

Real Estate Focus

2019



Editorial

Chère lectrice,
Cher lecteur,

Près d'un propriétaire sur deux surestime la valeur de sa maison, la plupart d'entre eux de 20 à 40%, d'après une récente enquête auprès des courtiers immobiliers. Mais comment, au juste, déterminer la valeur d'une maison – ou, d'ailleurs, de n'importe quel produit ou service? La question préoccupe les économistes depuis des siècles. Au fil du temps, différents concepts de la valeur ont émergé.

Pour les économistes classiques des 18^e et 19^e siècles, la valeur d'un bien est fonction du *temps de travail* nécessaire à sa production. Cette définition atteint son apogée dans la théorie du travail de Marx, qui élude cependant une question essentielle: pourquoi un appartement offrant une vue dégagée sur les Alpes vaut-il davantage qu'une propriété identique donnant sur une friche industrielle? Clairement, le temps de travail n'est pas le seul critère de valeur. Cinquante ans plus tard, l'«école de l'utilité marginale» développe le concept de l'*utilité*, relançant le débat sur le paradoxe classique de la valeur: pourquoi un diamant vaut-il plus qu'une substance vitale comme l'eau? À l'époque, la réponse à cette énigme consistait à séparer l'utilité objective et l'utilité subjective. Ainsi, le diamant, bijou dispensable, peut certainement avoir une utilité subjective très élevée et donc un prix exorbitant. Pour les économistes néoclassiques de la seconde moitié du 19^e siècle, tout cela était trop compliqué. Ils ont statué que le *prix* détermine la valeur ultime d'un bien. Selon cette conception, en 1637, au sommet de la «tulipomanie» néerlandaise, les bulbes de la variété Semper Augustus valaient autant qu'un hôtel particulier d'Amsterdam.

Tout cela a le mérite de montrer que valeur et prix ne sont pas synonymes. Sur le marché immobilier en particulier, le prix payé peut différer considérablement de la valeur estimée, en fonction de la situation de marché. Dans cette édition annuelle de notre *UBS Real Estate Focus*, nous examinons sous plusieurs angles la question de la valeur des biens immobiliers – en espérant vous fournir des éléments *précieux* pour vos placements personnels.

Nous vous souhaitons une agréable lecture!



Claudio Saputelli
Responsable Global Real Estate



Daniel Kalt
Economiste en chef Suisse

Sommaire

UBS Real Estate Focus 2019

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 GWM
Case postale, CH-8098 Zurich

Rédacteur en chef

Katharina Hofer

Rédaction

Viviane Vajda

Clôture de la rédaction

10 janvier 2019

Traduction et correction

24translate GmbH, Saint-Gall

Mise en page

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Photo en couverture

Festival Cultural «Origen» sur le col du Julier, Keystone/Peter Klaunzer

Impression

Galliedia Print 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-publicationen@ubs.com

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

N° SAP 83518F-1901

6 Evaluation



- 6 Principes de base
Qu'est-ce que la valeur de marché d'un bien immobilier?
- 8 Méthodes
Sur le marché, que paie-t-on exactement?
- 10 Critique
Les estimations reflètent le passé

12 Habitation



- 12 Logements en propriété
Les risques se déplacent
- 16 Immeubles locatifs
Des pertes de valeur menacent
- 20 Immobilier de luxe
Le plus dur semble être passé

23

Commercial



32

Bourse



38

Global



23 Surfaces commerciales
Les bailleurs sous pression

26 Surfaces de bureaux
Les perspectives s'améliorent

29 Surfaces industrielles
Une alternative intéressante

32 Fonds immobiliers
Une ancre dans la tempête

35 Actions immobilières
Plus d'efforts, moins de
croissance

38 UBS Global Real Estate
Bubble Index
Les avertissements se multiplient

41 Immobilier côté
Attention aux «trappes à valeur»

43 Investir dans l'immobilier
Un univers de placement plané-
taire

47 Aperçu et prévisions

Qu'est-ce que la valeur de marché d'un bien immobilier?

Matthias Holzhey et Claudio Saputelli

Chaque bien immobilier est unique. C'est pourquoi estimer la valeur d'un objet nécessite beaucoup d'expérience et de savoir-faire. Aujourd'hui, trois grandes méthodes d'évaluation dominant, qui remontent toutes au Moyen-Âge.

La méthode dite «des portes et fenêtres», assez rudimentaire, a été introduite en 1696 en Angleterre à des fins fiscales. Plus un bien immobilier comportait de fenêtres, plus le propriétaire devait payer d'impôts. Cette méthode, qui remplaçait la méthode «des fours et foyers», permettait d'évaluer la valeur de l'immeuble sans le pénétrer.

Origines de la méthodologie actuelle

L'ancêtre de l'approche employée de nos jours est imaginé en 1662 par l'économiste William Petty. Celui-ci proposait d'établir la valeur d'un bien à partir des recettes locatives ou des rentes agricoles qu'il génère en les multipliant par 21. D'après lui, ce chiffre correspondait au nombre moyen d'années durant lesquelles un propriétaire foncier s'occupe de ses enfants et

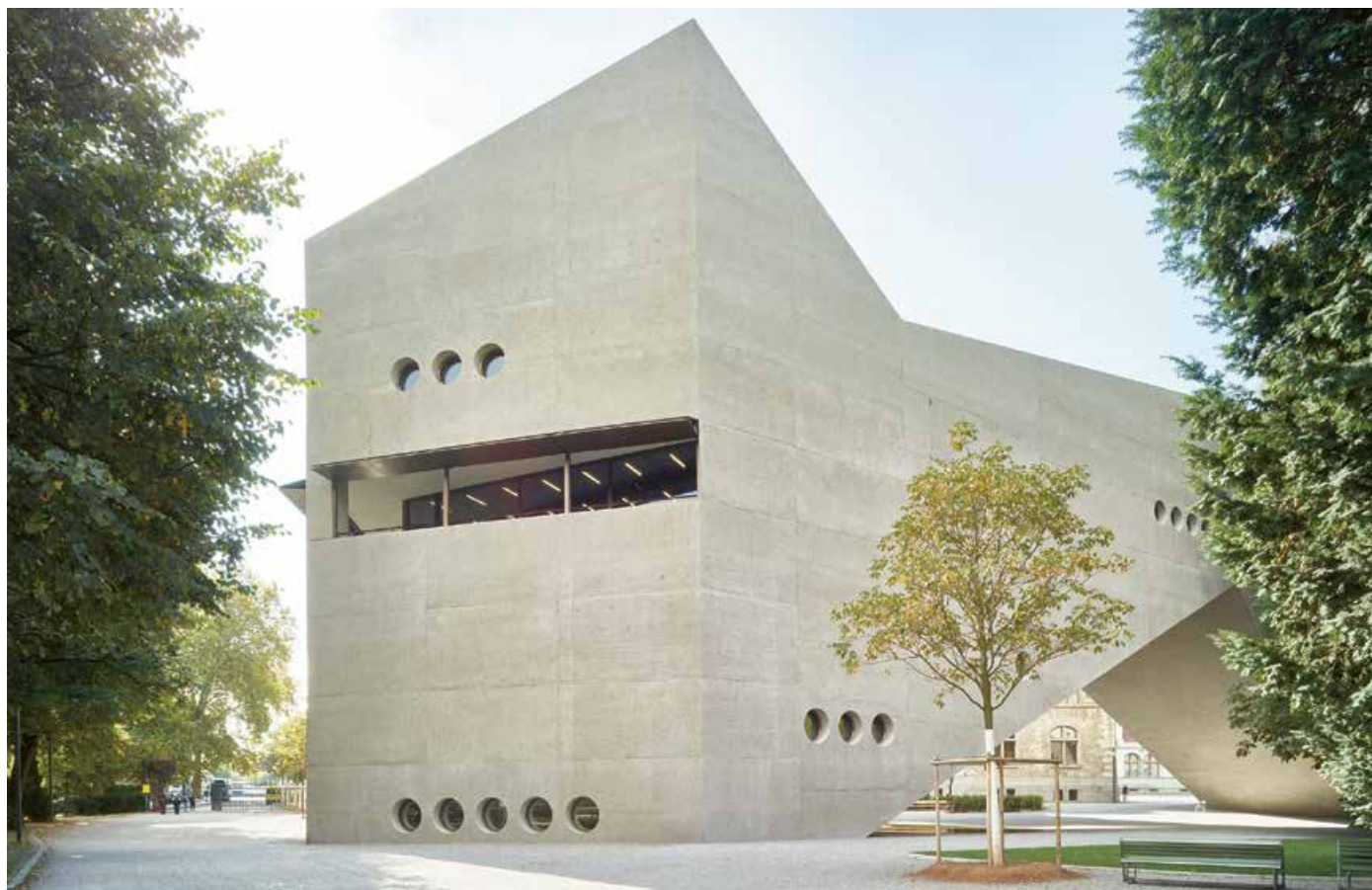
petits-enfants, et dépend donc des revenus du bien. Le concept de capitalisation était né. On entend par là le calcul de la valeur présente d'un flux de revenus constant (p. ex. loyers, rentes). L'approche de Petty impliquait un taux de capitalisation de 4,75% – un ordre de grandeur courant encore aujourd'hui.

La méthode des portes et des fenêtres a néanmoins survécu un certain temps, du fait de sa simplicité. Et elle s'est même montrée tenace: pour les immeubles locatifs, on l'utilisait en France jusqu'en 1926! En 2016, le Portugal est même revenu à une approche similaire, en imposant davantage les objets ensoleillés et disposant d'une vue dégagée que ceux situés à côté d'un cimetière, par exemple. La taxation immobilière et l'apparition des lettres de gages

Coût, prix et valeur

Lors de l'achat d'un bien, les questions suivantes se posent: quel est son coût? Quel est son prix? Quelle est sa valeur? Ces trois questions sont très semblables. Les dictionnaires décrivent souvent les notions de prix, de coût et de valeur comme quasi synonymes. Or en économie (immobilière), ces trois notions sont bien différentes. Les coûts désignent, en termes d'unités monétaires, la consommation de biens et de services nécessaire à la fabrication d'un produit. Ces coûts de production, auxquels s'ajoute éventuellement une marge de profit, constituent le prix. Celui-ci désigne, toujours en unités monétaires, la valeur

d'échange d'un bien, soit le montant que l'acheteur devrait payer au vendeur de ce bien. En matière de valeur, il faut distinguer entre valeur de marché (objective) et valeur d'usage (subjective). Idéalement, la valeur de marché d'un bien est le prix de vente attendu ou estimé dans un marché fonctionnel. La valeur d'usage, quant à elle, exprime l'utilité subjective du bien pour une personne, en fonction de ses objectifs. Normalement, elle ne s'exprime pas en unités monétaires, et varie de personne en personne.



Musée national, Zurich | Keystone/Christian Beutler

«Le prix du marché est souvent déterminé en soupesant l'emplacement, les perspectives, l'accessibilité, l'architecture et l'âge de l'objet.»

(hypothèques) exigeaient toutefois des estimations plus précises et plus équitables sur le plan fiscal; la méthode de la valeur de rendement (capitalisation des flux de recettes) s'est donc généralisée au 19^e siècle.

