisse reste stable à 17%. Et entre 2011 et 2014, la rentabilité au mètre carré a diminué d'environ 1000 CHF/m² dans les 20 plus grands centres commerciaux (hors aéroports et gares).

Ces espaces sont confrontés à plusieurs défis. Bon nombre d'entre eux n'ont pas d'identité bien définie, et les mêmes enseignes se retrouvent partout. Par exemple, en 2014, les boutiques de vêtements, de chaussures et d'accessoires représentaient 28% des locataires. Certaines célèbres chaînes de mode sont présentes dans un centre commercial sur trois en Suisse, et certains grands distributeurs même dans un centre sur deux. Afin de se démarquer de l'uniformité ambiante, certains centres commerciaux essaient de collaborer avec des restaurateurs locaux ou encore de faire venir des marques absentes de la région ou du pays. Les pop-up stores offrent aussi une opportunité de différenciation: l'occupation temporaire des surfaces par des locataires différents permet de varier l'offre.

Les centres commerciaux suisses devraient aussi pâtir de la concurrence des pays voisins. Quatre nouveaux centres commerciaux d'une surface totale de 65 000 mètres carrés sont en cours de création en Allemagne et en Autriche et pourraient attirer la clientèle suisse. S'ajoute à cela le fait que la Suisse présente la plus forte densité commerciale d'Europe et que les chiffres d'affaires n'ont que légèrement progressé ces dernières années. Il n'est donc pas à exclure que certains centres commerciaux de petite ou moyenne taille, sur des sites de niveau B ou C, doivent se reconvertir ou même fermer leurs portes.

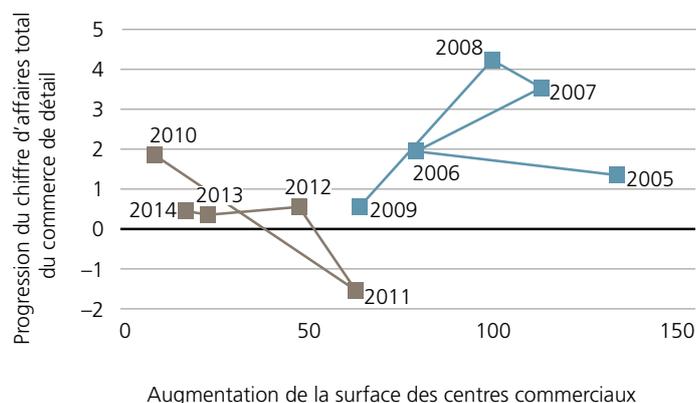
Les gares et les aéroports, sites privilégiés

Au contraire, la situation des surfaces commerciales dans les gares et les aéroports est bien plus réjouissante. L'attractivité des commerces à proximité de ces nœuds de trafic n'a cessé d'augmenter ces dernières années, notamment en raison de leurs horaires d'ouverture étendus et de leur ouverture le week-end. Ils sont donc considérés comme des sites de prédilection. Dès 2014, les quatre centres commerciaux de plus de 5000 mètres carrés installés dans des gares de Bâle, Berne, Lucerne et Zurich réalisaient à eux seuls environ 6% du chiffre d'affaires de tous les centres commerciaux. Sachant que les flux pendulaires augmentent et que les gares cessent d'être des «lieux de passage» pour devenir des lieux où l'on passe du temps, ces surfaces commerciales sont de plus en plus prisées. Il n'est donc pas surprenant que les propriétaires arrivent à augmenter les loyers.

L'aéroport de Zurich abrite aussi plusieurs projets d'extension des surfaces commerciales. Le complexe «The Circle», qui ouvrira ses portes en 2018 et associera des bureaux, des hôtels et des commerces, devrait attirer de nouveaux clients à l'aéroport de Zurich. Ce dernier pourrait ainsi devenir le premier centre commercial suisse en termes de chiffre d'affaires, reléguant le Glatt à la deuxième place.

Recul de la croissance des surfaces et des chiffres d'affaires

Augmentation de la surface des centres commerciaux, en milliers de m² et progression du chiffre d'affaires total du commerce de détail, en %



Sources: GfK, UBS

Concurrence étrangère

Maciej Skoczek

Par le passé, les entrepôts de logistique suisses ont dégagé de faibles rendements. La croissance du commerce en ligne rend de plus en plus important le fait de disposer de sites à proximité immédiate des agglomérations. Par contre, les sites implantés à côté des frontières devraient voir leur attractivité s'éroder en raison de la concurrence de l'étranger.

Dans l'environnement actuel de faible taux, les investisseurs en quête de rendement se tournent vers des placements immobiliers jusque-là dédaignés. C'est ainsi que, d'après les dernières données publiées par Colliers, les surfaces industrielles et logistiques européennes ont attiré tout juste 30 milliards de francs en 2014. Ce montant reste modéré en regard des 270 milliards que pèse le volume d'investissement total dans l'immobilier européen, mais il représente une hausse de 85% par rapport à 2012, ce qui en fait le secteur affichant la plus forte croissance. Le rendement total de l'immobilier logistique européen n'est pas non plus ridicule, puisqu'il s'établit à 14,1% en 2014, nettement au-dessus de la moyenne de tous les placements immobiliers; le seul rendement des revenus locatifs atteint 6,9%.

Baisse des prix en Suisse

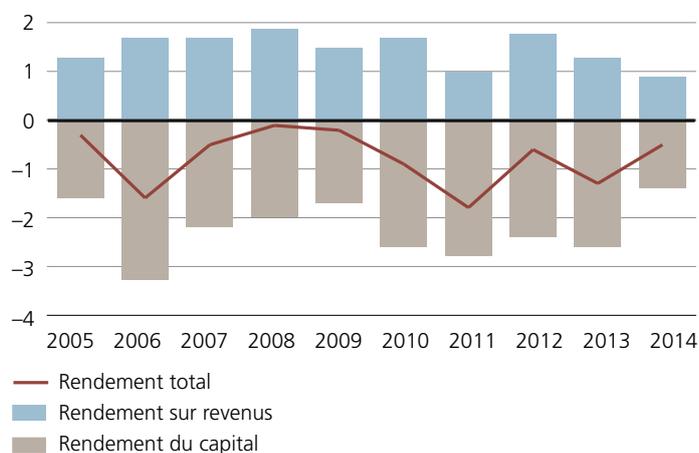
Depuis 2006, la construction et la rénovation de surfaces de stockage représente un volume annuel de 800 millions de francs dans la Confédération. Les investisseurs sur le marché suisse de l'immobilier logistique et industriel doivent toutefois faire face à un dilemme. Le rendement moyen des revenus locatifs selon l'Investment Property Databank (IPD) s'établit à 6,1% en moyenne depuis 2005, soit 1,5 point de pourcentage de plus que l'immobilier suisse global, mais la valeur des placements diminue. Le rendement moyen de la variation de valeur est né-

gatif, à -0,8%, soit 2,3 points de pourcentage de moins que la moyenne de tous les types d'usage.

Certains bons emplacements ont vu leur valeur progresser, mais les sites périphériques en particulier souffrent de la désindustrialisation, qui diminue nettement le besoin local en surfaces logistiques et les met en concurrence avec les

Faibles rendements des zones industrielles

Ecart de rendement entre les surfaces industrielles et le portefeuille global, en %



Sources: IPD, UBS

friches industrielles. En outre, les investisseurs en logistique doivent s'attendre à des contaminations (cachées) et à un besoin d'investissement important, ce qui entraîne des primes de risque élevées et des valorisations faibles.

Le commerce en ligne redéfinit les règles du jeu

Le secteur de la logistique est porté par la hausse mondiale du commerce et des flux de biens, ce qui augmente la demande en surfaces de stockage. En Europe, les grands distributeurs implantent en majorité leurs sites dans les pays d'Europe centrale, comme la Pologne ou la République tchèque, qui combinent situation centrale, faibles coûts et bon potentiel de demande intérieure. Ces dernières années, le centre de gravité du secteur des transports s'est décalé vers l'Est. Par ailleurs, les sites implantés à proximité de grandes villes où la demande est forte, comme Berlin ou Londres, ont vu leur importance croître également. La Suisse a par contre été laissée de côté, malgré sa situation centrale en Europe, et ne devrait pas réussir à renforcer sa place de site logistique.

Cependant, le commerce en ligne devrait donner un coup de fouet au secteur de la logistique dans les années à venir et doper la demande en surfaces logistiques dans le pays. Entre 2009 et 2014, le secteur suisse de la VPC et du commerce en ligne a vu son chiffre d'affaires progresser de plus de 40%, à 6,9 milliards de francs. Les enquêtes indiquent que ce dernier devrait augmenter de 50% supplémentaires d'ici 2020, pour atteindre 10 milliards de francs. Cette croissance stimule la logistique multi-canaux: les clients ont de plus en plus tendance à commander de petites quantités via des boutiques en ligne, des applications pour smartphone ou en magasin. En outre, ils attendent une livraison rapide, soit chez eux soit en relais colis (p. ex. PickPost), souvent le jour même. Pour cela, les marchandises commandées doivent être stockées non loin de l'acheteur. La demande en centres de tri et en entrepôts de grande taille à proximité des agglomérations est donc en hausse. La boutique classique se transforme de plus en plus en un showroom, où le client vient juste sélectionner le produit qui lui convient. La commande s'effectue exclusivement en ligne et le produit est livré chez le client depuis le centre de tri ou l'entrepôt situé en péri-

phérie. Aujourd'hui, cette délocalisation du magasin traditionnel vers l'Internet s'observe déjà pour l'électronique et les articles de sports, par exemple.

Des prix toujours sous pression

A l'inverse, la multiplication des offres meilleur marché dans les pays frontaliers a un impact négatif sur la demande de sites logistiques. En moyenne, un mètre carré de stockage coûte entre 100 et 140 francs par an à Bâle, contre 65 à 110 francs à Lörrach, en Allemagne. Les entreprises qui exportent beaucoup peuvent ainsi réaliser des économies significatives en installant leurs entrepôts à l'étranger. Jusqu'à présent, cette option n'a été que peu exploitée car les exportateurs suisses disposent souvent de leurs propres sites de stockage, qui répondent à des exigences de qualité élevées, mais la force actuelle du franc augmente son attrait. Si les producteurs helvètes se convertissent, la demande en surfaces de stockage devrait nettement diminuer dans les régions suisses situées à proximité de la frontière.

La Suisse semble moins profiter du boom européen de la logistique que ses voisins. A l'échelle du pays, nous pensons que les prix des surfaces de stockage resteront sous pression dans les années à venir, même si les meilleurs emplacements (voir page 36) affichent encore un potentiel haussier. Dans les autres régions, la réussite de l'investissement dépend avant tout de la possibilité de reconversion. Dans certains projets déjà achevés, une stratégie efficace pour éviter les vacances prolongées a consisté à partager les surfaces en petites unités et à en diversifier les usages (logements, bureaux ou commerces). Toutefois, si le propriétaire ne dispose pas des moyens financiers pour effectuer cette transformation, ou si la rentabilité de celle-ci lui semble trop faible, il peut limiter les pertes en vendant l'objet.

L'emplacement idéal d'un entrepôt

Le choix du site est l'alpha et l'oméga de la logistique. En Suisse, les sites se sont concentrés le long de l'A1, entre l'embranchement de Härkingen et Aarau. Cette zone est idéalement située pour desservir les agglomérations de Zurich et de Berne ainsi que la Suisse du centre et du nord-ouest. Par exemple, Egerkingen (SO) est l'endroit de Suisse le plus facile à atteindre: 90% de la population suisse habitent à moins de deux heures par la route.