L'évaluation immobilière aujourd'hui

Le but de l'évaluation immobilière moderne est d'estimer la valeur de marché. Celle-ci repose sur le prix actuel du marché dans une situation de concurrence normale (multitude d'offres et d'acheteurs) avec des acteurs bien informés. Le prix du marché correspond, selon la définition, au prix réalisable le plus élevé, ou le plus vraisemblable dans un délai utile. Cela peut sembler simple, mais la question subsiste: comment détermine-t-on le prix de marché? Car il n'existe pas deux objets identiques, et pas non plus de bourse centrale où les objets sont négociés de façon absolument transparente et publique. Il est donc en général indispensable d'estimer le prix de marché en combinant par exemple les critères d'emplacement, de perspectives, d'ac-

cessibilité, d'architecture et d'année de construction du bien immobilier. En pratique, en fonction du type d'usage de l'objet, diverses approches d'évaluation ont été développées pour déterminer le prix de marché.

Il existe en principe *trois méthodes*: la *méthode comparative*, qui suppose que la disposition de l'acheteur à payer s'oriente sur le prix d'achat d'objets similaires; la *méthode de la valeur de rendement*, qui se fonde sur la valeur d'usage pour l'acheteur; et la *méthode de la valeur réelle*, qui suppose que le prix ne peut pas dépasser le total des coûts du bâtiment et du terrain (ou d'une (re)construction à neuf). Les immeubles de rendement sont en général estimés au moyen de la méthode de la valeur de rendement, tandis que les logements en propriété se prêtent davantage à la méthode comparative ou à la valeur réelle.

Sur le marché, que paie-t-on exactement?

Matthias Holzhey et Claudio Saputelli

Pour les profanes, l'évaluation immobilière peut sembler assez difficile à comprendre; et la multitude de méthodes existantes ne facilite pas la chose. Or dans le fond, toutes reposent sur la même approche.

Les biens immobiliers sont évalués pour différentes raisons, la plus fréquente étant l'intention de vendre. Mais il en existe bien d'autres: divorce, litige entre héritiers, procédure d'exécution forcée, détermination de la valeur d'assurance, établissement du bilan ou encore imposition ne sont que des exemples. Il existe trois méthodes usuelles pour estimer la valeur d'un bien immobilier.

Méthode comparative

La valeur du bien est déterminée par comparaison avec des transactions récentes d'objets semblables. Un grand nombre d'observations est pour cela nécessaire. Si, dans une région donnée, on dispose de suffisamment de transactions comparables, on peut en déduire directement le prix attendu. Si en revanche, les transactions comparables sont trop peu nombreuses, il convient de déterminer le prix des différentes caractéristiques des biens à l'aide de méthodes statistiques: il s'agit de l'«approche hédonique». Une fois établie la disposition implicite à payer pour l'emplacement, les perspectives et le niveau d'équipement, il est possible de déduire le prix de marché avec une certaine fiabilité pour chaque objet.

Méthode de la valeur réelle

On peut aussi estimer la valeur réelle d'un objet, c'est-à-dire la somme de la valeur intrinsèque du terrain et du bâti. Les coûts de construction peuvent être déterminés avec une certaine fiabilité, même si, dans chaque cas, la dépréciation pour cause de vétusté laisse une certaine marge. La difficulté réside dans le prix du terrain. Idéalement, on dispose de ventes de terrains similaires, qui permettent de déduire directement le prix du terrain. Comme dans la plupart des régions, les

ventes de terrains vierges sont rares, le prix du terrain doit être déduit des transactions de terrains déjà bâtis, ce qui transforme la méthode de la valeur réelle en une version approximative de la méthode comparative. Elle est donc surtout employée lorsque les informations sur le marché sont trop peu nombreuses, ou pour les immeubles sans valeur de marché, comme les écoles ou les hôpitaux.

Méthode de la valeur de rendement

La méthode de la valeur de rendement se fonde sur les revenus locatifs envisageables pour l'objet en question: la valeur de tous les flux de revenus futurs est escomptée au moment du calcul. Le niveau du taux d'escompte joue donc un rôle déterminant pour établir la valeur de l'objet; on se base en général sur les taux d'intérêt en vigueur pour les emprunts obligataires. L'incertitude sur l'évolution des recettes locatives et des risques spécifiques est incorporée au moyen de primes de risque. Si l'on se repose sur les règles empiriques, le montant de ces primes doit, comme pour la méthode de la valeur réelle et la méthode comparative, être accordé avec celui de transactions comparables.

Peu de difficultés pour les objets standards

L'évaluation immobilière est devenue plus simple ces derniers temps grâce à la numérisation qui a démultiplié la quantité de données disponibles et exploitables, augmentant considérablement la transparence sur le marché immobilier. Sur le marché du logement en propriété, les modèles comparatifs automatisés affichent, dans plus de la moitié des cas, une marge d'erreur inférieure à 10%. Dans le segment standard notamment, les prix estimés s'avèrent en général assez justes. Mais dans des régions ou des segments immobi-

liers où le corpus de transactions est trop maigre, ou si les caractéristiques du lieu et du bâtiment ne peuvent être précisément circonscrites, l'exactitude des prédictions chute rapidement. Alors, dans un cas sur cinq environ, la marge d'erreur des modèles automatisés dépasse 20%.

Un marché soumis à la psychologie et au hasard

Dans les marchés non liquides, le prix de transaction est influencé par des facteurs subjectifs, et comporte une certaine part de hasard. Pour un objet de luxe par exemple, s'il n'y a que très peu d'acheteurs potentiels, des facteurs comme l'urgence de vendre, la disposition à payer (non représentative) des intéressés et le déroulement des négociations sont déterminants pour le prix final. Les estimations peuvent donc varier grandement pour un même objet.

Dans les marchés non liquides, les estimations tendent à fortement s'orienter en fonction des premières données disponibles sur les prix; il peut s'agir de l'estimation du propriétaire, d'un seul expert-évaluateur, ou du prix de l'offre d'un intéressé. Cela pose d'office une idée de

prix qui, inconsciemment, guidera l'estimation finale.

Ce qui est problématique, c'est que la marge de manœuvre peut donner lieu à toutes sortes d'estimations «de complaisance». En effet, le donneur d'ordre est toujours porté à influencer sur l'estimation: ainsi, les gestionnaires de portefeuille ont intérêt à ce que la valeur de leurs biens augmente autant que possible. Il en est de même pour les courtiers immobiliers, car une estimation élevée servira de base aux négociations et influera donc indirectement sur le prix de vente. En revanche, pour des fins fiscales, les propriétaires préfèrent des estimations basses.

La comparaison, un facteur incontournable

Comme certaines méthodes évaluent très méticuleusement les qualités spécifiques à chaque objet, les calculs peuvent s'avérer complexes. Au vu des montants investis, cela se comprend; mais il ne faut pas perdre de vue que dans chaque évaluation, la comparaison est un élément central. Indépendamment de la méthode employée et du segment en question, l'évaluation immobilière repose donc sur la question: «Que paient les autres?»

Méthodes de détermination de la valeur

	Méthode comparative	Méthode de la valeur de rendement	Méthode de la valeur réelle
Méthode	Calcul comparatif des prix; s'oriente sur les prix actuels	Calcul du rendement; s'oriente sur les rendements futurs	Calcul de la valeur intrinsèque; s'oriente sur les coûts de construction passés
Question	Combien coûtent des terrains et objets d'habitation comparables?	Quelle est la valeur actualisée obtenue à partir des loyers, de la durée d'utilisation résiduelle et du taux d'intérêt?	Combien coûtent le terrain et la substance du bâtiment?
Utilisation principale	Terrains, appartements en propriété, maisons mitoyennes	Immeubles locatifs, immeubles commerciaux, industrie et hôtels	Terrains publics ou autres terrains construits, maisons à un ou deux logements
Résultat	Valeur comparative	Valeur de rendement du terrain	Valeur réelle du terrain

```

graph TD
    VC[Valeur comparative] --> AM[Adaptation à la valeur du marché/ valeur comparative]
    VR[Valeur de rendement du terrain] --> AM
    VR2[Valeur réelle du terrain] --> AM
    AM --> VV[Valeur vénale]
  
```

Source: UBS

Les estimations reflètent le passé

Matthias Holzhey et Claudio Saputelli

Dans un marché stable, estimer la valeur des objets est essentiel pour que les prix s'établissent efficacement. Mais si les prix de l'immobilier s'écartent des valeurs fondamentales du marché, les estimations perdent toute pertinence. Les estimations doivent aussi être remises en question si la politique monétaire distord les signaux de prix.

Aux États-Unis, la valeur immobilière des immeubles de logements et de bureaux a chuté de 30 à 40% entre 2008 et 2010. Dans le même temps, en Irlande, les prix de l'immobilier se sont effondrés – de plus de 60%. À l'évidence, les estimations en vigueur avant la crise financière étaient bien trop optimistes.

Condition pour une tarification efficace

Sur les marchés immobiliers stables, les estimations facilitent la bonne interaction entre l'offre et la demande et permettent aux prix de s'établir rapidement au juste niveau. Le marché immobilier est considéré comme équilibré lorsque les prix se basent sur une combinaison de facteurs fondamentaux. Parmi les plus importants de ces facteurs figurent le revenu des ménages, les conditions de crédits hypothécaires, les taux

d'intérêt d'emprunt et les coûts de production des objets.

Si un marché immobilier entre en déséquilibre, les estimations des objets perdent leur rôle de repères, et les prix effectivement payés s'écartent des prix de marché estimés. Dans les cas extrêmes, les acteurs du marché délaissent complètement les estimations; de tels dérèglements apparaissent régulièrement sur les marchés immobiliers.

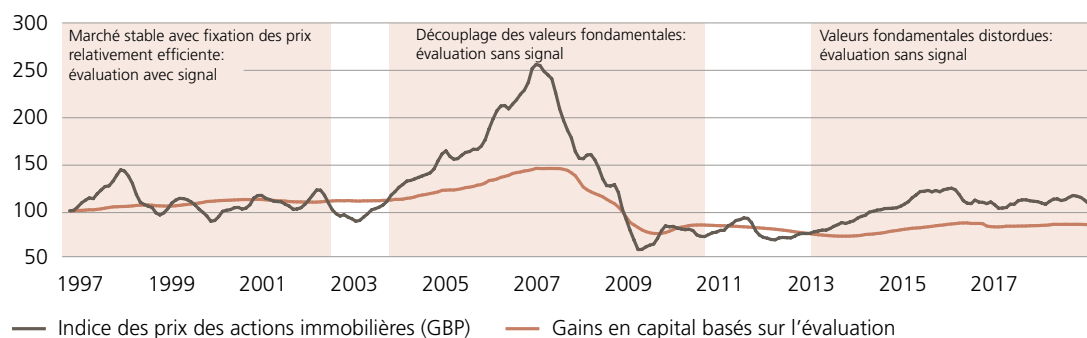
Lorsque les évaluations échouent

Chocs économiques

Dans les périodes d'expansion comme dans les périodes de crise économique, les revenus et les taux d'intérêt peuvent augmenter ou chuter rapidement. Les prix immobiliers s'adaptent

Évaluations sans signal

Indice des prix des actions immobilières et des placements directs (basés sur l'évaluation) pour la Grande-Bretagne, corrigé de l'inflation, indice 1997 = 100



Sources: MSCI, Bloomberg, UBS

rapidement aux circonstances, tandis que les estimations sont en retard sur la nouvelle réalité. En outre, les aléas conjoncturels sont propices aux exagérations, de même lorsqu'on suppose, sans distance critique, que les tendances actuelles se prolongeront ad vitam aeternam. En effet, le prix des investissements à long terme, comme l'immobilier, dépend fortement des attentes. Un changement rapide de la réglementation ou des conditions d'octroi de crédit peut également causer des distorsions sur le marché. En effet, si les règles du jeu changent d'un coup, les projets et espoirs existants peuvent être réduits à néant.