Toutefois, le réseau de transport suisse est devenu de plus en plus encombré ces dernières années. Le principal axe routier entre Berne et Zurich est embouteillé aux heures de pointe, ce qui réduit le pourcentage de la population suisse sur les emplacements autour de l'embranchement de Härkingen et Aarau accessible en moins de deux heures à 65 au lieu de 85%. Les sites les plus intéressants se décalent donc vers Zurich et la Suisse centrale. En prenant en compte la circulation, l'emplacement le plus accessible du pays est la commune de Würenlos, dans le canton d'Argovie: 70% de la population suisse se trouve à moins de deux heures de route, même aux

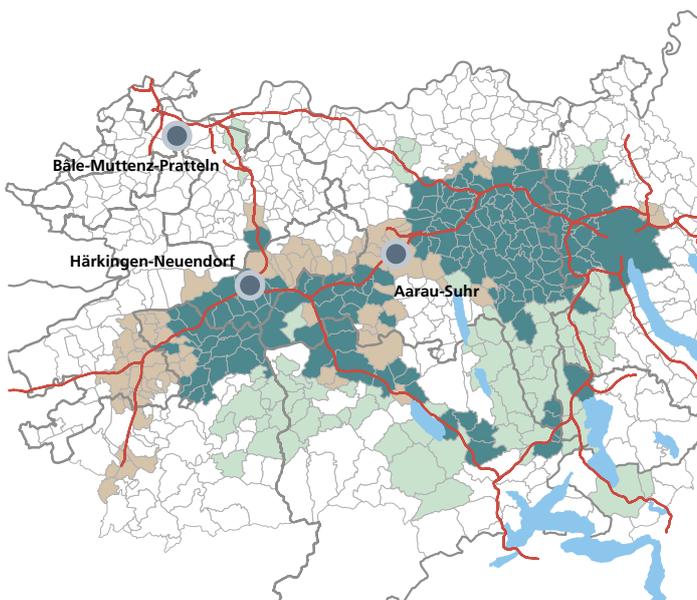
heures de pointe. En Romandie, la congestion croissante a fait perdre aux communes centrales de Bussigny-près-Lausanne, Crissier et Ecublens (VD) leur situation idéale. Le site idéal n'est toutefois guère éloigné, vers Yverdon-les-Bains et Genève. Il devrait donc s'avérer rentable d'investir dans des surfaces de stockage situées dans les régions les plus accessibles, même en cas de forte circulation.

La technologie, facteur clé de la demande en surfaces de stockage

Dans le cadre de projets de «systèmes logistiques autonomes», la Suisse teste, entre autres, l'utilisation de drones. La livraison de colis par des avions sans pilote permettrait de raccourcir les délais de livraison et de redéfinir l'emplacement optimal des sites logistiques. La Poste suisse estime que l'exploitation commerciale de ce type d'aéronef pourrait débiter d'ici cinq ans. Toutefois, il reste encore de nombreux problèmes techniques et juridiques à résoudre, qui rendent improbable la disparition à court terme des services actuels de coursier et de messagerie.

La Suisse centrale tire son épingle du jeu

Sites les plus facilement accessibles*, en tenant compte ou non de la circulation



Aide à la lecture: les communes en vert foncé sont les plus facilement accessibles, quelle que soit la densité du trafic. Sans tenir compte de la circulation, les communes en marron sont aussi parmi les plus accessibles. Par contre, aux heures de pointe, les communes en vert clair deviennent plus accessibles que celles en marron.

- Communes les mieux situées, en tenant compte ou non de la circulation
- Meilleures communes en tenant compte de la circulation
- Meilleures communes sans tenir compte de la circulation
- Grands sites logistiques

* Moyenne équipondérée de la population accessible en 30, 60, 90 et 120 minutes par la route. La densité de trafic est mesurée en tenant compte du temps de trajet le plus long en heure de pointe.

Potentiel de re-dressement en Suisse

Elias Hafner

Aux Etats-Unis, le marché du self-stockage pèse plusieurs milliards. La demande est bien moins importante en Suisse, où les prix élevés maintiennent un couvercle sur le secteur. Le self-stockage demeure malgré tout une niche en forte croissance.

Le self-stockage est la success story de l'économie américaine ces 20 dernières années. Les rendements dégagés et la croissance y éclipsent tous les autres secteurs immobiliers américains. Une personne ayant investi début 1995 dans les box de stockage en location et ayant conservé son investissement jusqu'à ce jour aurait vu son capital être multiplié par 20, soit un rendement annuel total de presque 17%. Pendant la crise économique et financière notamment, le secteur américain du self-stockage a montré une résilience hors norme par rapport aux autres types d'usage.

Demande américaine inextinguible

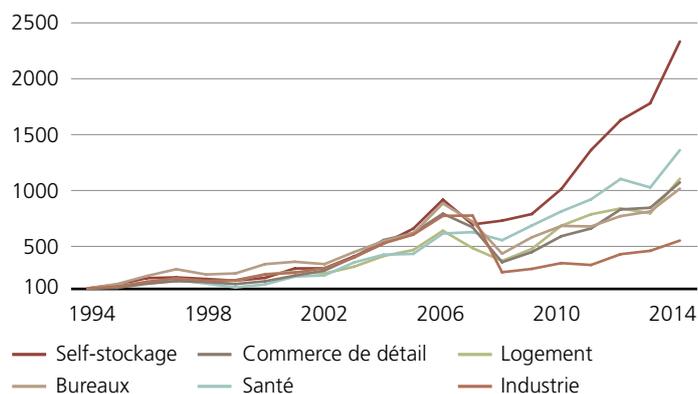
Il est intéressant de noter que la période de bons rendements du self-stockage américain correspond à celle où la surface de stockage disponible par habitant a plus que doublé. Début 1995, elle était déjà d'environ 0,3 mètre carré par personne, ce qui est six fois plus que le chiffre actuel en Grande-Bretagne, premier pays d'Europe dans ce domaine. La croissance exponentielle de l'offre aux Etats-Unis n'a débouché ni sur un excédent d'offre (le taux d'occupation actuel de 90% n'a jamais été aussi élevé) ni sur un plongeon des prix (les loyers réels sont même légèrement plus élevés qu'en 1995), ce qui indique que la croissance de la demande a elle aussi été particulièrement vigoureuse.

Qu'est-ce que le self-stockage?

Le self-stockage désigne la location de box de stockage couverts, verrouillables et gardiennés, dont la taille va de 1 à 50 mètres carrés, à des personnes privées ou des entreprises. La durée de location minimale n'est généralement que de quelques semaines. A la différence des garde-meubles classiques, le locataire peut accéder à son box 24h/24, ou au moins pendant les horaires de bureau.

Rendements record du self-stockage (Etats-Unis)

Rendement total cumulé par secteur immobilier aux Etats-Unis, indice 100 en 1994



Sources: NAREIT, UBS

Aujourd'hui, un ménage américain sur dix loue un box de stockage. Le chiffre d'affaires annuel du secteur s'élève à près de 30 milliards de dollars US, pour une capitalisation boursière de plus de 60 milliards d'USD. Au Canada, en Australie et en Grande-Bretagne, la location d'espace de stockage représente aussi un chiffre d'affaires non négligeable. En dehors du monde anglo-saxon toutefois, le self-stockage reste une pratique exotique pour beaucoup.

La Suisse, pionnière en Europe

Le self-stockage n'est pas une nouveauté en Suisse. Le premier centre de self-stockage d'Europe a ouvert ses portes à Zurich dès 1979. Ce n'est toutefois qu'au début du nouveau millénaire que le marché a commencé à se développer. Ces dernières années, les sites ont poussé comme des champignons dans et à la périphérie des grandes villes helvètes. Aujourd'hui, environ 50% de la population suisse habite à moins de 15 minutes de route d'un centre de stockage. Selon les chiffres de l'association européenne de self-stockage FEDESSA, les 45 sites ouverts en Suisse proposaient en tout 74 000 mètres carrés à la location fin mars 2015. Même si ce chiffre a progressé de 24% par rapport à l'année précédente, cela ne représente que 0,9 mètre carré pour 100 habitants.

La moyenne européenne est de 1,5 mètre carré pour 100 personnes, contre 5 en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas et plus de 70 aux Etats-Unis. Le self-stockage est-il sur le point d'exploser dans notre pays? Ou bien la demande suisse est-elle structurellement plus faible? Pour répondre à cette question, comparons les différents facteurs.

Déménagements, caves et conjoncture

La demande en espace de self-stockage peut se répartir en trois groupes: demande privée à court et à long termes, et demande professionnelle (entreprises).

Demande privée à court terme

Les déménagements, suite à un changement d'emploi par exemple, mais aussi les héritages suite à un décès ou les travaux de rénovation exigent souvent de disposer d'une solution de stockage temporaire. Aux Etats-Unis, la mobilité élevée sur le marché du travail et les délais de résiliation courts favorisent cette demande tem-

poraire. En Suisse par contre, le délai de résiliation d'un contrat suffit généralement à trouver un nouveau logement, ou le ménage fait provisoirement le trajet tous les jours à partir de l'ancien domicile. Le stockage temporaire peut aussi constituer une solution temporaire en cas de séjour à l'étranger; le grand nombre d'entreprises internationales et d'expatriés en Suisse est un facteur favorable à cet égard.

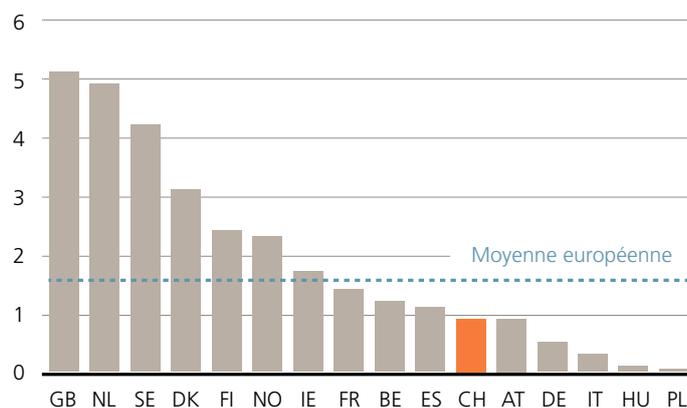
Demande privée à long terme

Le self-stockage peut aussi servir d'extension permanente du logement, pendant une longue période. Les principaux facteurs incitatifs sont le comportement du ménage en termes de consommation et de rangement, les solutions alternatives et l'espace libre disponible dans le logement. Aux Etats-Unis, seulement 40% des maisons individuelles possèdent une cave sur un niveau entier ou moins, et ce chiffre doit être nettement inférieur pour les appartements. A l'inverse, la grande majorité des logements suisses dispose d'une cave.

Dans les pays occidentaux, l'offre de self-stockage par habitant a tendance à progresser de concert avec le taux d'urbanisation. En effet, c'est typiquement en ville qu'on trouve de petits logements avec peu de rangements. D'après les statistiques de la Banque mondiale, environ 81% de la population américaine vivent en zone urbaine. Les champions européens du self-

La Suisse en retard

Surface de self-stockage proposée à la location en m² par 100 habitants, en 2015



Sources: Enquête annuelle 2015 de l'association européenne de self-stockage FEDESSA, UBS

stockage présentent eux aussi des taux d'urbanisation élevés: 82% en Grande-Bretagne, 90% aux Pays-Bas et 86% en Suède, alors que le chiffre n'est que de 74% pour la Suisse.

Demande professionnelle

Les entreprises aussi ont besoin d'espace de stockage. En période de conjoncture favorable ou lors des pics saisonniers, les bureaux ou les sites de production peuvent se révéler insuffisants. L'archivage est un exemple typique d'utilisation d'un espace de self-stockage. Aux Etats-Unis comme en Suisse, la demande professionnelle représente moins de 20% de la clientèle. Il y a donc un potentiel de rattrapage par rapport à la moyenne européenne, où un client sur quatre est une entreprise.

« En Suisse, le coût n'est pas le critère principal dans le choix du self-stockage à court terme. »

La stratégie de la cherté

L'offre limitée semble suffire à satisfaire la demande locale. Le taux d'occupation a légèrement progressé entre 2014 et 2015 mais 20% des surfaces restent encore vacantes. Les prix élevés freinent l'utilisation. En moyenne, un mètre carré de stockage coûte 30 francs par mois en Suisse. Les prix vont d'une vingtaine de francs dans les endroits bon marché à 35 francs à Zurich et Genève, ce qui est plus que le prix moyen au mètre carré d'un logement. Par contre, à New York, un mètre carré de stockage coûte 1,5 à 2 fois moins cher que la même surface dans un logement.

Le loyer élevé des box de stockage en Suisse reflète le coût relativement élevé du foncier. Par ailleurs, les marges restent encore relativement élevées dans le secteur. Le niveau des prix traduit donc la sensibilité de la demande au prix: le coût n'est pas le critère principal des personnes souhaitant louer un espace de self-stockage à court terme. L'augmentation de la durée de stockage devrait redonner de l'importance au facteur financier et encourager le développement d'initiatives meilleur marché, comme le stockage gratuit chez des connaissances, le stockage partagé, la vente ou encore le débarras.

La demande en espaces de self-stockage à long terme ne devrait pas décoller tant que les prix n'auront pas significativement baissé. Dans l'environnement de marché actuel, il semble donc préférable de s'adresser à la demande à court terme et de maintenir les prix à un niveau élevé. Toutefois, les marges élevées attireront la concurrence et initieront une guerre des prix.

Croissance, mais pas à l'américaine

En raison de la faible mobilité du travail, de l'urbanisation relativement moindre et de la plus grande disponibilité des caves, le potentiel de demande en self-stockage devrait être nettement plus faible en Suisse que dans la patrie d'origine du mouvement. Au fur et à mesure que la pratique gagne en notoriété et que les prix diminuent, la demande et le taux d'occupation devraient toutefois progresser, au moins de façon marginale. Il ne nous semble donc pas irréaliste de voir le marché suisse se rapprocher de la moyenne européenne. Pour cela, il faudrait offrir 50 000 mètres carrés supplémentaires, soit une trentaine de sites en plus. Les tendances de fonds à l'urbanisation et au vieillissement de la population, qui ont comme conséquence une diminution de la taille des logements et la multiplication des partages successoraux, devraient aussi contribuer à stimuler la demande en box de stockage en Suisse à l'avenir. Toutefois, la Suisse ne connaîtra pas une trajectoire à l'américaine.

Risques prédominants

Elias Hafner et Thomas Veraguth

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Stratégie

Les fonds immobiliers ont connu une année exceptionnelle en termes de valorisation et de volatilité des prix, mais pas en ce qui concerne le rendement. La hausse des vacances est de plus en plus sensible, au niveau de l'immobilier commercial ainsi que des portefeuilles d'immobilier résidentiel en Suisse alémanique. Avec la faiblesse des taux, les risques fondamentaux l'emportent sur le potentiel d'appréciation.

La Banque nationale suisse a perturbé les marchés en abandonnant le cours plancher face à l'euro mi-janvier 2015. Les fonds immobiliers cotés en Suisse ont fourni un point d'ancrage dans la tourmente: tandis que le Swiss Performance Index (SPI) a perdu presque 14% en deux jours, les cours des fonds immobiliers ont à peine bougé. Dopés par la baisse des taux, ils ont ensuite progressé de 8-10% en moyenne jusqu'à fin mars, atteignant de nouveaux records historiques.

Mai a été le théâtre d'une correction qui a réduit à néant la performance de l'année précédente. La fin de l'année n'a été que montagnes russes en fonction de l'évolution des taux: toute hausse de ces derniers fait plonger les fonds immobiliers, et vice-versa. La volatilité est donc demeurée très élevée toute l'année, à 12,1% en moyenne, soit plus du double de sa moyenne à long terme. Malgré ces records, les fonds immobiliers n'ont dégagé qu'un rendement total de 4% en 2015, contre 7% en moyenne sur les sept dernières années.

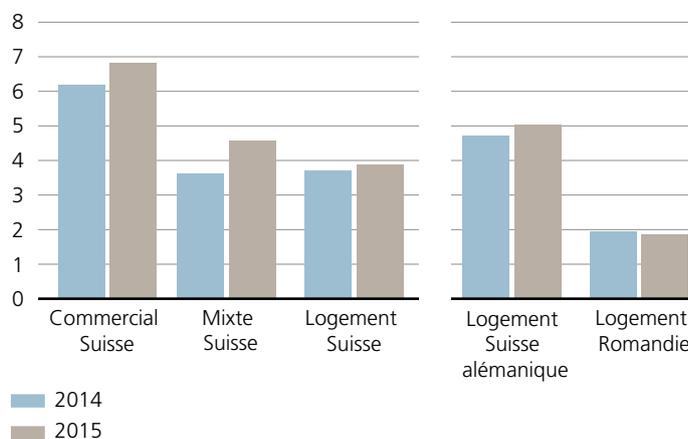
Meilleure évolution des fondamentaux en Romandie

En 2015, les fonds immobiliers cotés ont vu leur valeur nette d'inventaire (VNI) progresser de 1,5% en glissement annuel. La croissance a été moins marquée pour les portefeuilles principale-

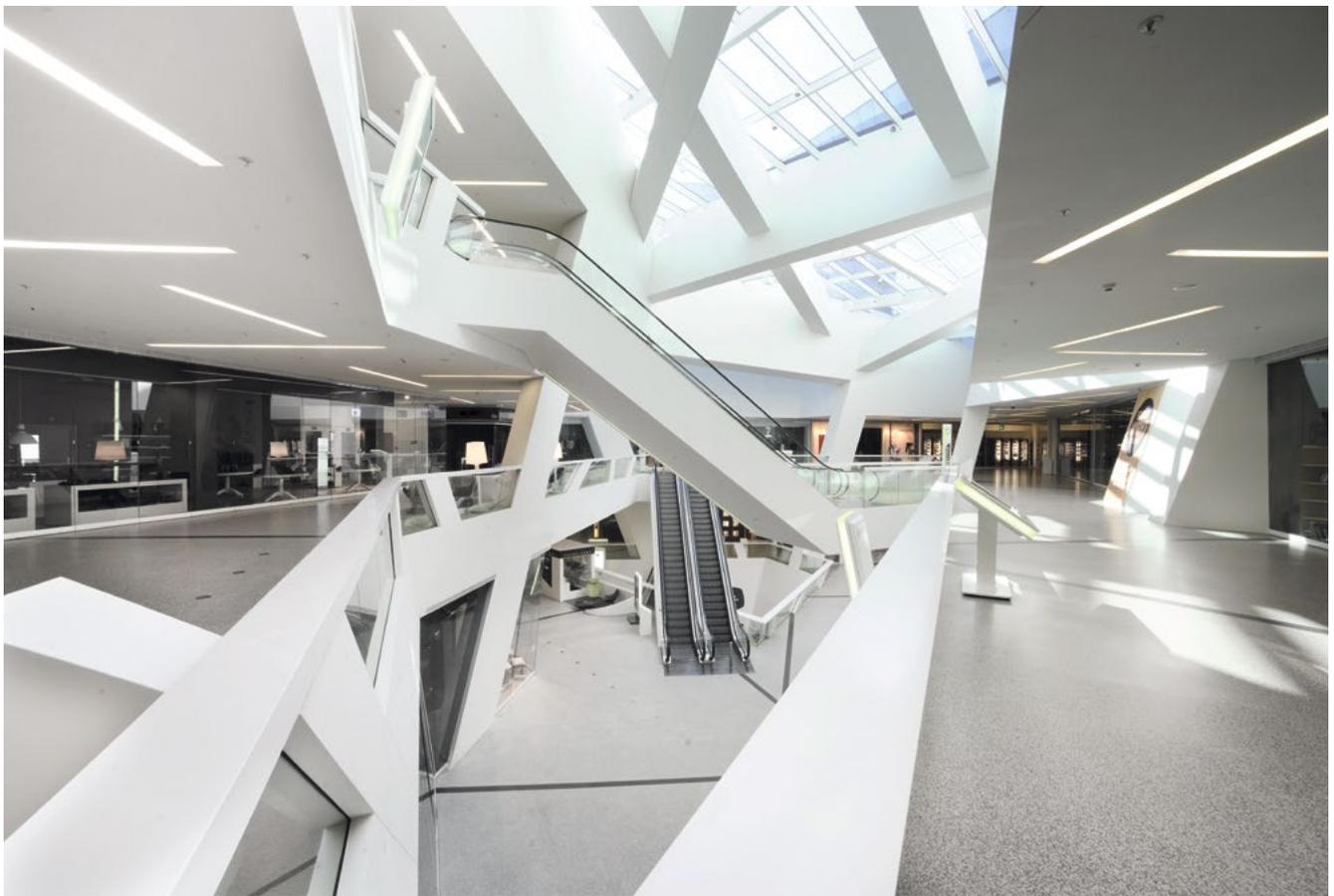
ment composés d'immeubles commerciaux (surfaces de bureaux, de vente et artisanales) que pour ceux à usage mixte (commercial et résidentiel) ou encore à usage résidentiel prépondérant. Les fonds immobiliers résidentiels axés sur la Suisse romande ont vu leur VNI augmenter bien plus fortement que ceux investis en majorité dans d'autres régions du pays.

Hausse des défauts de paiement du loyer

Taux de défaut de paiement des loyers des fonds immobiliers, par usage et région, en %



Sources: rapports annuels et semestriels de divers fonds immobiliers cotés suisses, UBS, au 18 décembre 2015



Westside Berne

« Les agios actuels assez élevés tiennent déjà compte des rendements sur distribution assez attrayants et des appréciations potentielles. »

La reprise de l'activité de construction ces dernières années se manifeste, à l'échelle du pays, par des vacances en hausse. Le taux de perte de loyer a progressé de presque 1 point de pourcentage en un an dans les fonds commerciaux, atteignant 7%; même les portefeuilles de bonne qualité ne sont pas épargnés par l'offre excédentaire sur le marché des surfaces commerciales. Le taux de perte de loyer a augmenté dans des proportions similaires parmi les fonds mixtes, alors qu'il est resté quasiment stable pour les fonds résidentiels, et a même diminué pour ceux axés sur la Romandie. Ceci traduit bien l'assèchement du marché locatif dans les agglomérations francophones. Par contre, les pertes de loyer sont en hausse dans les fonds immobiliers résidentiels de Suisse alémanique; les vacances se multiplient, en particulier sur le Plateau.