Des emballlements irrationnels

En 2017, les prix des logements à Hong Kong ont augmenté de près de 20%, sans que les conditions fondamentales aient beaucoup changé. Le principal aiguillon du marché était la volonté de ne pas passer à côté de gains en capital. Les espoirs euphoriques d'appréciation continue des logements ont oblitéré le critère de comparaison avec des objets similaires. De même, en cas de crise, la panique peut conduire le public à envisager l'avenir avec trop de pessimisme, et les prix chutent davantage que ce que justifieraient les fondamentaux. Ainsi, aux États-Unis, après l'effondrement de près de 40% dû à la crise financière, la valeur immobilière des immeubles locatifs est remontée de 25% en deux ans seulement.

Les estimations s'accordaient aux émotions. Dans la phase euphorique d'une bulle immobilière, les experts-évaluateurs tendent à être trop optimistes dans leurs estimations, de peur de perdre des clients – ce qui ne fait que gonfler la bulle. Ainsi, peu avant le crash de 2007 par exemple, les valeurs immobilières des surfaces de bureaux aux États-Unis ont été relevées de 13% au sein des estimations basées sur les portefeuilles, alors que le vent avait déjà tourné sur le marché.

Liquidité indispensable

En l'absence de transactions, il est impossible de déterminer le prix du marché. Fin 2007, le nombre de ventes d'immeubles commerciaux aux États-Unis s'est écroulé. Les évaluateurs se sont retrouvés face aux mêmes difficultés sur le marché résidentiel, où les circonstances – multi-

plication des ventes forcées – distordaient fortement les prix observés. Les prix effectifs dont ils disposaient n'étaient donc plus d'aucune utilité pour déterminer le juste prix de marché.

Dérèglement des données fondamentales

En Suisse, à l'heure actuelle, les emballlements irrationnels ou les événements économiques exceptionnels ne sont pas à l'ordre du jour. Sur le plan de l'évaluation immobilière, le défi réside plutôt dans la distorsion des données fondamentales: toutes les grandes banques centrales dans le monde ont massivement gonflé leur bilan depuis 2008; elles détiennent aujourd'hui environ 20% de la dette des États. En conséquence, les prix des placements sûrs ont augmenté et les taux d'intérêt ont atteint des planchers historiques.

Les taux d'intérêt en Suisse ne font pas exception. En outre, l'offre d'obligations de la Confédération a nettement reculé ces dix dernières années, ce qui aggrave la situation. À l'heure actuelle, les taux d'intérêt des obligations fédérales à long terme sont donc beaucoup trop bas par rapport à la santé économique du pays.

Cela rend caduques les méthodes d'estimation immobilière pour lesquelles la valeur des revenus locatifs repose sur les taux d'intérêt obligataires à long terme. En effet, l'estimation du prix des immeubles de rendement découle principalement de la différence entre ces taux, et le rendement du bien immobilier – la prime de risque. Cette différence étant aujourd'hui très élevée en comparaison historique, les rendements initiaux de l'immobilier semblent très attrayants par rapport à ceux des obligations d'État. Or la notion de prime de risque et les observations empiriques des évaluateurs deviennent caduques lorsque la valeur de référence (ici le rendement des obligations fédérales à dix ans) est massivement distordue.

Aussi, les estimations des prix immobiliers en Suisse ne sont actuellement guère fiables; ce n'est qu'une fois que le cours des placements sûrs se sera normalisé que les estimations actuelles révéleront leur pertinence.

Les risques se déplacent

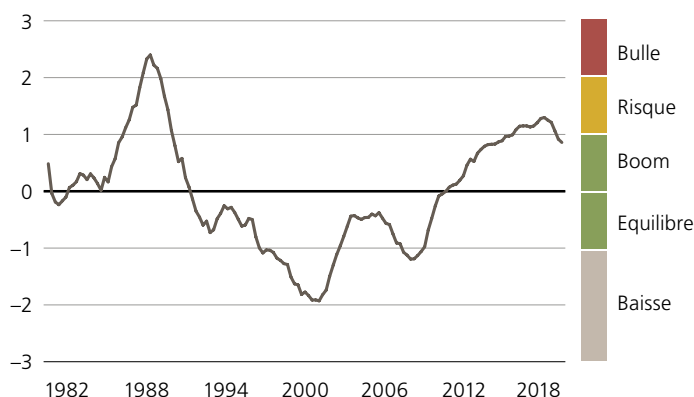
Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

Les prix des logements en propriété stagnent, et le volume des hypothèques ne croît que lentement. Au vu de la bonne conjoncture, le risque de bulle immobilière est nettement retombé l'an passé. Néanmoins, dans le segment de prix inférieur, on décèle de nouvelles exagérations, suite au resserrement des conditions d'octroi de crédit.

La situation sur le marché du logement en propriété s'est quelque peu détendue. Et ce, essentiellement pour deux raisons: premièrement, depuis 2015, les prix à l'achat n'ont que peu augmenté, tandis que la conjoncture économique accélérât, dépassant 2% l'an dernier. En conséquence, le rapport prix/revenus a nettement diminué sur les six derniers trimestres. Deuxièmement, le volume des prêts hypothécaires aux ménages a augmenté très lentement, à un rythme jamais vu depuis 1998. Si les revenus augmentent plus rapidement que la dette hypothécaire, cela signifie clairement que les risques de marché sont moins importants. En règle générale, des prêts trop facilement disponibles alimentent toute bulle immobilière.

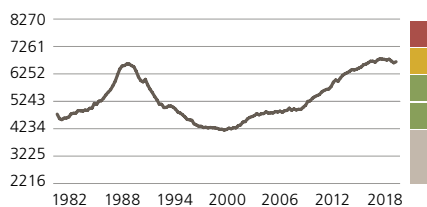
Le ralentissement sur le marché des crédits hypothécaires freine l'indice

UBS Swiss Real Estate Bubble Index

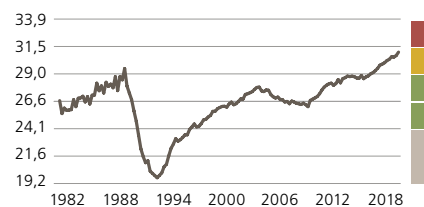


Sous-indicateurs

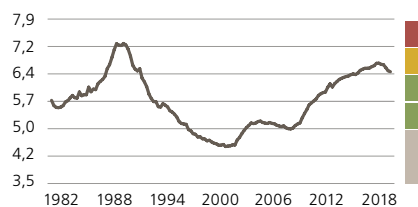
Prix de la propriété par rapport aux prix à la consommation (CHF/m²)



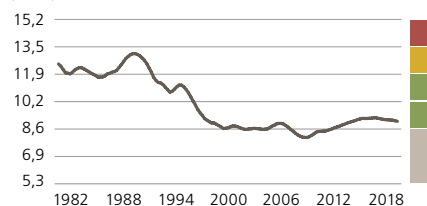
Prix de la propriété du logement par rapport au loyer annuel



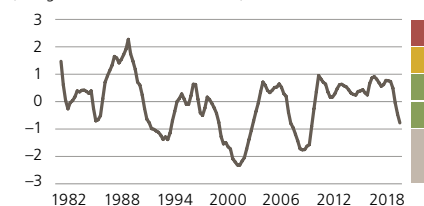
Prix de la propriété du logement par rapport aux revenus des ménages



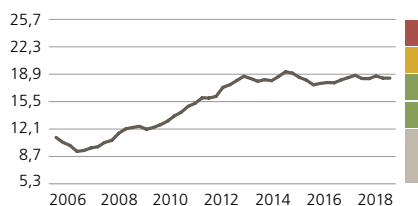
Activité de construction par rapport au produit intérieur brut (en %)



Volume hypothécaire par rapport aux revenus (corrigé de la tendance croissante)



Demandes de crédit pour des biens immobiliers destinés à la location (en % du total)



Sources: BNS, OFS, SECO, UBS



Quartier d'habitation Freilager, Zurich | Keystone/Gaetan Bally

«On continue d'acheter à tour de bras des appartements à des fins d'investissement.»

Ces deux évolutions ont également contribué à la baisse de l'*UBS Swiss Real Estate Bubble Index*, qui a reculé pour la cinquième fois consécutive fin 2018, quittant ainsi la zone de risque pour la première fois depuis mi-2012.

Les faibles taux d'intérêt attisent les déséquilibres

Cependant, le niveau des sous-indicateurs de la bulle basés sur les prix suggère toujours des déséquilibres et des risques de capacité à l'achat: le niveau réel des prix des logements, le ratio prix à l'achat/loyer ainsi que le ratio prix/revenus sont proches, voire supérieurs, à ceux de la dernière bulle immobilière, à la fin des années 1980. Les hausses marquées de ces sous-indicateurs depuis 2008 ont été favorisées par la forte baisse des taux d'intérêt. Ce n'est que dans un environnement de faibles taux que des prix élevés peuvent cohabiter avec un grand écart entre les prix à l'achat et les loyers. En conséquence, le risque de fluctuation des taux reste élevé.

De plus, on continue d'acheter à tour de bras des appartements à des fins d'investissement («buy-to-let»). Depuis fin 2012, la proportion de

demandes de prêt pour des appartements destinés à la location varie entre 18 et 20%. Une crise économique ou une forte hausse des taux d'intérêt devrait toucher ce segment de plein fouet, les faibles rendements nets de 2 à 3% n'offrant guère de protection contre la hausse des intérêts, les logements vacants ou une baisse des loyers. Les investisseurs peu diversifiés risquent de subir d'importantes pertes patrimoniales en cas de crise. En difficulté financière, un investisseur vendra une propriété locative plus rapidement qu'un logement à usage propre. Au total, cela peut augmenter l'offre sur le marché en phase de correction, et donc accroître encore davantage la pression sur les prix.

L'indice de bulle immobilière sous-estime-t-il les risques?

Incertitudes propres aux données

Le volume des prêts hypothécaires a peut-être augmenté plus fortement ces dernières années que le suggèrent les données. En effet, les prêts hypothécaires consentis par les compagnies d'assurance et les fonds de pension ne sont pas pris en compte dans les statistiques, ou alors avec du retard. Bien qu'ils ne représentent

qu'environ 5% du marché, les prêts hypothèques des assureurs ont augmenté deux fois plus vite que ceux octroyés par les banques au cours des trois dernières années. Les volumes d'hypothèques des caisses de pension ont eux aussi considérablement augmenté à partir de 2016, après plusieurs années de recul. Cependant, même en tenant compte des hypothèques accordées par les assurances et les caisses de pension, leur volume ne suffirait pas à démentir la baisse de l'indice.