Les faibles taux exacerbent les attentes

L'agio moyen (écart entre le cours de bourse et la valeur nette d'inventaire) s'est envolé de 40% au printemps 2015, pour atteindre des sommets historiques. Il a ensuite plongé de 27% pendant les derniers mois de l'année, mais reste largement au-dessus de sa moyenne à long terme d'un peu plus de 15%. Les fonds immobiliers cotés en bourse dont le portefeuille se compose en majorité d'immeubles commerciaux affichent des agios en ligne avec leur moyenne à long terme, tandis que les agios des fonds spécialisés dans l'immobilier résidentiel ou les portefeuilles mixtes s'établissent actuellement à 30%.

Cette situation reflète l'environnement actuel de faibles taux. Les faibles taux d'intérêts ont un triple impact sur la valorisation des fonds immobiliers.

Rendement sur distribution intéressant

Primo, les fonds immobiliers offrent actuellement un rendement sur distribution de 2,9% en moyenne, très attractif en particulier dans l'environnement de marché actuel, où les obligations d'Etat suisses offrent un rendement négatif à des durées inférieures ou égales à 11 ans. Depuis 1998, le rendement sur distribution est en moyenne supérieur de 1 point de pourcentage environ à celui des emprunts de la Confédération à dix ans. Le fort rendement supplémentaire devrait continuer à alimenter la demande en valeurs immobilières et donc soutenir les valorisations.

Potentiel d'appréciation

Deuxio, les acteurs du marché pensent que les taux encore plus bas se répercuteront à moyen terme également dans les valorisations des portefeuilles sous-jacents, qui devraient augmenter. Les investisseurs anticipent notamment une diminution des taux d'escompte sur les fonds immobiliers résidentiels. En effet, les rendements des transactions actuelles portant sur des immeubles comparables sont bien plus faibles que ceux appliqués pour valoriser les portefeuilles des fonds. Toutefois, les valorisations sur le marché direct nous semblent de plus en plus pêcher par excès d'optimisme. Nous n'excluons pas une légère correction, étant donné que les loyers restent sous pression, en particulier dans le secteur commercial.

Faibles coûts de financement

Tertio, les faibles taux facilitent également l'accès au financement. Dans les cinq plus grands fonds immobiliers, le coût moyen des fonds de tiers dépasse tout juste 1,5% à l'heure actuelle. Le potentiel d'économie d'intérêts immédiat est donc pratiquement épuisé. En effet, les taux hypothécaires à court terme ne devraient guère baisser plus et les échéances des hypothèques à plus long terme se répartissent sur plusieurs années.

Prendre les bénéfices pour échapper aux risques

Nous n'anticipons qu'une faible hausse des taux à long terme au cours des 12 prochains mois. Selon nous, les agios actuels, assez élevés, tiennent déjà compte des rendements sur distribution assez attractifs et des hausses de valeur potentielles. Seule une baisse supplémentaire

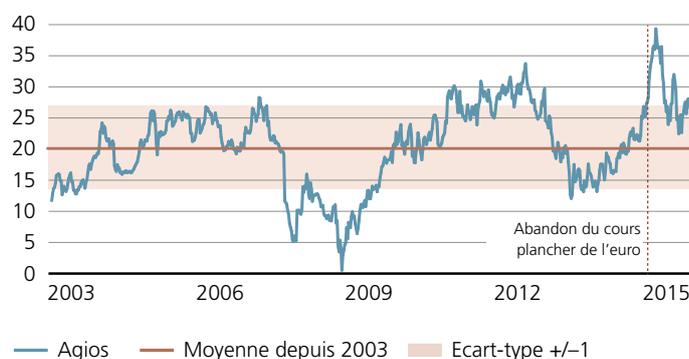
des taux pourrait faire progresser encore les cours. Toutefois, si les taux remontaient vigoureusement, contre toute attente, cela entraînerait une fuite des capitaux en dehors de cette catégorie de placement et donc des corrections majeures.

Le rapport de plus en plus délicat entre l'offre et la demande fait peser un risque supplémentaire sur l'évolution des cours. Lorsque l'inflation est faible et qu'un nombre croissant de surfaces restent vacantes, il est de plus en plus difficile d'obtenir des hausses de loyer, voire d'éviter des baisses. Afin d'éviter les vacances, les propriétaires consentent souvent des périodes de location gratuites ou des rabais, en particulier pour les surfaces commerciales. En ce qui concerne les fonds immobiliers axés sur la Suisse romande, les faibles taux de perte de loyer ainsi que l'activité de construction modérée par rapport à la croissance de la demande devraient avoir un impact positif sur les valorisations.

Les risques nous semblent supérieurs aux opportunités à l'heure actuelle, si bien que nous déconseillons tout nouvel engagement. Quant aux positions existantes, nous recommandons une allocation d'environ 5% au sein du portefeuille. Il peut s'avérer intéressant d'effectuer des prises de bénéfices ciblées dans des positions dont le cours a bien évolué, surtout grâce à une hausse de la valorisation.

Sommet historique pour les agios

Agios d'une sélection de fonds immobiliers cotés suisses*, en %



*Agios pondérés en fonction de la capitalisation boursière, basés sur la VNI historique des fonds suivants: SIMA, SIAT, INT, SREA, SIC, SRI, FONC, SOL61

Sources: Bloomberg, UBS

La sécurité des dividendes, priorité des investisseurs

Stefan R. Meyer

L'impact positif des taux bas s'estompe et le fléchissement de la demande de surfaces a pour corollaire une hausse des vacances. Une gestion proactive de ce risque est la première exigence à avoir aujourd'hui. Les investisseurs doivent porter autant d'attention à la qualité du bilan et du portefeuille d'une entreprise qu'à son taux de distribution.

Début 2015, les cours des actions immobilières ont bien progressé, affichant une surperformance notable par rapport au marché suisse des actions, surtout pendant la 2^e quinzaine de janvier. Certes, la vigoureuse hausse de la devise suisse après l'abandon du cours plancher n'a pas pénalisé à court terme les sociétés immobilières actives uniquement à l'échelle du pays. Toutefois, les taux ont également nettement chuté, ce qui laisse augurer de mesures d'économie supplémentaires à ce niveau et accroît la pression sur les taux. Les actions immobilières ont enregistré une nouvelle correction à partir de la fin du 1^{er} trimestre. Au troisième trimestre, ils ont connu une évolution similaire à celle du marché des actions global, avant d'effectuer un sprint final au dernier trimestre et de terminer l'année sur une performance globale de 10%.

Les conditions adverses qui ont marqué ces dernières années ont nettement reculé en 2015. Certes, les taux restent à un plancher historique mais n'offrent plus que peu d'impulsions. Résultat: les prix des transactions stagnent. La dynamique de demande ayant fortement diminué l'année dernière en raison des incertitudes autour de l'économie mondiale et du ralentissement de la conjoncture en Suisse, la superficie des surfaces vacantes a grimpé, en particulier dans l'immobilier de bureau ou résidentiel de luxe. Dans ce contexte, l'investisseur en actions immobilières doit de plus en plus se poser la question des risques de vacances et de la sécu-

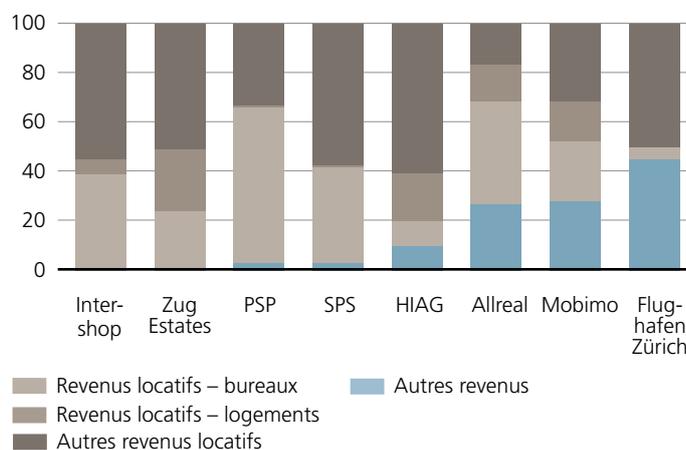
rité des dividendes. Les tendances décisives sont les contrats de bail à loyer arrivant à expiration, les dépenses d'investissement, les gains imputables à des réévaluations, les coûts des fonds de tiers, les quotes-parts des fonds propres et les niveaux de distribution de dividendes.

Plus d'investissement pour la modernisation que pour la rénovation

Presque toutes les sociétés immobilières ont été confrontées à une hausse des vacances ces

Part élevée des bénéfices générés par les recettes locatives

Segmentation du bénéfice d'exploitation avant réévaluations, en %



Sources: rapports d'activité des entreprises 2014, UBS

24 derniers mois, d'où un recul marqué de l'activité de construction. Pourtant, les dépenses d'investissement agrégées des sociétés immobilières cotées en Suisse devraient rester proches de leur niveau historique en 2015 également. Les immeubles doivent en effet être modernisés pour pouvoir les relouer et éviter les dépréciations. Par contre, les nouvelles constructions commerciales sont pour ainsi dire au point mort, sauf lorsque les surfaces sont louées à l'avance.

Flughafen Zürich et PSP Swiss Property ont augmenté leurs dépenses d'investissement de manière significative au cours de l'année précédente. Pour le premier, il s'agissait de construire le nouveau centre «The Circle» à côté de l'aéroport de Kloten. PSP, de son côté, se concentre sur les investissements de modernisation, susceptibles d'augmenter les chances de relocation. Cet aspect est crucial car un cinquième des contrats de bail à loyer de PSP arrive à expiration en 2016, soit le plus fort taux du marché. Mobimo suit de près avec un sixième des contrats, tandis que le phénomène est inférieur à 10% pour les autres sociétés. Les relocations peuvent être une opportunité comme un risque: loyer plus élevé ou vacances, tout est possible. Toutefois, l'environnement plutôt faible augmente les risques.

Stagnation des coûts des fonds de tiers, de moins en moins de réévaluations

Les coûts moyens des fonds de tiers pour les sociétés immobilières cotées à la bourse suisse,

à 3,5% lors de leur dernier sommet en 2007, ont baissé d'un tiers pour s'établir à 2,2% en 2014. Nous prévoyons une baisse supplémentaire, mais très sélective, à l'avenir. La légère hausse des taux à long terme, sur laquelle nous tablons actuellement, aura un impact légèrement négatif.

Les entreprises affichant des projets de développement de grande ampleur ont vu leurs valorisations progresser en 2014. Chez HIAG, Zug Estates et Swiss Prime Site, les gains issus de la réévaluation des immeubles représentent entre 30 et 50% du bénéfice d'exploitation publié. La contribution au bénéfice des réévaluations est beaucoup plus faible dans les autres sociétés, entre 0 et 4%. Cette tendance devrait se poursuivre en 2016. Les plus importants portefeuilles en développement et, par conséquent, les gains éventuels des réévaluations à un horizon de trois à cinq ans concernent Swiss Prime Site, Mobimo, Flughafen Zürich, HIAG Immobilien et Zug Estates.