L'indice de bulle immobilière est calculé sur la base des prix à l'offre qui reflètent les changements dans les attentes des vendeurs. Leurs attentes en matière de prix sont généralement rigides, et tardent à s'adapter à l'évolution des prix du marché. Dans la phase d'euphorie d'une bulle immobilière, elles dépassent souvent la tendance réelle des prix. Ainsi, de 1985 à 1990, les prix à l'offre ont augmenté d'environ 15 points de pourcentage de plus que les prix effectivement payés. Actuellement, toutefois, les prix des transactions augmentent un peu plus vite, ce qui va à l'encontre de l'exagération spéculative. Si notre indice de bulle immobilière repose en ce moment sur une évolution plutôt faible des prix, il ne sous-estime pas le risque de bulle.

Conséquences de la méthode

Pour calculer un indice global, il faut pouvoir comparer les sous-indicateurs. À cette fin, chaque sous-indicateur est normalisé selon sa moyenne de long terme; or la moyenne de long terme, de même que l'écart type de chaque sous-indicateur, change avec le temps. Par exemple, si la hausse des prix accélère pendant une phase de haute conjoncture, l'écart par rapport à la moyenne de long terme s'accroît, entraînant une hausse de l'indice de bulle immobilière. Si les prix restent ensuite à ce niveau pendant une période prolongée, cela deviendra la nouvelle normalité, et l'indice de bulle retombera. En 2011, le rapport actuel prix d'achat/loyer ou le rapport prix/revenus aurait signalé une grave bulle immobilière. En général: plus les déséquilibres s'accroissent lentement, moins les signaux prémonitoires sont visibles. D'un point de vue purement méthodologique, les déséquilibres existants sur le marché suisse seraient donc plutôt sous-estimés.

Ce que l'indice de bulle ne détecte pas

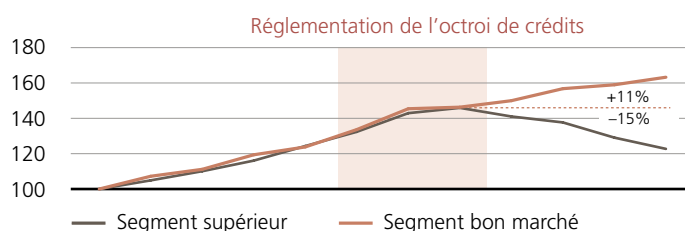
Les distorsions dues à la réglementation

Selon les normes d'octroi de crédit en vigueur, les acheteurs de logements propres doivent verser au moins 10% du prix d'achat sous forme de fonds propres «durs». En outre, ils doivent pouvoir assumer l'hypothèque même avec des charges d'intérêts nettement plus élevées. Or les ménages cherchant un logement dans les centres urbains réunissent rarement ces deux critères. Dans ce cas, ils font des concessions sur l'emplacement et la taille du logement – ce qui en 2015 a déclenché un boom de la demande, et par là une forte augmentation des prix dans le segment inférieur.

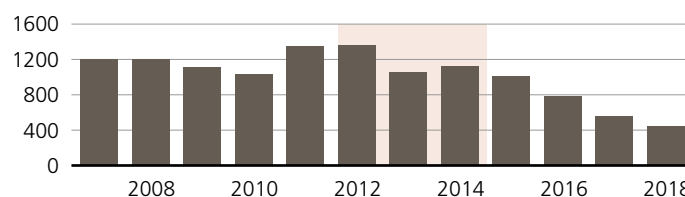
Selon la base de données SRED, les prix moyens au mètre carré payés pour des appartements à l'achat dans les grandes villes ont augmenté de 10% depuis 2012. Dans les zones situées à plus de 30 minutes des centres-villes, l'enchérissement était trois fois supérieur. La prime pour les emplacements centraux a ainsi nettement diminué. Alors qu'en 2012, le prix du mètre carré

Plus fortes augmentations des prix dans des segments bon marché et les emplacements moins prisés

Evolution lissée des prix des transactions pour les logements en propriété dans le segment bon marché et le segment supérieur, indice 2007 = 100



Différence entre les prix pratiqués pour les bons et très bons emplacements, ainsi que pour les emplacements mauvais et moyens, en CHF/m², 2018 = estimation UBS



Sources: FPPE, SRED, UBS

dans les centres était environ deux fois plus élevé qu'en périphérie, cet écart s'est depuis réduit d'environ un tiers. Mais la prime pour les bons emplacements a elle aussi diminué continûment ces dernières années. Alors que les prix des sites désirables dépassaient encore en 2012 de 20% ceux des sites moins bien cotés, la différence a depuis diminué de plus de moitié. En outre, la disposition à payer a augmenté pour les logements plus petits: le prix moyen au mètre carré pour les appartements jusqu'à 90 m² a augmenté de 18% depuis 2012, contre 12% seulement pour les grands appartements (plus de 130 m²).

Le déplacement de la demande vers les objets moins chers a distordu les prix relatifs sur le marché du logement. Selon le cabinet Fahländer Partner (FPRE), les prix d'achat des logements dans le segment supérieur ont reculé de près de 15% depuis 2015, tandis que ceux du segment moyen ont augmenté de 11%. Si le cadre réglementaire se relâche, ou si la demande de logements à l'achat diminue, il faut s'attendre à des dépréciations sévères dans le segment de prix inférieur.

La distorsion des données fondamentales

Les programmes d'assouplissement quantitatifs sans précédent des banques centrales ont entraîné une forte baisse des taux d'intérêt du marché, rendant l'achat d'un logement considérablement plus attrayant. Avec les taux d'intérêt extrêmement bas, les coûts liés à la possession d'un logement en Suisse sont actuellement inférieurs au loyer d'un objet comparable. Par conséquent, le nombre de ménages souhaitant devenir propriétaires a beaucoup augmenté ces dernières années, poussant le ratio prix d'achat/loyer à un niveau record. De plus, les intérêts hypothécaires occupent une place presque négligeable dans le budget des ménages, même si le prix payé représente plusieurs fois leurs revenus. Un ratio prix/revenus élevé ne constitue donc plus guère un obstacle à l'achat. Les taux d'intérêt anormaux faussent ces composantes de l'indice de bulle immobilière. Lorsque les banques centrales auront laissé libre cours aux forces du marché, il risque fort d'y avoir une correction sur le marché de la propriété, éventualité que l'indice de bulle immobilière ne reflète pas actuellement.

Les perspectives sont stables

Néanmoins, dans le contexte macroéconomique actuel, le risque d'une forte correction des prix est faible. Il est plus vraisemblable que l'on assiste à une dépréciation discrète mais durable – des prix stagnants sur fond de croissance économique et d'inflation – ou à une reprise de la hausse des prix immobiliers. Le niveau absolu élevé des prix actuels devrait écarter le second scénario. Depuis 2008 en Suisse, l'offre de logements coûtant plus de 10 000 francs au mètre carré a été multipliée par quatre; elle représente désormais près de 20% des biens sur le marché. Or un ménage suisse sur dix à peine peut se permettre un appartement de 120 m² dans ce segment de prix; les normes de crédit continuent donc de jouer un rôle modérateur. À cela s'ajoute que les autorités réglementaires devraient intervenir promptement en cas de nouvel embrasement du marché. À moyen terme, l'excédent d'offre sur le marché locatif pourrait se propager au logement en propriété, et peser sur les prix. Or pour le moment, rien ne permet de le prédire: les régions affichant un taux de vacance élevé pour les logements locatifs n'ont pas encore connu de ralentissement significatif des prix à l'achat par rapport aux autres régions.

Pour cette année, nous tablons sur une légère augmentation des prix des logements en propriété. Alors que les maisons unifamiliales devraient enchérir de 1%, les appartements à l'achat devraient voir leurs prix diminuer légèrement. Comme malgré le ralentissement, le taux d'inflation et la croissance économique devraient rester positifs, le marché suisse du logement en propriété devrait se rapprocher un peu plus d'une dépréciation discrète en 2019.

Des pertes de valeur menacent

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

Les taux de vacance augmenteront encore cette année. Les loyers des appartements modernes y sont plus vulnérables que les appartements anciens. Aux endroits centraux onéreux et à la périphérie, des corrections de valeur sont probables, quoique pour des raisons différentes.

Si les prix à l'achat des immeubles locatifs ont augmenté d'environ 80% depuis 2005, ils stagnent depuis plus de trois ans. En effet, le spectre de la hausse simultanée des taux d'intérêt et du taux de vacance a fait son œuvre. L'été dernier, la Banque nationale suisse s'est dite préoccupée par l'ampleur des dépréciations attendues et par les éventuelles conséquences pour le secteur bancaire.

La valeur des immeubles locatifs est déterminée par les recettes locatives attendues, et par le taux d'escompte, étroitement lié aux taux du marché. Afin de bien jauger le marché, il faut estimer l'évolution de ces deux composantes sur les prochaines années. Pour ce qui est de l'évolution des taux d'intérêt, on ne peut que définir une tendance approximative. Bien que les taux à long terme aient montré des signes de remontée jusqu'à la mi-2018, l'incertitude entourant l'économie mondiale et les turbulences sur les marchés boursiers ont effacé cette tendance. Néanmoins, il faut s'attendre à un relèvement des taux d'intérêt à moyen terme. En revanche, l'évolution des loyers et du taux de vacance est plus facile à prévoir, même au niveau régional.

Le taux de vacance devrait bientôt atteindre son sommet

En début d'année, on comptait environ 75 000 logements vacants en Suisse, soit 1,7% du parc existant; le taux d'inoccupation des appartements locatifs est nettement plus élevé, à 2,7%. L'activité de construction est restée dynamique en 2018, avec près de 50 000 nouveaux logements. L'immigration nette s'est ravivée, atteignant environ 55 000 personnes l'an passé et ralentissant d'autant l'augmenta-

tion des taux de vacance. Compte tenu du nombre élevé de permis de construire accordés, nous prévoyons pour cette année aussi une sur-offre substantielle.

Néanmoins, un renversement se profile, le nombre de demandes de permis ayant beaucoup diminué récemment: 54 000 demandes ont été soumises en 2018, soit 10% de moins environ que la moyenne des cinq années précédentes. La concurrence sur le marché du logement locatif devrait culminer à la fin de l'année, avec environ 80 000 logements vacants.

La construction de logements se concentre toujours aux mauvais endroits

Du point de vue régional, on distingue trois tendances:

Premièrement, au cours des trois dernières années, le nombre d'appartements vacants a augmenté dans presque toutes les régions de Suisse. Cependant, le taux de vacance reste bien inférieur à 1% dans les grands centres et leurs environs immédiats, où se trouvent près de la moitié des logements locatifs.

Ensuite, les taux de vacance augmentent à mesure qu'on s'éloigne des centres urbains. Depuis 2015, à proximité des centres, ils ont augmenté d'environ 0,3% du parc existant, contre plus du double dans les zones périphériques.

Enfin, les projets de développement résidentiels n'ont pas tenu compte du taux d'inoccupation local. La situation existante était un bon indicateur de l'évolution future du taux de vacance. Pour le moment, rien ne change au fait que l'on

construit aux «mauvais» endroits: en effet, le nombre de demandes de permis de construire a diminué (en proportion) surtout dans les centres et les agglomérations. Les logements vacants – et le risque de perte de valeur qui en découle – resteront, ces prochaines années, un défi qui concernera surtout les zones périphériques.

Les loyers à l'offre continuent leur descente

La concurrence accrue met la pression sur les loyers. Les loyers demandés (nouvelles locations, premières locations et relocations) ont reculé d'environ 2% l'année dernière et sont maintenant inférieurs d'environ 5% à leur sommet de 2015. Les loyers dans le neuf ont même reculé de 11% sur la même période. Les loyers dans les bâtiments anciens aussi ont sensiblement diminué l'an dernier.

Les appartements modernes plus affectés que les anciens

Actuellement, les immeubles neufs ne génèrent guère plus de revenus locatifs que les appartements modernes mais plus tout neufs. Les appartements modernes sont les plus exposés à la concurrence; en effet, les appartements tout neufs et ceux vieux de quelques années seulement s'adressent à des segments de locataires similaires. La concurrence acharnée oblige les propriétaires d'appartements modernes à abaisser les loyers demandés; les rénovations ne valent guère la peine en raison du bon état général des appartements. La pression devrait être particulièrement forte dans certaines parties du Tessin, dans les cantons de Schwyz, d'Argovie et de Soleure, ainsi que dans la région allant de Morat à La Chaux-de-Fonds. Dans ces régions, pour chaque appartement datant des années 90, il se construit (ou s'est construit dans les cinq dernières années) un appartement neuf. En revanche, le segment de prix inférieur, dans des immeubles désuets des années 60 et 70, n'est guère affecté par la concurrence des nouveaux immeubles, car il attire d'autres segments de clientèle.

Les loyers dans les centres restent stables

Pour cette année en cours, nous prévoyons une baisse de 2,5% des loyers demandés, à l'échelle du pays. Certaines régions de l'est et du centre de la Suisse, et dans les cantons de Vaud, de Fribourg, du Valais et du Tessin – c'est-à-dire où

les taux de vacance sont supérieurs à la moyenne et ont fortement augmenté récemment – seront probablement les plus durement touchées.

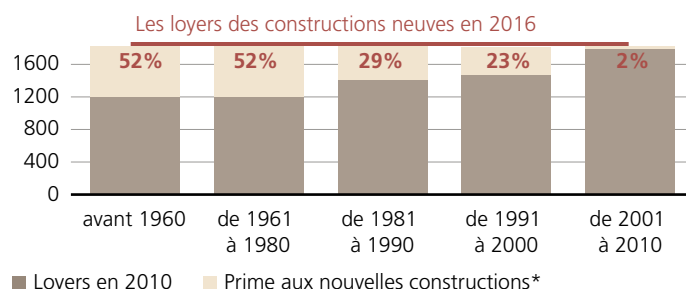
Jusqu'à présent, les bailleurs ont essayé diverses incitations – périodes gratuites, bons d'achat, déménagements offerts – pour éviter les baisses de loyer. Or, comme le taux de vacance en périphérie continue d'augmenter, nous prévoyons des corrections de loyer pouvant aller jusqu'à 5% dans ces régions. Dans les centres et proches banlieues, la forte demande actuelle devrait empêcher les loyers de baisser.

En moyenne, les rendements totaux diminuent

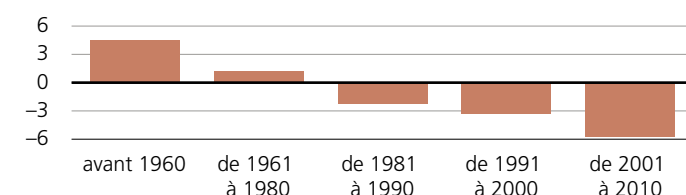
En Suisse, le rendement total annuel moyen (recettes locatives plus appréciation) d'un immeuble locatif a été d'environ 6% sur les 15 dernières années – soit au moins 30% en cinq ans. Des rendements aussi généreux sont très peu probables au cours des cinq prochaines années; selon nos estimations, le rendement total moyen sur cinq ans ne devrait pas dépasser 5%.

Les constructions neuves font pression sur les loyers des appartements modernes

Loyers moyens pour des appartements de 3 à 4 pièces en CHF/mois et prime aux nouvelles constructions* en %, par période de construction



Evolution des loyers existants entre 2011 et 2016 par période de construction, en %



*Différence entre les loyers des constructions neuves (années de construction 2011 à 2016) et les loyers de périodes de construction antérieures, en %

Sources: OFS, UBS

Il faut s'attendre à des corrections de valeur. D'après nos calculs, la probabilité que la dépréciation dépasse 20% n'est que de 10%, ce qui rend le risque gérable pour les promoteurs immobiliers et les établissements de crédit. Dans ce cas extrême cependant, les recettes accumulées ne suffiront pas pour compenser les pertes de valeur; les investissements dans les immeubles locatifs entraîneront alors des pertes absolues.

Centres et périphérie: des pertes sont probables

Les centres urbains chers (voir la carte)

Dans les centres urbains, la médiane des rendements totaux est proche de zéro. Dans ces régions, où les rendements initiaux nets ne dépassent parfois pas 2,5%, la dépendance des prix immobiliers envers les taux d'intérêt est particulièrement forte. La disposition des investisseurs à payer pour des revenus locatifs sûrs y a suivi de près l'évolution des taux d'intérêt. Une hausse des taux entraînerait donc de sévères corrections de valeur; en revanche, s'ils baissent, les immeubles pourraient s'apprécier. La fourchette des rendements sur gains en capital dans les centres urbains est donc très large; en effet, des corrections de 20% sont deux fois plus probables que pour l'ensemble du pays.

Concurrence d'éviction (voir la carte)

Le risque de taux d'intérêt est plus faible en périphérie¹, mais les taux de vacance plus élevés risquent de faire pression sur les loyers. La médiane du rendement total n'est guère plus élevée que dans les centres. Les rendements sur gains en capital dans les marchés très concurrentiels sont très probablement négatifs, et des corrections pouvant atteindre 20% ne sont pas à écarter. La baisse des loyers rend des dépréciations inévitables, même si les taux d'intérêt restent bas.

Trouver le juste milieu

En fonction des régions, la prudence est donc de mise. Du point de vue du rapport opportunités/risques, les investissements dans les zones centrales coûteuses et dans des marchés très concurrentiels ne sont pas recommandés. En périphérie, les primes de risque géographiques ne suffisent souvent plus pour compenser les risques crois-

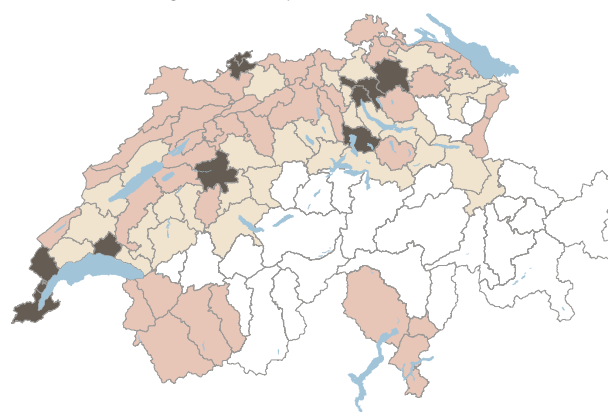
sants d'inoccupation. Dans les centres urbains, investir ne vaut la peine que si les taux d'intérêt n'augmentent pas. Sur les marchés à fort potentiel (voir la carte), la combinaison d'un rendement locatif légèrement supérieur et d'un risque de perte de loyers modéré est actuellement l'option la plus intéressante. Dans ces régions, le rendement total médian approche 10%. De plus, même en cas de hausse marquée des taux d'intérêt et de baisse des loyers, le rendement total devrait rester positif.

Un risque modéré pour les portefeuilles

L'analyse ci-dessus montre les rendements initiaux d'un immeuble locatif; les résultats ne reflètent donc pas directement la performance des portefeuilles immobiliers existants. Si les taux d'intérêt augmentent, la valeur des portefeuilles devrait également diminuer progressivement. Cependant, la fourchette de l'évolution future de la valeur est beaucoup plus étroite: premièrement, les évaluateurs s'efforcent de lisser les fluctuations du marché sur plusieurs années. Ensuite, les revenus locatifs actuels des portefeuilles

Près d'un tiers de tous les appartements locatifs sur les marchés d'éviction

Répartition des régions économiques par taux de logements locatifs vacants, sans les régions touristiques



Répartition des marchés

- Centres urbains chers (taux de vacance < 1,5%)
- Marchés d'éviction (taux de vacance > 4% et taux de vacance > 3% avec dynamique de vacance supérieure à la moyenne)
- Marchés à potentiel (autres marchés)

Source: UBS

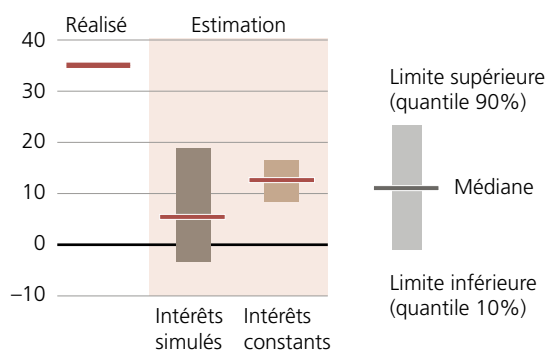
¹ Hors régions de montagne

diversifiés sont relativement stables, de sorte que la baisse des loyers ne se reflète que lentement sur le compte de résultats. Enfin, les changements de locataire donneront souvent lieu à une

augmentation des revenus locatifs, car à l'échelle nationale, les loyers à l'offre restent supérieurs de 10 à 15% aux loyers existants.

Les rendements élevés sont de l'histoire ancienne

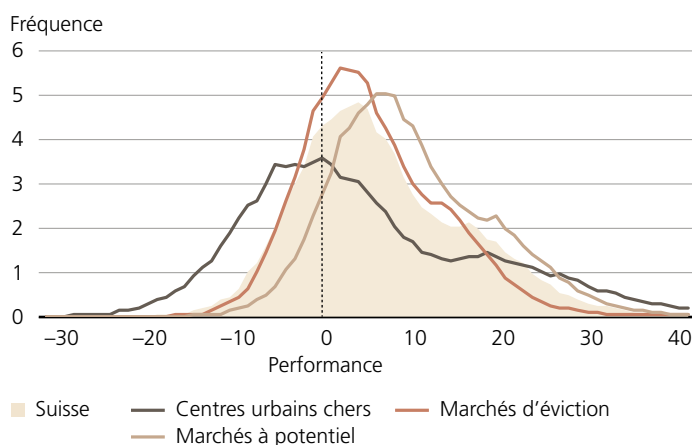
Performance d'un investissement dans un immeuble locatif entre 2013 et 2018 et fourchette de la performance estimée, avec simulation de l'évolution des taux et dans un contexte de taux d'intérêt stables entre 2018 et 2023, en %



Sources: MSCI, UBS

Meilleures perspectives sur les marchés à potentiel

Fréquence de la performance estimée d'un investissement* dans un immeuble locatif par région, en %



*Achat fin 2018, vente fin 2023, sans les risques propres à l'objet
Source: UBS

Modélisation de l'évolution de la valeur

Pour estimer l'évolution de la valeur des immeubles locatifs, il faut estimer l'évolution des loyers et des taux d'intérêt. Plus l'horizon de prévision est long, plus la fourchette d'estimation simulée à partir des données historiques est large. Le rendement global et l'évolution de la valeur ne peuvent donc être exprimés qu'en probabilités.