Quote-part des fonds propres et degré de distribution, deux facteurs de sécurité des dividendes

Dans l'environnement adverse actuel, la qualité ne manque pas d'atouts. La qualité d'une entreprise immobilière tient notamment à la solidité de son bilan, où les fonds propres doivent peser au moins 40%. Les sociétés les mieux capitalisées, avec une quote-part de fonds propres supérieure à 50% sont, par ordre décroissant, Zug

Aperçu des sociétés

Swiss Prime Site: une société dynamique qui ne cesse de se réinventer et sait saisir les nouvelles opportunités au vol, comme dernièrement la gestion des placements immobiliers pour les caisses de pension

PSP Swiss Property: une société immobilière conservatrice, dont une grande partie du portefeuille se situe dans la Bahnhofstrasse à Zurich ou dans d'autres emplacements de premier plan

Flughafen Zürich: situation attractive encore renforcée par l'efficacité et la qualité de la gestion, ainsi que par la construction du «Circle»

Allreal: le plus intégré des groupes immobiliers, propriétaire de sa propre entreprise générale

Mobimo: la plus équilibrée des sociétés aux niveaux régional et sectoriel; un bon tiers du portefeuille en Suisse romande et des revenus équitablement répartis entre les surfaces commerciales, les bureaux et l'immobilier résidentiel

Intershop: la plus ancienne des sociétés immobilières cotées en Suisse, qui possède une participation dans un groupe immobilier européen et affiche la plus forte orientation vers l'immobilier industriel et logistique (un tiers du portefeuille)

Zug Estates: société d'envergure régionale, centrée sur la région de Zoug

HIAG Immobilien: dernière arrivée sur le marché boursier, leader du marché des friches industrielles

Source: UBS

Estates, PSP Swiss Property, HIAG Immobilien et Flughafen Zürich. Les bilans d'Intershop et de Mobimo sont presque aussi solides, même si Intershop est passé provisoirement sous le seuil des 40% en 2015 en raison du versement du dividende annuel et de l'émission d'un nouvel emprunt obligataire destiné à refinancer les hypothèques arrivant à échéance début 2016. Mobimo a fait l'acquisition de Dual Real Estate Investment au deuxième semestre 2015, ce qui a temporairement ramené sa quote-part de fonds propres à 40%.

Un autre facteur de qualité est la présence dans le portefeuille d'immeubles modernes et bien situés. Dans le contexte actuel plutôt hostile, c'est ce type de bien qui présente les meilleures perspectives de relocation et donc de revenus locatifs réguliers. Le portefeuille de PSP Swiss Property est celui qui affiche la plus forte pro-

portion d'emplacements centraux, mais ceux des autres grandes sociétés immobilières présentent également une qualité globalement élevée et un standing de construction correct.

Aujourd'hui, le degré de distribution est le critère décisif pour évaluer la durabilité du dividende. Si une valeur élevée signale une politique favorable aux investisseurs, un degré de distribution plus faible aide à maintenir un dividende stable et durable, même si les bénéfices se retrouvent sous pression. Pour ces mêmes raisons de durabilité, les entreprises dont une fraction importante des revenus provient de sources stables affichent souvent un degré de distribution élevé. A l'inverse, plus les bénéfices sont volatils et plus le degré de distribution est faible. Cette dernière catégorie concerne notamment Flughafen Zürich et, à un moindre niveau, Allreal.

Aperçu des principales actions immobilières suisses cotées en bourse

Sauf mention contraire, toutes les valeurs sont indiquées en %

	SPS	Flughafen Zürich	PSP	Allreal	Mobimo	Intershop	Zug Estates	HIAG
Capitalisation boursière¹	5252	4532	3846	2025	1306	821	723	721
Taux de vacance								
2013	6,4	1,2	8,0	4,7	3,9	12,5	2,7	18,5
2014	6,6	1,6	10,0	7,9	5,4	11,0	4,4	18,0
2015E ²	6,5–7	—	<10	<7,6	5,1 ³	10–12	<6,5	16,3 ³
Croissance des dividendes								
2009–2014	1,1	12,5	3,8	1,9	1,1	0,0	—	—
2014–2017 ⁴	0,0	9,9	1,1	2,5	0,0	0,0	3,8	4,4
Coefficient de couverture du dividende								
Stratégie en matière de dividendes ²	80	35–45	>70	<80	≥CHF 9,50	CHF 20 depuis 2007	≤40	4 ⁶
2014	95	40	88	80	98	80	36	117
2015 ⁴	95	44	91	75	96	81	39	99
Moyenne 2009–14	95	39	86	73	96	83	39 ⁵	—
Rendement sur dividendes								
2015 ⁴	4,9	2,1	3,9	4,6	4,5	4,8	1,3	3,9
2016 ⁴	4,9	2,2	3,9	4,7	4,5	4,8	1,3	4,1
Quote-part des fonds propres³	44	53	56	47	44	38	60	54

¹ en mio de CHF au 13 novembre 2015 ² selon les indications des entreprises ³ au 1^{er} semestre 2015 ⁴ prévisions prudentes ⁵ 2012–14 ⁶ de la valeur nette d'inventaire

Ce tableau est une liste de référence et ne constitue pas une liste de recommandations.
Sources: entreprises, UBS; au 13 novembre 2015

Il est temps de réduire l'endettement

Thomas Veraguth et Sandra Wiedmer

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Stratégie

L'endettement financier des sociétés immobilières suisses cotées a légèrement diminué, donnant l'impression que les bilans sont devenus plus solides. Toutefois, cette amélioration supposée dissimule parfois des augmentations de valeur du portefeuille immobilier qui ne sont guère durables. Les entreprises qui se préparent activement au risque de réduction de valeur inhérent au marché sont les mieux armées pour faire face à une éventuelle correction.

Depuis 2002, les sociétés anonymes immobilières suisses cotées connaissent une croissance fulgurante. Les leaders du marché sont la locomotive de cette envolée, mais de nombreux autres acteurs ont vu la valeur de leurs actifs sous gestion gonfler d'environ 240% entre 2002 et 2014 pour atteindre 34 milliards de francs. Cette croissance a été financée, entre autres, par l'endettement. Nous estimons que le financement tiers s'élève à 18,3 milliards de francs fin 2014, contre seulement 5,7 milliards en 2002. Les sociétés immobilières suisses achètent-elles leur croissance à coup de crédit?

Un matelas financier en apparence plus épais

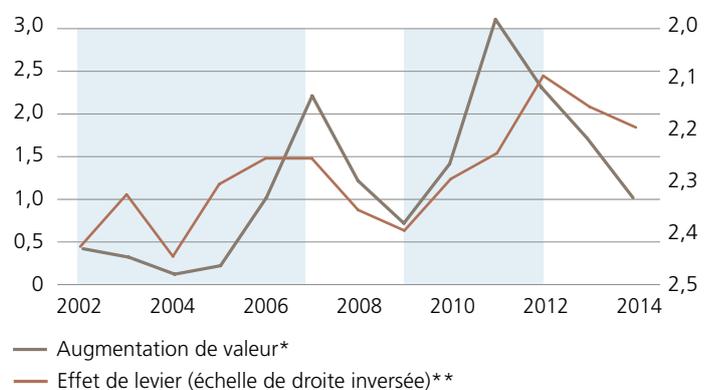
Le recul de la charge d'intérêt associé à la hausse des valeurs immobilières dans les bilans, tirée par les conditions de marché, ont rendu les fonds de tiers attractifs ces dernières années. Nos calculs indiquent que les intérêts versés en moyenne par les sociétés immobilières suisses cotées ont chuté de plus d'un point de pourcentage depuis 2002 pour s'établir un peu au-dessus de 2%. En 2002, l'écart entre le rendement des revenus et le coût des fonds de tiers dans le portefeuille immobilier s'élevait à quelque 1,5 point. Toujours selon nos estimations, il représente actuellement un peu plus de 2 points, soit une hausse de 40% en 13 ans. Avec le creusement de cet écart, un endettement supplémentaire améliorerait la rentabilité des capitaux

propres. Il est donc devenu nettement plus intéressant de s'endetter.

Pourtant, les données agrégées des sociétés anonymes immobilières suisses indiquent que le levier financier, autrement dit le rapport entre les actifs totaux (actifs immobiliers et participations, liquidités et autres actifs) et les capitaux

Les fortes progressions de valeur diminuent l'effet de levier

Effet de levier et augmentation de valeur, en %



* Rendement de l'augmentation de valeur des placements immobiliers directs en Suisse
 ** Rapport entre les actifs totaux et les capitaux propres; moyenne pondérée des fonds propres des sociétés immobilières cotées suisses

Sources: IPD, Bloomberg, UBS

propres (actions libérées et bénéfiques non distribués) a légèrement baissé entre 2002 et 2014, passant de plus de 2,4 à moins de 2,2. Manifestement, les entreprises ont utilisé cette longue période faste pour renforcer leur matelas de capitaux propres, d'environ 1,5 milliard de francs selon nos estimations.

« Si les revenus locatifs ne se redressent pas à moyen terme, nous estimons le potentiel de correction à presque 10%. »

La fulgurante croissance des sociétés immobilières suisses ne semble donc pas reposer sur un endettement incontrôlé. Toutefois, il y a un risque que la hausse des valeurs de marché ait conduit à sous-estimer le levier réel. Depuis 2002, la croissance des valeurs immobilières dans les portefeuilles globaux a frôlé les 20% en moyenne à l'échelle de la Suisse. Cette hausse de valeur impressionnante a pu renforcer considérablement les bilans et occulter le niveau effectif de l'endettement. Les valeurs ont nettement progressé, notamment après la crise financière de 2008/2009, d'où une baisse notable de l'endettement financier. En effet, malgré la baisse des coûts des fonds de tiers, les dettes des sociétés anonymes immobilières ont augmenté plus lentement que les valeurs immobilières.

Les valorisations sont-elles durables?

Il ne faut pas pour autant sous-estimer les risques systématiques associés aux valorisations immobilières. Les gains en capital annuels conditionnés par le marché ont affiché une forte hausse entre 2010 et 2014, jusqu'à représenter environ un tiers de la performance totale dans

l'immobilier. C'est deux fois plus que leur moyenne à long terme; autrement dit, les revenus locatifs n'ont pas suivi le rythme de la hausse des valeurs, ce qui nous pousse à nous interroger sur le caractère durable de cette dernière.

De plus, depuis 2010, les rendements annuels des valeurs immobilières sont de loin supérieurs à l'inflation. Par le passé, un tel découplage a toujours été prélude à une correction. Cette fois encore, il pourrait s'avérer n'avoir été qu'un feu de paille. Si les revenus locatifs ne se redressent pas à moyen terme, nous estimons le potentiel de correction à presque 10%. Cela se répercuterait entièrement sur les capitaux propres des sociétés, et ferait passer le levier financier moyen à 2,5, une valeur depuis les 15 dernières années. Ce scénario ne tient pas non plus compte des risques liés à la hausse des taux, à la baisse des revenus locatifs ou à la progression des vacances. Si toutefois le marché immobilier ralentissait progressivement, la correction devrait rester inférieure à 10% étant donné le niveau d'endettement actuel. Par ailleurs, avec des coefficients d'endettement variant de 1,7 à 4,5, les performances pourraient fortement diverger d'une société à une autre.

Privilégier une gestion active des risques

Nous conseillons aux investisseurs de favoriser les sociétés qui anticipent ces risques en gérant leur bilan de façon active, c'est-à-dire en réduisant leur endettement. Pour cela, elles peuvent prendre des bénéfiques en vendant des immeubles, améliorer la convergence des échéances entre les contrats de bail à loyer et les délais de financement, ou encore rembourser leurs dettes, ce qui vaut la peine d'être envisagé dans l'environnement actuel de taux négatifs. Nous attachons une importance particulière à la durabilité des versements de dividendes. Seule l'activité opérationnelle doit servir à financer ceux-ci, afin de ne pas grignoter les fondations de la société. En effet, cette dernière ne pourra plus compter sur les hausses de valeur pour soutenir son bilan dans les années à venir.

Surévaluation de la majorité des villes du monde

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

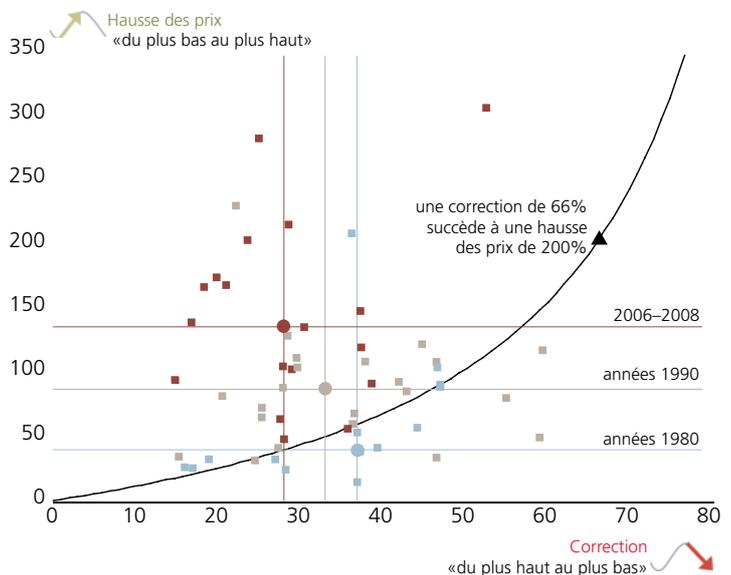
L'UBS Global Real Estate Bubble Index a pour objet de quantifier le risque de bulle immobilière sur les marchés du logement en propriété de 15 centres financiers du monde entier. Une bulle immobilière se dessine à Londres et à Hong Kong, tandis que dix villes sont nettement surévaluées – dont Genève et Zurich.

Les marchés de l'immobilier résidentiel sont sujets à de vigoureuses corrections de temps à autre. Ces 40 dernières années ont été le théâtre de trois vagues de correction mondiale. La première est survenue en 1980, année où les marchés des pays concernés ont chuté de presque 40% en moyenne, réduisant à néant la hausse des prix réels des années précédentes. Le deuxième cycle a pris fin tout aussi violemment à la fin des années 1990, même si de nombreux marchés concernés par la correction ont réussi à se maintenir au-dessus de leur point bas du début de la décennie précédente. La fin du troisième cycle, en 2008, a été l'élément déclencheur de la crise financière mondiale.

Les marchés ont chuté de tout juste 30% en moyenne, mais la hausse des prix réels depuis le milieu des années 1990 avait été de 130%. Autrement dit, la plus faible des trois corrections est intervenue après la plus forte des hausses de prix. Ceci s'explique par la politique monétaire des banques centrales. La mode de «l'assouplissement quantitatif» a fait plus que tripler la masse base monétaire mondiale depuis 2007, d'où une envolée des prix des valeurs patrimoniales. Cette impulsion a abrégé la dernière phase de correction et ouvert la voie à un nouveau boom de l'immobilier, tout en effaçant également les pertes essuyées par les marchés financiers.

Des corrections de moins en moins fortes

57 corrections de prix dans différents pays et villes du monde, corrigées de l'inflation, en %



Croissance des prix jusqu'à un sommet et correction subséquente

- au début des années 1980
- au début des années 1990
- entre 2006 et 2008

Remarque: la ligne noire représente la correction qui serait nécessaire pour compenser la hausse précédente. Les lignes horizontales et verticales représentent les valeurs médianes de hausse et de correction pour chaque période.

Source: UBS



« Genève était classée dans la zone à bulle jusqu'en 2011. »

Un indice centré sur les villes

Toute bulle immobilière débute généralement par une croissance de l'économie réelle. Les métropoles et les centres financiers mondiaux sont les gagnants économiques des 20 dernières années. Les villes sont de nouveau des lieux de performance économique, et les emplacements centraux ont vu leur valeur progresser fortement. C'est ainsi que, dans de nombreux centres financiers, les prix de l'immobilier réel ont plus que doublé depuis 1998.

Résultat: ces prix sont de plus en plus découplés de l'économie réelle et des revenus locaux.

D'une part, les flux de capitaux internationaux renforcent la demande excédentaire au niveau des centres-villes, alors que d'autre part les faibles taux incitent les ménages à acheter et dopent la rentabilité pour les investisseurs qui achètent pour louer. Conjugués entre eux, tous ces facteurs constituent un dangereux terrain, propice à tous les excès et aux bulles immobilières.

Forte surévaluation des villes mondiales

D'après l'*UBS Global Real Estate Bubble Index*, 12 villes sur 15 sont surévaluées. Londres et Hong Kong sont dans la zone à risque de bulle, suivies de près par Vancouver, Sydney et San Francisco. De même, Amsterdam, Genève, Zurich, Paris, Francfort, Tokyo et Singapour sont surévaluées. Aux Etats-Unis, New York et Boston sont à leur juste valeur en comparaison historique tandis que Chicago se trouve même sous-évaluée.

Les villes situées dans ou à proximité de la zone à risque de bulle sont susceptibles de connaître de fortes corrections des prix en cas de dégradation de la situation économique. Il faut noter que, dans les quatre villes en haut de l'échelle de l'indice de bulle immobilière (Londres, Hong Kong, Sydney et Vancouver), la flambée des prix est en partie alimentée par les capitaux étrangers.

Tendance croissante à la surchauffe en Europe

Les villes européennes étudiées ont vu, ces dernières années, les prix des logements et les valorisations s'envoler. Les mesures d'assouplissement quantitatif prises par la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont joué un rôle non négligeable dans cette évolution, tout comme les conditions de financement, propices depuis un certain temps. A Londres, les prix réels de l'immobilier ont progressé de 40% depuis 2013, ce qui les place déjà au-dessus de leur sommet atteint en 2007. Londres est une métropole attractive à l'échelle mondiale et profite de son statut de refuge. Les valorisations sont toutefois élevées aussi dans d'autres villes européennes, comme Paris, Amsterdam et Francfort.

A Paris, les prix crèvent déjà le plafond; ils ont certes reculé de plus de 10% depuis 2011, mais faisant suite à une hausse de plus de 170% depuis

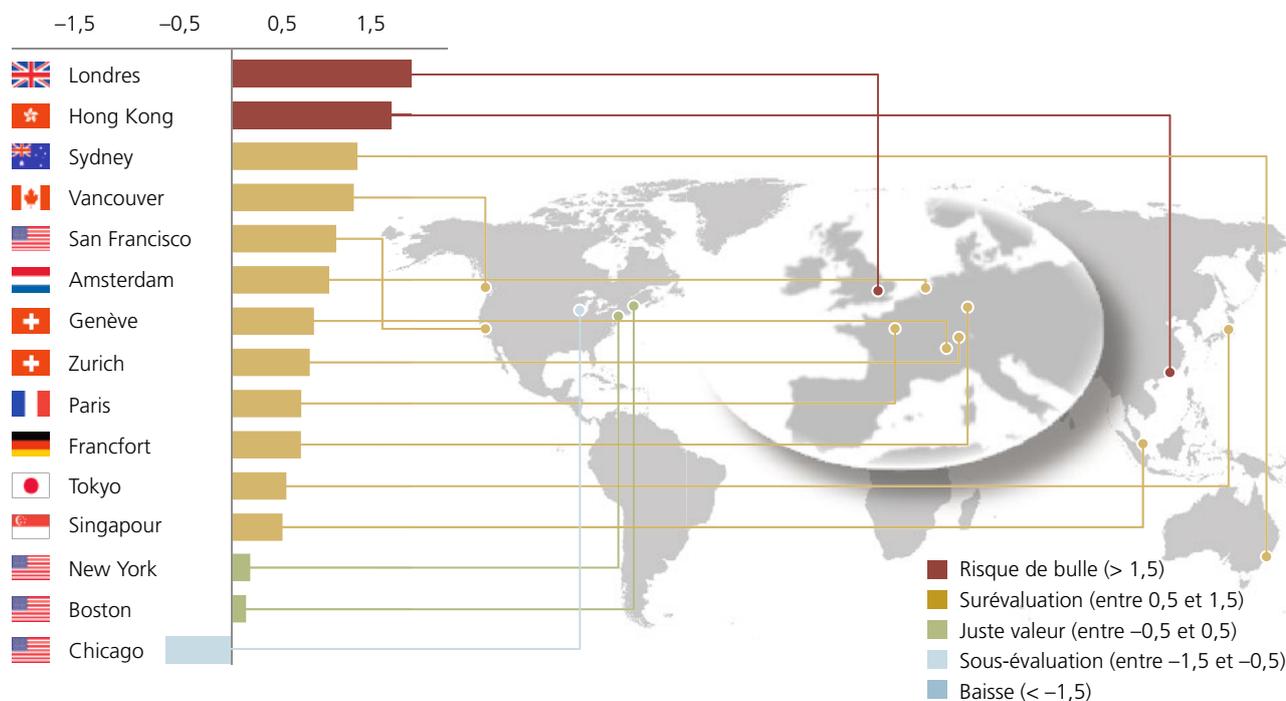
Pertinence de l'UBS Global Real Estate Bubble Index

Par bulle, on entend un décalage significatif entre le prix d'un investissement et sa valeur fondamentale. Etant donné qu'il est impossible de connaître la vraie valeur d'un bien immobilier, ce n'est souvent que lors de l'éclatement d'une bulle qu'on peut identifier celle-ci. Par le passé, une forte hausse des prix ne reposant pas sur des fondamentaux réels a constitué un indice probable de distorsion des valorisations, signe précurseur d'une correction.

L'indice *UBS Global Real Estate Bubble Index* présente, pour 15 métropoles mondiales, le décalage entre la valorisation fondamentale du marché immobilier et sa valeur à long terme. Si l'indice dépassait 1 entre 1985 et 2009 par exemple, il y aurait 95% de chance qu'une correction survienne dans les trois années suivantes. Il est toutefois impossible de prédire le moment exact, la durée et l'intensité de cette correction.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Niveau actuel de l'indice sur les marchés immobiliers de certaines métropoles



L'indice *UBS Global Real Estate Bubble Index* est une moyenne pondérée de cinq sous-indicateurs standardisés, établis à partir de l'analyse des rapports suivants: prix/revenus, prix/loyers et prix local/national. La croissance des volumes hypothécaires et l'activité de construction sont également prises en compte. Vous trouverez une description détaillée de la méthode et des hypothèses utilisées dans la publication *UBS Global Real Estate Bubble Index* en date du 29 octobre 2015.

Source: UBS

1998, on peut difficilement parler de détente. La capacité financière nécessaire reste élevée: le prix d'un logement de 60 mètres carrés représente plus de 13 années de salaire pour un cadre supérieur. A Amsterdam, les prix ont connu une forte correction, de presque 25%, depuis 2008. Ils ont cependant amorcé un rebond depuis, et leur trajectoire est découplée tant de la moyenne nationale que des revenus locaux. Même si nous n'anticipons pas d'accélération durable de la dynamique des prix vu la faiblesse relative de la conjoncture, le potentiel de correction n'a pas disparu. Depuis 2011, les prix ont augmenté de plus de 20% à Francfort, et cette spirale haussière ne devrait pas s'arrêter immédiatement. En effet, le niveau des prix reste faible en comparaison internationale ainsi que par rapport aux revenus locaux. L'évolution de l'économie allemande et de la place financière qu'est Francfort seront des facteurs décisifs.