Notre analyse porte sur l'achat d'un immeuble locatif loué aux prix du marché de fin 2018. Le rendement global et le réajustement de valeur sont calculés après cinq ans. Les risques propres à l'objet, les frais de transaction et les impôts sont négligés.

Prévisions des loyers du marché sur cinq ans: si le cycle immobilier poursuit son cours, l'activité de construction diminuera après 2020. Nous sup-

posons que par la suite, les taux de vacance commenceront progressivement à diminuer. Les loyers du marché devraient donc retrouver leur niveau actuel dans cinq ans. En fonction de la croissance démographique et du taux de vacance, la fourchette d'évolution des loyers se situe entre -8 et +12% (base: divers scénarios démographiques de l'Office fédéral de la statistique).

Prévisions du niveau des taux d'intérêt sur cinq ans: selon les prévisions d'UBS, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération atteindra environ 0,9% dans cinq ans. Néanmoins, le niveau effectif des taux d'intérêt devrait se situer entre -0,5 et 2,5% en tenant compte de la volatilité historique, avec un taux de probabilité de 80%.

Le plus dur semble être passé

Katharina Hofer

Après une correction sévère, le marché de l'immobilier de prestige se redresse lentement sur les rives du lac Léman et du lac de Zurich ainsi que dans les régions de montagne. Le segment haut de gamme étant fortement tributaire de la demande étrangère, la réglementation et la situation économique à l'étranger jouent un rôle important.

Les emplacements les plus cotés¹ en Suisse, qui abritent essentiellement des résidences principales, comprennent les quartiers huppés de Genève et de Zurich et des localités avoisinantes ainsi que certaines régions de la Suisse centrale. Celles-ci se caractérisent par leur proximité avec les deux plus grandes villes suisses ainsi que par leur situation non loin de lacs touristiques. Les maisons individuelles représentent plus de 80% des propriétés de luxe sur le marché dans les communes plus petites. En revanche, dans les communes urbaines de Genève, Zurich et Zoug, les copropriétés dominent.

Avec plus de 12 000 unités résidentielles, le marché haut de gamme du lac de Zurich est environ deux fois plus important que celui du lac Léman. Ce dernier affiche par contre les prix les plus élevés: de 22 000 à 30 000 francs le mètre carré. Les objets de luxe y sont par ailleurs en moyenne les plus chers de Suisse: de 9 à 19 millions de francs. En Suisse centrale et sur le lac de Zurich, les prix sont moins élevés (médiane de 18 000 à 23 000 francs par mètre carré; 4 à 7,5 millions de francs par objet).

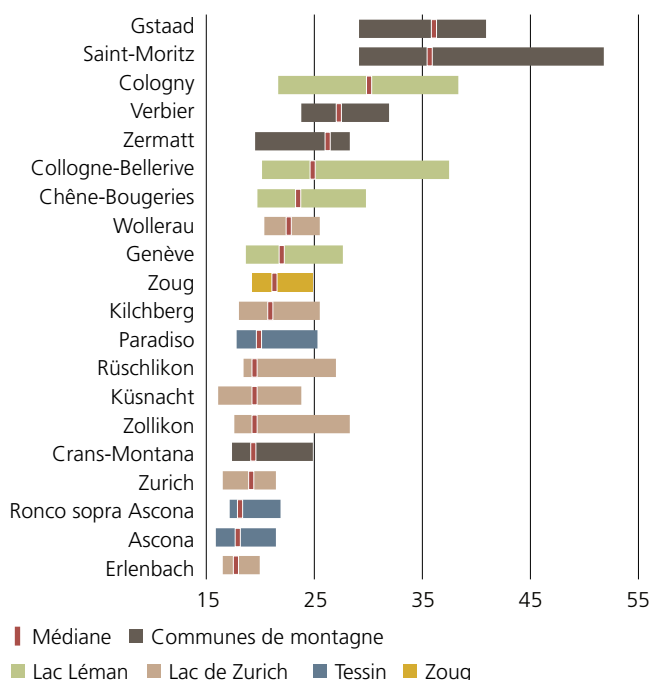
Les résidences secondaires plus onéreuses que les principales

Les prix immobiliers les plus élevés s'observent sur le marché des résidences secondaires, dans les montagnes des cantons de Berne, des Grisons et du Valais. Les propriétés de luxe à Gstaad et à Saint-Moritz sont les plus chères de

Suisse (environ 35 000 francs le mètre carré). Verbier et Zermatt figurent parmi les cinq destinations de vacances les plus chères, des endroits très désirables qui ont une longue tradition touristique. Crans-Montana en fait également partie, quoique à un niveau de prix bien inférieur.

Immeubles de luxe plus chers dans les communes de montagne

Médiane des prix offerts des biens immobiliers de luxe dans des communes de choix et fourchette (quantile de 25 à 75%), en milliers de CHF/m²



¹ Nous nous intéressons ici à 20 communes du marché immobilier de luxe suisse, en nous concentrant sur les 5% de propriétés les plus chères.

* Pour 5% des propriétés offertes les plus chères des cinq dernières années.
Sources: FPPE, UBS

Si le marché haut de gamme suisse se concentre sur ces quelques régions, l'immobilier de luxe se rencontre aussi à moindre échelle dans d'autres communes. Ainsi, un quartier urbain peut être très huppé, sans que ce soit le cas de toute la ville. On trouve par exemple de nombreuses propriétés estimées à plus de 5 millions de francs à Binningen et à Riehen, près de Bâle, ou encore à Lugano et à Collina d'Oro, au Tessin.

Ce qui influence – ou non – les prix de l'immobilier

Les principaux déterminants du prix d'un bien résidentiel sont la superficie du terrain et la surface habitable nette. Avec une moyenne de 440 et 250 m², les maisons et appartements de luxe sont presque trois fois plus vastes que les logements médians suisses; les parcelles des maisons de luxe dans les communes analysées mesurent en moyenne environ 2100 m², soit trois fois plus que la moyenne. En outre, 43% des propriétés de luxe sont situées dans un emplacement de choix, contre environ 20% des logements ordinaires. À noter que moins de 5% des résidences de luxe se situent en bord de lac; cet avantage fait grimper leur prix d'un bon quart.

La différence est également frappante en ce qui concerne la qualité de l'aménagement: dans le segment du luxe, il n'y a pratiquement aucun objet qui ne soit pas aménagé aux normes supérieures; 80% sont même très bien équipés, soit 2,5 fois plus que la moyenne. La présence d'une piscine extérieure n'augmente pas le prix d'une propriété: celui-ci tient en effet compte des futurs coûts de fonctionnement et d'entretien. Enfin, le segment du luxe compte 2,5 fois plus de bâtiments historiques que la moyenne, datant du 19^e siècle ou plus anciens. Et ceux-ci ont leur prix: comparés aux bâtiments du 20^e siècle, les objets anciens se négocient avec une surcote d'environ 9%.

Les communes de Wollerau et de Zoug ont les impôts communaux et cantonaux les plus bas de Suisse, pour les ménages ayant un revenu très élevé (environ 10% sur le revenu annuel brut). Elles attirent donc naturellement les très hauts revenus et ont dopé la demande d'immobilier de luxe. Sur la rive sud du lac de Zurich, la pression fiscale est deux fois plus élevée (environ 20%); autour de Genève, elle approche même 25%. Mais le niveau absolu des prélèvements

Pas dans la même division

Caractéristiques des objets de luxe par rapport aux biens immobiliers moyens

Objet de luxe		Logement en propriété moyen
		
350 m ²	Surface habitable presque trois fois plus grande	120 m ²
6 mio. de CHF	Six fois plus cher	1 mio. de CHF
80%	Majoritairement avec un excellent standard d'aménagement	31%
43%	Deux fois plus souvent dans de très bonnes micro-situations	18%

L'analyse se fonde sur les transactions de biens immobiliers de luxe dans les 20 communes sélectionnées pour les années 2007 à 2018. Les informations ne sont en aucun cas exhaustives.

Sources: Wüest Partner, SRED, UBS

n'est pas souvent le principal déterminant du choix de la résidence. Plus importante est la comparaison avec les autres communes du même canton: dans les communes comptant de nombreuses propriétés de luxe, la charge fiscale est inférieure de 10% environ à la moyenne du canton. Les villes de Zurich et de Genève, marchés caractérisés par des quartiers huppés établis de longue date, font exception.

Une correction des prix sévère: des causes en Suisse...

Les prix des transactions dans l'immobilier de luxe ont connu une ascension vertigineuse jusqu'en 2011, suivie d'une baisse importante: 25% en moyenne jusqu'en 2015. Conséquence de cette chute, les ventes ont été reportées; le nombre de transactions a diminué d'un tiers environ entre 2013 et 2015.

Cet effondrement des prix dans le segment supérieur est le résultat d'une trop grande focalisation des promoteurs immobiliers sur la construction de logements de prestige, qui a entraîné une suroffre, mais aussi de développements économiques et politiques en Suisse comme à l'étranger. Les exigences de fonds propres plus strictes imposées pour les prêts hypothécaires depuis 2012 ont réduit le nombre d'acheteurs potentiels. Les objets de luxe «inférieurs» sont particulièrement touchés, puisque les intéressés sont plus sensibles au montant de l'apport personnel (nantissement) exigé. En revanche, les acheteurs dans la tranche supérieure des prix sont moins susceptibles d'être affectés par la réglementation, puisque en général, les exigences de fonds propres ne constituent pas un problème pour eux.

...et à l'étranger

Une proportion importante des acheteurs dans l'immobilier de luxe en Suisse sont des ressortissants étrangers; c'est pourquoi la situation économique et les événements à l'étranger ont une influence déterminante sur le marché local. D'une part, le franc suisse constitue une valeur refuge en temps de crise, rendant les investissements immobiliers en Suisse d'autant plus attractifs. D'autre part, suite à l'abandon du taux de change minimal de l'euro par la Banque nationale suisse en 2015, la force du franc a en-

traîné un enchérissement significatif de l'immobilier pour les acheteurs européens et extra-européens. En outre, les acheteurs britanniques stimulent la demande de biens immobiliers suisses, le Royaume-Uni ayant introduit un droit de timbre sur les résidences secondaires. Avec une part disproportionnée de propriétaires étrangers, la région genevoise et les communes de montagne sont plus exposées aux développements à l'étranger que la région de Zurich, où il s'agit surtout de résidences principales. Ce sont donc ces marchés qui sont largement responsables de l'effondrement observé des prix.

Une reprise graduelle, avec quelques points d'interrogation

En 2015, le plancher a été atteint; depuis, le nombre de transactions et les prix médians sont repartis à la hausse. À noter que les prix dans le segment le plus cher ont augmenté plus rapidement que ceux de la tranche inférieure. Mais les prix demandés sont encore exagérés dans de nombreux endroits. Par exemple, dans la région de Genève, les vendeurs ont dû revoir encore davantage à la baisse leurs attentes: d'après Luxury Places, les prix d'achat effectifs de l'immobilier de luxe ces deux dernières années étaient inférieurs d'environ 30% aux prix demandés dans les annonces.