Suisse: risque de bulle écarté à Genève

Les prix des logements genevois, en valeur corrigée de l'inflation, ont augmenté de 110% depuis 2000. Parmi les autres villes de l'étude, seules Paris et Hong Kong affichent une croissance supérieure. A Zurich, la hausse n'a été que de 80% sur la même période, ce qui la situe dans la moyenne de l'étude. Les deux centres financiers suisses sont dans la zone de surévaluation, avec respectivement 0,86 et 0,91 pour les métropoles alémanique et romande.

Accalmie à Genève

Genève était classée dans la zone à bulle jusqu'en 2011. Ces trois dernières années, le risque de bulle a toutefois diminué, pour s'établir dans la moitié inférieure de la zone. Les prix ont reculé de 5% alors que les revenus et les loyers restaient stables. En outre, les prix ont continué leur ascension dans le reste de la Suisse, ce qui a réduit l'écart entre Genève et la moyenne nationale.

Deuxième plus forte hausse depuis 2009 pour Zurich

Ces dernières années, l'indice des bulles immobilières a nettement progressé à Zurich. La croissance des prix dans la capitale financière de la Suisse alémanique a été de 25% depuis la fin de la crise financière, un chiffre qui n'est dépassé

que par Sydney. Toutefois, depuis 2012, l'inflation est là aussi moins forte à Zurich que dans le reste du pays.

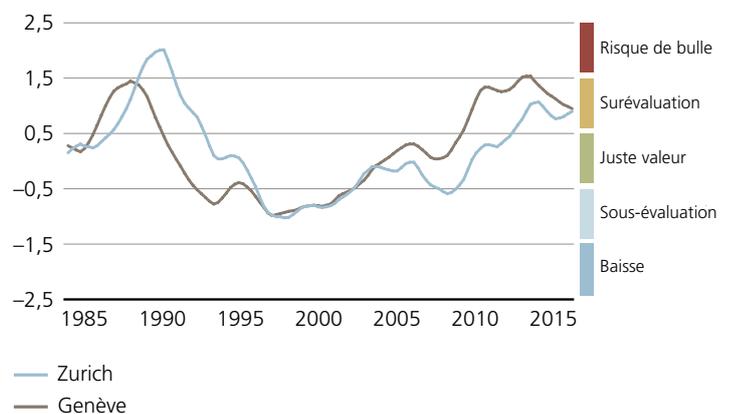
Sensibilité extrême aux taux en Suisse

Le rapport prix/loyer à Genève et Zurich, très élevé en comparaison internationale, indique un marché surévalué. Ainsi, 35 années de loyer sont nécessaires pour égaler le prix d'achat d'un logement à Zurich, ce qui est un record mondial. Cela correspond à un rendement de seulement 2,8%. C'est pourquoi, en Suisse, les prix des logements sont très dépendants des taux, car l'impact d'une hausse des taux sur les prix à l'achat est d'autant plus élevé que les rendements sont faibles.

Le rapport prix/revenu a lui aussi nettement augmenté ces dernières années à Zurich et à Genève. Les conditions demeurent donc très confortables pour la population locale en comparaison avec d'autres places financières. Il faut environ huit années de revenu pour acquérir un logement de 60 mètres carrés, contre 15 à Londres et même 24 à Hong Kong.

Villes suisses surévaluées

UBS Global Real Estate Bubble Index pour Zurich et Genève



Source: UBS

Prudence accrue en fin de cycle

Thomas Veraguth, Nena Winkler et Cyril Demaria

Les placements immobiliers améliorent le profil rentabilité/risque d'un portefeuille, privé comme institutionnel. Investir dans l'immobilier peut s'effectuer au moyen de divers véhicules de placement, directs ou indirects. Après avoir opté pour une forme ou une autre, l'investisseur a ensuite le choix entre plusieurs stratégies en fonction de son goût pour le risque et de son horizon de placement. Enfin, le degré de maturité du cycle du marché de l'immobilier est un critère central pour entrer ou sortir.

Moteurs de rendement

Le rendement total d'un investissement immobilier se compose des recettes locatives et de l'évolution de la valeur en capital. Sur le long terme, les recettes locatives représentent quelque 80% du rendement total annualisé. C'est ainsi que, selon l'indice de l'Investment Property Databank (IPD), le marché immobilier mondial a généré un rendement total moyen de 7,4% ces 14 dernières années, dont 6,1% imputables aux revenus locatifs et 1,2% aux gains en

capital. Même si la plupart des stratégies se concentrent sur l'accroissement de la valeur, les revenus locatifs sont la première motivation d'un investissement immobilier. Ils dépendent de la solvabilité du locataire mais aussi de l'état du marché locatif. Le facteur décisif est la relation entre le placement immobilier en tant que tel (offre) et l'évolution de la situation économique des locataires (demande).

Les gains ou pertes en capital sont avant tout le résultat de l'évolution des taux de capitalisation (le rendement sous-jacent de la valorisation), recettes futures déduites. Aux Etats-Unis, le taux de capitalisation pour l'immobilier de bureaux haut de gamme a plongé de 10,5% début 2010 à seulement 4,9% actuellement selon Real Capital Analytics (RCA). Les attentes des investisseurs vis-à-vis de l'évolution du résultat d'exploitation net (Net Operating Income, NOI) et de la rareté d'un type d'immobilier donné sont d'autres facteurs déterminants pour les valorisations dans l'immobilier.

Caractéristiques des investissements immobiliers

Véhicule de placement	Liquidité	Contrôle sur ses placements	Nombre d'immeubles	Coûts de transaction	Diversification	Corrélation avec les marchés financiers	Connaissances en placement requises
REIT/actions immobilières cotées en bourse	Elevée	Faible	30–200	Faibles	Elevée	Elevée	Faibles
Fonds immobiliers cotés	Moyenne	Faible	20–100	Faibles	Elevée	Moyenne	Faibles
Private equity immobilier/fonds immobiliers non cotés	Faible	Faible	10–50	Moyens	Moyenne à élevée	Faible	Moyennes
Placements immobiliers directs	Faible	Elevée	≥1	Elevés	Faible	Faible	Elevées
Clubs de propriété immobilière	Faible	Moyen	5–30	Moyens	Moyenne	Faible	Moyennes
Mandats immobiliers	Faible	Elevée	5–20	Moyens	Faible	Faible	Elevées

Source: UBS



Le Rolex Learning Center de l'EPFL Ecublens (VD)

« Sur le long terme, les recettes locatives représentent quelque 80% du rendement total. »

Véhicule

Il est possible d'investir directement ou indirectement sur le marché immobilier. Dans le premier cas, il y a transfert économique et juridique de la propriété de l'immeuble à l'acheteur, tandis que ce dernier n'acquiert, dans le deuxième cas, que des parts d'un instrument de placement et ne prend donc pas lui-même les décisions de placement. Les investissements immobiliers indirects se répartissent entre placements cotés et non cotés en Bourse, comme par exemple les fonds immobiliers non cotés ou encore les investissements dans le private equity immobilier. D'une manière générale, l'investisseur peut se positionner indirectement sur le marché immobilier en apportant des fonds propres ou des fonds de tiers.

Les formes de placement les plus liquides sont les valeurs financières cotées émises par des sociétés immobilières (titres de dette ou actions immobilières p. ex.). Les actions immobilières se négocient habituellement avec une décote ou

une surcote par rapport à la valeur nette d'inventaire (VNI) du bien immobilier sous-jacent. Les Real Estate Investment Trusts (REIT) sont des titres immobiliers réglementés cotés en Bourse. Ils permettent d'éviter une double imposition au niveau de l'entreprise puis de l'investisseur. Le marché mondial des actions immobilières pèse environ 1600 milliards d'USD.

A l'inverse, les engagements directs constituent la forme de placement immobilier la moins liquide. Entre ces deux extrêmes, les investisseurs ont le choix entre une multitude d'instruments indirects, utilisant des placements cotés ou non. Ceux-ci sont généralement peu liquides et s'adressent en premier lieu aux investisseurs chevronnés, avec un horizon de placement long. Ils sont en outre assez peu corrélés aux marchés financiers étant donné que la VNI de l'immeuble repose sur l'estimation d'experts indépendants. La valorisation de ces produits correspond à leur VNI.

Parmi ces instruments à la liquidité restreinte figurent les fonds immobiliers et les fonds de fonds (ou mandats), qui offrent un potentiel de diversification comparativement élevé. En effet, ce sont des gestionnaires en placement immobilier qui sélectionnent les immeubles, les fonds ou les gérants, selon des critères de rentabilité stricts, et les mettent en œuvre au sein des portefeuilles. Les fonds immobiliers existent soit sous forme ouverte (base de placement illimitée) soit sous forme fermée (pool de placement fixe). A la différence des structures ouvertes, la seule manière d'acheter des parts dans un instrument fermé consiste à souscrire à une augmentation de capital. Par ailleurs, les remboursements ne sont possibles que sous certaines conditions bien précises. Un fonds fermé n'est donc liquide que sur un marché secondaire limité.

Stratégies

Immobilier «core»

Par immobilier «core», on entend des biens intégralement loués dans des emplacements de premier ordre, offrant des loyers élevés et des risques de défaillance faibles. Priorité est donnée à la stabilité des rendements. L'immobilier «core» peut malgré tout être sujet à des gains ou pertes en capital majeurs car les grands flux de capitaux transfrontaliers entrants ou sortants peuvent l'affecter. Les biens immobiliers «core», lorsqu'ils sont conservés plus longtemps que la durée d'un cycle, voient leur valeur en capital progresser, généralement après un net plongeon. Toutefois, l'achat d'un immeuble «core» induit généralement un risque de durée élevé (risque de fluctuation des taux) pour un rendement initial comparativement faible. En effet, à la différence d'un immeuble à plus fort rendement, l'essentiel des rendements est à venir.

Immobilier «core plus»

L'immobilier «core plus» se distingue légèrement de la stratégie précédente au niveau du choix des implantations, de la structure des contrats et des locataires ainsi que de la qualité des biens. Ces immeubles présentent donc logiquement un profil rentabilité/risque plus élevé. Les stratégies «core» et «core plus» représentent plus de 75% des placements immobiliers commercialisables dans le monde.

«Value-add»

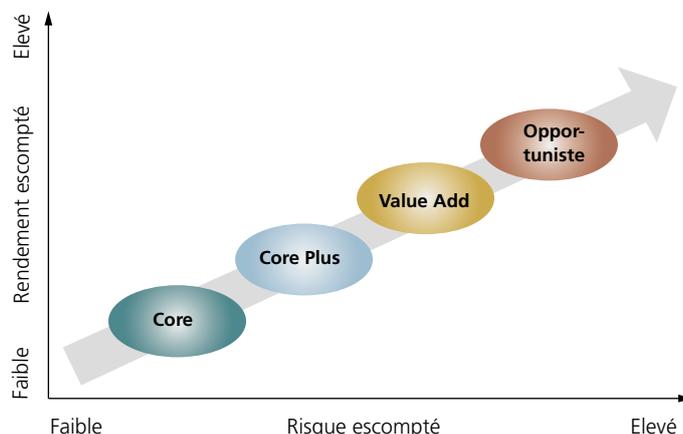
La stratégie «value-add» s'adresse aux investisseurs ayant un certain goût du risque: si elle offre des rendements intéressants, son principal atout réside dans la hausse de valeur future. C'est pourquoi cette stratégie affiche une volatilité élevée. Par rapport à une stratégie «core», elle exige une planification encore plus soignée des moments d'entrée et de sortie, une gestion active des immeubles ayant besoin d'un assainissement/d'une rénovation, ainsi que des repositionnements éventuels. Les stratégies «value-add» englobent également l'achat d'immeubles affichant de fortes vacances, puisqu'une nette hausse du taux d'occupation (suite à un changement d'usage ou un assainissement p. ex.) augmente la valeur du bâtiment.