Pour l'année en cours, nous pensons que la reprise du marché immobilier de luxe en Suisse se poursuivra, mais à un rythme très mesuré. Depuis 2012, les revenus suisses les plus élevés ont augmenté plus rapidement que le revenu médian. En outre, depuis la crise financière, le nombre de millionnaires – et leur fortune moyenne – a augmenté et, avec eux, la demande de résidences de prestige. Étant donné la bonne conjoncture actuelle, ces tendances devraient se poursuivre, soutenant la demande d'immobilier de luxe. Dans l'hypothèse d'une légère dépréciation du franc suisse face à l'euro dans les douze prochains mois, la demande étrangère sur le marché des résidences secondaires devrait rester stable.

Les bailleurs sous pression

Sandra Wiedmer et Maciej Skoczek

Le marché des surfaces commerciales est plombé depuis longtemps par les surfaces vacantes. Les propriétaires doivent user de nouvelles stratégies pour séduire les détaillants. Dans les emplacements les plus courus, la demande reste relativement élevée.

La baisse des rendements des surfaces commerciales préoccupe les investisseurs depuis des années. Alors qu'en 2011, le rendement global était encore supérieur à 8%, il était descendu autour de 4,5% en 2017, chiffre le plus bas de tous les secteurs immobiliers. Ces dernières années, les rendements locatifs ont fondu en raison de la baisse des revenus locatifs; les loyers à l'offre des surfaces commerciales ont baissé en moyenne nationale de 8% depuis 2012. Dans les grands centres, la correction a été encore plus marquée avec 20% à Berne et à Genève, et 15% à Zurich. Par ailleurs, cette année, nous tablons sur une diminution des loyers à l'offre à l'échelle nationale. En raison des risques accrus liés à la location et de la tendance légèrement haussière des taux d'intérêt, une nouvelle baisse des taux d'escompte, entraînant des gains sur capital, est peu probable. Dans l'ensemble, nous attendons en 2019 des rendements globaux d'environ 4,0%.

Rendre les surfaces plus attrayantes en innovant

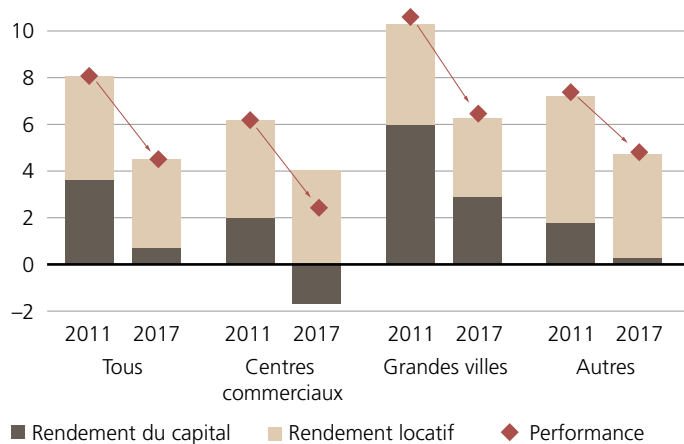
La situation actuellement difficile sur le marché des surfaces commerciales s'explique par une augmentation disproportionnée des surfaces, mais aussi par la part toujours plus importante des ventes en ligne. Comme les locaux vacants diminuent l'attractivité des sites aux yeux des locataires existants ou potentiels mais aussi de la clientèle, il est crucial de s'y attaquer. Si la baisse des loyers permet éventuellement de réduire le taux de vacance, elle est toutefois désavantageuse du point de vue des propriétaires: la valeur de l'objet diminue en effet en même temps que les loyers. Il faut donc trouver d'autres stratégies.

Des surfaces et des contrats plus flexibles

Pour rester compétitifs, les bailleurs doivent moderniser sans cesse leurs locaux, tout en offrant une flexibilité d'usage maximale. En effet, les commerçants exigent de plus en plus souvent des surfaces aménageables et divisibles, pouvant être adaptées à la marche des affaires. Des baux plus souples, par exemple avec une durée contractuelle plus courte, une période gratuite ou un loyer progressif ou encore une participation aux frais de réaménagement, sont quelques-unes des mesures susceptibles de stimuler la demande. Toutes ces options représentent toutefois des coûts pour le bailleur, ce qui pèse sur la rentabilité au moins à court terme.

Baisse des rendements sur le marché des surfaces de vente

Par région et type, en %



Sources: MSCI, UBS

Des showrooms pour attirer les acheteurs
 Au vu de l'expansion rapide du commerce en ligne, la location de surfaces à des fins d'exposition (showrooms) peut s'avérer une option fructueuse. En effet, les showrooms se situent à la jonction de l'e-commerce et des magasins physiques. Cela permet aux vendeurs en ligne de présenter leurs marchandises sous forme physique et tangible, tout en augmentant leur visibilité dans les centres-villes. Contrairement aux plateformes Internet, les showrooms permettent un conseil personnalisé et proposent également la livraison à domicile. Jusqu'à présent, ce concept était essentiellement utilisé dans l'informatique et l'ameublement. Désormais, le secteur du luxe aussi devrait s'y intéresser davantage tout en conservant les boutiques classiques existantes. Grâce à la possibilité d'expédier les marchandises directement à l'étranger, ce concept se prête aussi parfaitement aux zones touristiques.

Prudence dans le choix des locataires
 Les propriétaires de surfaces commerciales doivent garder à l'œil la durabilité du modèle d'affaires de leurs locataires. La clientèle est-elle d'abord acquise en ligne, puis attirée vers la boutique? Lui propose-t-on un conseil professionnel personnalisé, impossible à répliquer en ligne? Il faut vérifier que le locataire potentiel saura affronter les défis qui assaillent le commerce de détail traditionnel.

Des concepts attrayants
 Pour un concept durable, le plus important est de développer des expériences attrayantes. Un ensemble de commerces variés, complété par des «pop-ups stores» (points de vente éphémères), des restaurants et des offres de divertissement et de repos, attirera durablement le consommateur. Pour cela, locataires et bailleurs doivent s'accorder sur une stratégie commune.

Centres commerciaux

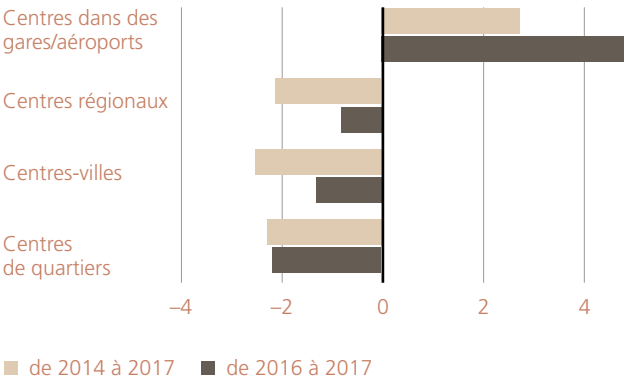
Baisse du rendement au mètre carré
 En Suisse, les centres commerciaux représentent près d'un cinquième du total des ventes au détail. Même si en 2017, l'évolution du chiffre d'affaires des centres commerciaux était la meilleure depuis l'abandon du plafonnement du taux CHF/EUR en janvier 2015, il n'en reste pas moins une baisse des ventes de 1,1%. Par ailleurs, le rendement au mètre carré a encore reculé de 0,8%, ce qui le place 2,2% sous le chiffre de 2015. Un tiers à peine des centres commerciaux affiche un rendement au mètre carré stable ou positif. Ce sont les commerces situés dans les gares et à l'aéroport de Zurich qui présentent le rendement le plus élevé au mètre carré, grâce à leur situation centrale, aux flux de passants élevés et à leurs heures d'ouverture étendues.

Peu d'investissements
 Depuis 1970, quatre centres commerciaux d'une surface de plus de 5000 m² ouvrent en moyenne chaque année en Suisse. Or en 2016 et en 2018, aucun centre commercial n'a été inauguré. Et en

2019 et 2020, seuls «The Circle» à l'aéroport de Zurich et le «Mattenhof» à Lucerne devraient ouvrir leurs portes. Ce ralentissement devrait procurer au marché un répit salutaire.

Les flux pendulaires contribuent à une plus grande productivité des surfaces

Variation des chiffres d'affaires en CHF/m², annualisée en %



Sources: GfK, UBS



Centre commercial Rosenberg, Winterthur | Keystone/Gaetan Bally

«La demande d'adresses prestigieuses reste soutenue, car elles présentent un potentiel de chalandise important.»

À Saint-Gall et Lucerne, des «city managers» externes sont chargés de coordonner l'évolution urbaine et de trouver des solutions aux locaux vacants, par exemple au moyen de manifestations communes, d'horaires d'ouverture allongés et uniformisés ou d'endroits où se détendre et flâner sans pression.

Chamboulements dans le commerce

Entre 2015 et 2017, les loyers supérieurs ont reculé de près de 10% à Zurich et de plus de 15% à Genève. Malgré ces baisses de loyer, beaucoup d'occupants de longue date ont dû plier bagage pour des raisons économiques. Or la demande de locaux de prestige reste soutenue, car ceux-ci présentent un potentiel de clientèle considérable dans le commerce traditionnel. D'après PwC, plus de 50 000 personnes par jour déambulent à travers les zones commerciales de Zurich, de Berne, de Bâle et de Genève. À cela s'ajoutent les quantités croissantes de touristes qui devraient stimuler les chiffres d'affaires des commerces et donc la disposition à payer pour les endroits les mieux situés. Cela se reflète déjà dans l'évolution récente des loyers: les loyers à l'offre pour les emplacements de pointe à Zurich et à Genève se sont quelque peu rétablis depuis mi-2017, avec une augmentation de près de 4%.

nue, car ceux-ci présentent un potentiel de clientèle considérable dans le commerce traditionnel. D'après PwC, plus de 50 000 personnes par jour déambulent à travers les zones commerciales de Zurich, de Berne, de Bâle et de Genève. À cela s'ajoutent les quantités croissantes de touristes qui devraient stimuler les chiffres d'affaires des commerces et donc la disposition à payer pour les endroits les mieux situés. Cela se reflète déjà dans l'évolution récente des loyers: les loyers à l'offre pour les emplacements de pointe à Zurich et à Genève se sont quelque peu rétablis depuis mi-2017, avec une augmentation de près de 4%.

Les perspectives s'améliorent

Matthias Holzhey

La demande de surfaces dans le segment des bureaux devrait nettement augmenter cette année. L'excédent d'offre devrait donc se réduire, et les loyers se rétablir ponctuellement. Cette reprise se remarque surtout dans les grandes villes. Seule ombre au tableau: le marché genevois.

Les chiffres-clés des portefeuilles immobiliers sont éloquentes: sur les cinq dernières années, les surfaces de bureaux ont rapporté 5% à peine en moyenne, l'appréciation du capital n'ayant pas dépassé 0,8% par an. Les taux d'intérêt ayant baissé encore nettement depuis 2013, c'est très peu, d'autant plus que l'immobilier résidentiel a rapporté 3,3% en gains de capital sur la même période. Le creux de la vague a toutefois été atteint. Après le plancher de 2016, les rendements globaux des portefeuilles de bureaux ont déjà nettement remonté, et la tendance devrait se poursuivre cette année.