Investissement opportuniste

L'investissement opportuniste, situé tout en haut de l'échelle du risque, cible les immeubles affichant de forts taux de vacances ainsi qu'un potentiel de développement/reconversion élevé. L'investisseur espère alors tirer une grande partie des revenus de l'augmentation de la valeur, ce qui exclut toute stratégie de sortie minutée. Outre les risques communs à tous les placements immobiliers, l'investisseur doit également supporter un risque financier important (endettement p. ex.). Les fonds de private equity immobiliers ont souvent recours à cette stratégie.

Profil de risque des stratégies d'investissement

Représentation schématique



Source: UBS

Recommandation

Le cycle haussier entamé en 2009/2010 est déjà bien avancé dans la plupart des pays industrialisés; les taux de capitalisation sont redescendus à leur point bas du dernier cycle, en 2007. Dans les grandes métropoles mondiales telles que Londres, New York et Hong Kong, les afflux de capitaux transfrontaliers ont projeté les valorisations vers des sommets. Selon RCA, ces flux représentent en 2015 plus de 30% du volume total des transactions immobilières.

« Les investisseurs en stratégies plus risquées ont intérêt à préparer leur sortie faute de quoi leur horizon de placement risque de se rallonger nettement. »

Les investisseurs qui pensent que le cycle haussier actuel prendra fin cette année ou la suivante doivent décider de sortir du marché dans les trimestres à venir. Les investisseurs en immobilier «core» peuvent prendre leurs bénéfices en vendant des immeubles, réduire leur taux d'endettement ou rester investis en pariant sur la stabilité des flux de trésorerie et encaisser les éventuelles pertes temporaires en capital. Les stratégies «value-add» et opportuniste risquent aussi d'être confrontées à des problèmes de vacances, voire même à une diminution de valeur à long terme. Les investisseurs en stratégies plus risquées ont donc intérêt à préparer leur sortie faute de quoi leur horizon de placement risque de se rallonger nettement.

Investissements dans le private equity immobilier

Nous conseillons aux investisseurs à long terme capables de tolérer une certaine illiquidité de s'orienter vers le private equity immobilier afin de diversifier les sources de rendement de leur portefeuille. A condition que le rendement supplémentaire attendu soit assez élevé et que l'impact de la volatilité reste limité, ce type de placement offre une valeur ajoutée au portefeuille qui compense le risque d'illiquidité. Cependant, tous les investissements dans le private equity immobilier ne sont pas forcément intéressants en fin de cycle. En effet, dans l'environnement actuel, les fonds de private equity immobiliers drainent un montant record de capitaux non investis dans l'immobilier, sans compter que l'ample disponibilité de financements bon marché complique le placement des capitaux.

Au sein de cet univers, nous privilégions les fonds qui se concentrent sur la complexité et sur des facteurs de rendement ciblés, ainsi que sur les placements de niche. A long terme, la prise en compte de stratégies et de gérants de fonds spécialisés est la clé des rendements supplémentaires. Nous privilégions les stratégies «value-add» et opportunistes, où un gérant expérimenté réussira à créer de la valeur par la réévaluation ou le repositionnement des immeubles, par exemple. Le capital étant immobilisé à long terme, le gérant d'un fonds de private equity immobilier pourra se concentrer sur le développement ou la restructuration des placements sans la pression de devoir effectuer des distributions régulières. Les fonds de private equity immobiliers sont donc des véhicules plus adaptés que les instruments cotés pour investir dans des tendances à long terme, comme par exemple la demande croissante en établissements médico-sociaux.

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Retail & Corporate ou Wealth Management Americas, divisions de UBS AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), de l'une de ses filiales ou de l'une de ses entreprises associées («UBS»). 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. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les prix du marché indiqués dans les graphiques et tableaux de performance sont les cours de clôture de la Bourse principale concernée. L'analyse contenue dans le présent document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur soit pour l'instrument de placement lui-même soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS research. 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 valeurs à terme sont considérés comme risqués. Les performances passées ne sauraient préjuger de celles à venir. 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 fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières. La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. 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. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité 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 WM 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 citées 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 émis par UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231127): ce document se limite à des informations d'ordre général et ne constitue pas un conseil personnel relatif à un produit financier. Ce document ne prend pas en compte les objectifs, la situation ou les besoins financiers d'une personne quelle qu'elle soit et, 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 ainsi que les informations à l'usage des investisseurs. 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. **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tatweer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **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 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. **Brazil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **Dubai:** La recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC. Elle est réservée strictement aux clients professionnels et ne peut pas être redistribuée dans les Emirats Arabes Unis. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubai, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale de UBS AG. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 125 726 944 euros, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex,

Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Israël:** UBS 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. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 3 - Milan, banque italienne dûment agréée par la «Banque d'Italie» pour la fourniture de services financiers sous la surveillance de «Consob» et de la «Banque d'Italie». **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B 11 142, une banque agréée sous la surveillance commune de la Banque centrale européenne et de la «Commission de surveillance du secteur financier» (CSSF), à laquelle ladite publication n'a pas été soumise pour approbation. **Mexique:** le présent document a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui 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 de Taiwan, en accord avec les clients ou à leur demande.

Version janvier 2016.

© UBS 2016. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

Allreal 1, 2. Flughafen Zuerich 1. Intershop Holding AG 1, 2, 3. Mobimo Holding 1.
PSP Swiss Property 1, 2, 4. Swiss Prime Site 1, 2. Zug Estates 1.

- 1 UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement 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 12 derniers mois, UBS Securities LLC et/ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour des produits et services autres que les services d'investissement.
- 4 Un collaborateur d'UBS SA est un employé, directeur ou membre du comité consultatif de cette société.

Au 6 janvier 2016



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

Aperçu et prévisions

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

	2016 ¹	2015 ²	2014	2013	2012	2011	10 ans ³	
Moteurs	Conjoncture et revenus							
	Produit intérieur brut réel	1,4	1,0	1,9	1,8	1,1	1,9	1,9
	Produit intérieur brut réel par habitant	0,3	-0,2	0,6	0,6	0,0	0,9	0,8
	Salaires, valeur réelle	0,9	1,9	0,8	1,0	1,5	0,7	0,9
	Inflation et intérêts							
	Inflation annuelle moyenne	-0,4	-1,1	0,0	-0,2	-0,7	0,2	0,3
	Libor à 3 mois en CHF ⁴	-0,8	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,5
	Rendem. des obligat. (10 ans) de la Conféd. ⁴	0,2	-0,1	0,4	1,3	0,6	0,7	1,4
	Population et emploi							
	Effectif de la population	1,0	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1	1,1
Taux de chômage	3,5	3,3	3,2	3,2	2,9	2,9	3,1	
Emploi, en équivalents temps plein	0,7	0,6	0,8	1,3	1,7	1,2	1,4	
Habitation	Logements en propriété							
	Prix de l'offre pour logements en propriété	-1,0	1,5	2,2	3,3	5,1	4,8	3,7
	Prix de l'offre pour maisons individuelles	0,0	2,0	1,3	4,7	3,7	4,1	3,3
	Croissance des crédits hypothécaires aux ménages	3,1	3,4	3,5	5,1	5,1	4,0	4,3
	Logements locatifs							
	Prix de l'offre	-0,5	1,0	2,2	2,9	3,1	2,8	2,7
	Prix de l'offre pour les nouvelles constructions	-2,0	-1,5	5,8	1,3	1,1	-0,9	0,3
	Indice des prix des loyers existants	-	0,9	1,2	0,4	0,6	1,4	1,5
	Taux hypothécaire de référence ⁴	1,8	1,8	2,0	2,0	2,3	2,5	-
	Rendement cash flow net ⁵	4,3	4,4	4,2	4,1	4,4	4,5	4,5
	Rendement du capital ⁵	1,2	1,7	1,8	2,4	2,6	3,2	1,7
	Rendement total ⁵	5,5	5,8	6,1	6,5	7,1	7,8	6,2
	Vacance et construction de logement							
Taux de logements vacants	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	1,0	
Permis de construire par rap. au stock de logements	-	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	
Commercial	Surfaces de bureaux							
	Loyers de l'offre	-2,0	2,5	0,2	5,4	4,9	-1,4	1,7
	Quote-part de l'offre	-	7,1	6,6	6,3	6,6	6,6	6,9
	Rendement cash flow net ⁵	4,8	4,5	4,4	4,2	4,4	4,9	4,7
	Rendement du capital ⁵	-1,0	-0,5	-0,2	0,8	1,8	2,7	1,0
	Rendement total ⁵	3,8	4,0	4,2	5,1	6,3	7,7	5,7
	Surfaces commerciales							
	Loyers de l'offre	-3,0	-1,0	-3,3	1,4	6,3	0,8	1,2
	Rendement cash flow net ⁵	4,7	4,5	4,2	4,2	4,3	4,5	4,6
	Rendement du capital ⁵	0,0	0,5	1,0	2,1	2,7	3,8	2,3
Rendement total ⁵	4,7	5,0	5,3	6,3	7,1	8,5	6,9	
Bourse	Actions immobilières							
	Rendement total	-	9,6	13,6	-6,9	12,3	6,1	7,9
	Corrélation avec le Swiss Performance Index ⁶	-	0,61	0,45	0,51	0,44	0,57	0,49
	Volumes journaliers moyens en bourse (mio. de CHF)	-	30,1	20,5	21,9	24,4	22,4	19,5
	Primes estimées ⁷	-	12,3	5,4	8,1	14,2	16,6	9,9
	Volatilité	-	13,0	8,0	10,1	8,9	10,2	11,1
	Fonds immobiliers							
	Rendement total	-	4,2	15,0	-2,8	6,3	6,8	5,5
	Corrélation avec le Swiss Performance Index ⁶	-	0,22	0,17	0,06	0,17	0,13	0,14
	Volumes journaliers moyens en bourse (mio. de CHF)	-	24,6	19,1	20,8	19,9	17,3	16,6
	Agios estimés ⁷	-	28,9	19,0	17,2	28,6	26,9	20,6
	Volatilité	-	12,1	7,6	8,4	6,6	7,2	7,0
	Benchmark							
	Rendem. total fondations de placements immobiliers	-	4,7	5,1	5,7	6,5	6,9	5,3
	Rendement total Swiss Performance Index	-	2,7	13,0	24,6	17,7	-7,7	6,3
	Volatilité Swiss Performance Index	-	18,3	10,6	12,8	11,5	18,4	16,1
Rendement total Swiss Bond Index («AAA»)	-	2,4	8,5	-3,3	2,2	7,6	3,3	

¹ Prévisions UBS

² Extrapolations/prévisions UBS (situation au 5 janvier 2016)

³ Moyenne 2006-2015

⁴ Fin de l'année

⁵ Investissement direct dans des immeubles existants

⁶ Valeurs entre -1 (= effet de diversification total) et +1 (= aucun effet de diversification)

⁷ Majoration par rapport à la valeur nette d'inventaire des actions immobilières (primes) et des fonds immobiliers (agios)

Sources: SECO, OFS, BNS, Wüest & Partner, OFL, IPD, Docu Media, Bloomberg, UBS