L'emploi dans l'activité de bureau a augmenté d'environ 2% en 2018, stimulant ainsi la demande de surfaces. Ensemble, la finance, les technologies de l'informatique et des communications, les services aux entreprises et l'administration ont créé en un an 26 000 emplois, soit 50% de plus que la moyenne des cinq dernières années. En 2018, le total des surfaces de bureaux disponibles est toutefois resté stable par rapport à l'année précédente (avec un taux d'offre de 6,8%). Cela dit, dans la plupart des grands centres, le nombre de locaux disponibles a diminué. Les villes moyennes en revanche, comme Lucerne, Winterthour, ou Lugano, ont vu leur taux d'offre augmenter.

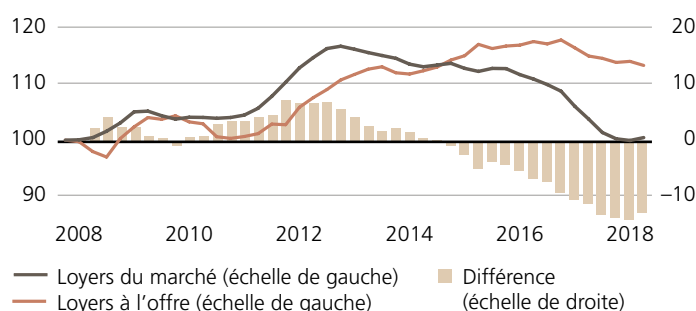
Le boom de la construction au ralenti

Comparer l'évolution de l'emploi et les permis de construire pour les bureaux permet de déduire le rapport futur entre l'offre et la demande. En 2018, les demandes de permis de construire ainsi que des permis octroyés étaient inférieures à la moyenne des trois années précédentes. La

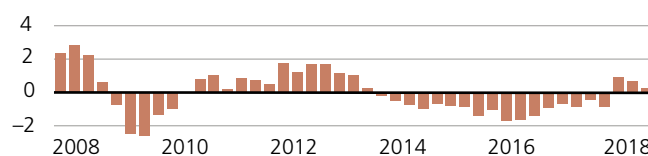
construction de bureaux neufs devrait ralentir cette année, pour s'établir à 1% du parc existant. Comme des grands projets validés par le passé entrent sur le marché, l'augmentation de l'offre devrait s'avérer un peu plus forte. Cela dit, la demande supplémentaire de bureaux devrait dépasser l'offre nouvelle; nous tablons donc sur une baisse des taux de vacance cette année.

Net recul des loyers du marché

Loyers à l'offre et loyers du marché, indice 2008 = 100; Différences en points d'indice



Croissance de l'emploi dans le segment de bureaux, écart par rapport à la moyenne sur dix ans (1,7%), en points de pourcentage



Sources: Wüest Partner, FPPE, OFS, UBS

Les loyers du marché en hausse

Bien qu'en 2018, les loyers à l'offre aient reculé de 1 à 2%, ils restent supérieurs de 10% à leur niveau cinq ans plus tôt. Ils n'ont toutefois pas suivi l'évolution du marché, car les déductions considérables sur les loyers annoncés – sous forme de périodes gratuites ou de participation aux frais d'aménagement – ne sont pas (encore) reflétées dans les chiffres. Les loyers à l'offre devraient donc baisser cette année encore.

Les loyers effectifs des locaux neufs divergent depuis 2015 des loyers à l'offre, reculant de près de 15% jusqu'à fin 2017. L'an passé, ils ont toutefois affiché une légère augmentation, qui devrait se poursuivre. Même pour les loyers supérieurs des bureaux à Zurich et à Genève, on constate une légère hausse. Néanmoins, le renouvellement des baux arrivant à expiration continue d'impliquer des baisses de loyer.

Un avantage pour les emplacements de second ordre

Les perspectives pour les investissements dans les surfaces de bureaux se sont nettement améliorées l'an passé, mais le potentiel de baisse supplémentaire pour les rendements primes devrait être épuisé, malgré des loyers en hausse dans certains marchés. À Zurich et Genève, ceux-ci sont en hausse moyenne de 2,5%. Toutefois, il reste de la marge vers le haut pour les prix à l'achat de bureaux dans les agglomérations. Hors des emplacements les plus courus, les immeubles de bureaux ont subi des dépréciations parfois considérables, en raison de la commercialisation compliquée des surfaces. Leurs prix devraient cependant augmenter, si l'emploi continue sur sa lancée.

Cette année, dans les portefeuilles, les bureaux devraient afficher la meilleure performance de tous les segments immobiliers. D'un côté, les estimations recèlent un potentiel de rattrapage en raison de l'augmentation de la demande de surfaces; de l'autre, les logements et les surfaces commerciales devraient moins s'apprécier que ces dernières années.

Analyse régionale:

Reprise du marché dans les centres

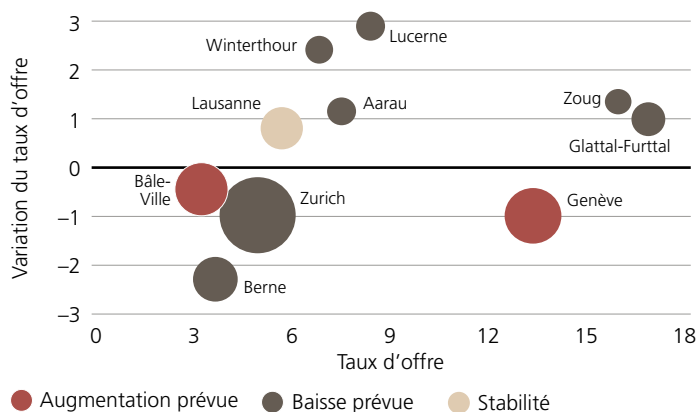
L'emploi de bureau devrait croître de 4 à 5% dans les cantons de Suisse centrale ainsi que dans celui de Vaud, à Bâle et à Genève. Dans le canton de Zurich, la croissance de l'emploi, autour de 3%, n'a pas suivi le rythme.

Il n'y a qu'à Genève que les surfaces de bureaux planifiées dépassent depuis 2015 la demande réelle. Dans les cantons de Bâle et du Tessin, l'offre et la demande étaient en équilibre, tandis qu'à Lausanne, à Zurich et en Suisse centrale, la demande a crû plus rapidement. Cela a permis de réduire en partie l'excédent d'offres des années précédentes. Les principaux bénéficiaires de cette évolution sont surtout les centres urbains; dans les périphéries, le taux de vacance n'a pas (encore) baissé notablement. Autour de l'aéroport de Zurich en particulier, l'excédent de surfaces reste élevé.

Les statistiques officielles des municipalités sur les locaux vacants confirment la bonne santé du marché des bureaux. Ainsi, à Bâle, à Berne et à Zurich, le taux de vacance a chuté à 2% par

Marché divisé en deux

Taux d'offre (3^e trimestre 2018), variation par rapport à l'année précédente en % et développement attendu (2019); la taille du cercle représente la taille du marché (surface au sol brute)



Sources: Wüest Partner, UBS

rapport à l'an passé. À Zurich, les surfaces vacantes reculent pour la quatrième année consécutive et sont revenues au plancher historique de 2012.

La grande exception est la ville de Genève, où en douze mois, les surfaces inoccupées ont augmenté de 40% (soit 70 000 m²), portant le taux

de vacance à près de 5%. L'offre de surfaces à Genève est portée par les grands projets constants; la situation ne devrait donc pas se détendre de sitôt. Les deux projets «Pont-Rouge» et «Quartier de l'Étang» créeront à eux seuls près de 250 000 m² de surfaces de commerces et de bureaux supplémentaires d'ici 2023.

Maximiser l'exploitation des surfaces

La notion de «bureau» remonte aux monastères chrétiens médiévaux, où le travail d'écriture faisait partie de la vie quotidienne des moines. À l'époque, les livres étaient écrits dans des lieux dédiés, les «scriptoriums». Le mot bureau dérive de «burra», une pièce de feutre qui servait à protéger les livres précieux. En hiver, le travail au «bureau», souvent la seule pièce chauffée du monastère, devait être particulièrement apprécié.

Pendant longtemps, les bureaux n'étaient pas des pièces séparées, mais des écritoirs faisant partie de l'atelier. Ce n'est qu'avec l'industrialisation que l'on a bâti les premiers immeubles de bureaux, du fait de l'expansion des échanges commerciaux et de la complexité croissante des processus de production, exigeant de plus en plus de travail d'écriture. Depuis, le terme de bureau désigne les locaux qui hébergent ce type d'activité. Vers la fin du 19^e siècle, l'amélioration des techniques de construction et la généralisation de l'éclairage électrique ont permis un agencement individualisé des étages, mais aussi le concept d'open space.

Les tâches les plus simples ressemblaient de plus en plus au travail à la chaîne de l'usine, et étaient strictement supervisées. Les employés avaient droit à environ 3 ou 4 m² chacun, tandis que les cadres supérieurs disposaient de leur propre bureau individuel. Dans les décennies suivantes, la qualité de travail dans les bureaux s'est progressivement améliorée. Le concept de «bureaux ouverts» a probablement connu son apogée avec les frères Eberhard et Wolfgang Schnelle; il visait à encourager l'esprit d'équipe

et la communication entre collaborateurs. Aux États-Unis, l'«action office» de Robert Propst a donné de nouvelles impulsions, comme les tables réglables en hauteur et l'introduction de paravents et autres bureaux à cloisons, plus propices à la concentration. Au début des années 80, une version allégée du concept s'est généralisée, l'«action office 2», avec du mobilier bon marché et des cloisons standardisées. Au fil du temps, toutefois, les désavantages liés à la focalisation constante sur les coûts et l'exploitation maximale des espaces devenaient toujours plus évidents. Le niveau sonore élevé et l'impossibilité de se retirer à l'écart finissaient par nuire à la concentration et à la productivité des employés. Certains auraient certainement préféré les conditions moyenâgeuses du scriptorium!

Depuis une dizaine d'années, nous assistons à un retour en arrière. En effet, la concurrence pour attirer les plus qualifiés et fidéliser les jeunes talents, ainsi que les aspects ergonomiques ont gagné en importance. Aujourd'hui, les aménagistes recommandent des sources de lumière naturelle, un faible niveau sonore, des possibilités de retrait et un design adéquat pour créer un environnement de travail agréable. Les grandes sociétés de co-working tentent justement de se démarquer par le design. Or derrière ce concept très tendance, nous n'observons aucune nouveauté radicale: outre les canapés moelleux et les coins café, les travailleurs n'y ont droit qu'à 6 m² en moyenne, contre 10 à 15 m² dans les bureaux classiques. Ainsi, l'exploitation maximale de l'espace reste le maître-mot.

Une alternative intéressante

Katharina Hofer et Thomas Veraguth

Les secteurs nécessitant des surfaces industrielles ont connu ces dernières décennies une forte hausse de productivité, employant toujours moins de main-d'œuvre. Or les bonnes perspectives de croissance soutiennent en ce moment la demande de surfaces industrielles. Le potentiel de croissance dépend du mélange d'activités dans chaque région.

Le marché des surfaces industrielles¹ est relativement peu liquide; celles-ci sont donc moins considérées comme des placements que les autres segments immobiliers. Du fait de la prime d'illiquidité, leur rendement annualisé entre 2006 et 2017 dépassait, à 5,5%, la moyenne de tous les segments immobiliers en Suisse (4,2%). Or ce rendement s'est érodé de 0,1% par an en raison de la dépréciation des objets, tandis que les autres segments connaissent une appréciation d'environ 2% par an. Ainsi, le rendement global des surfaces industrielles a été inférieur aux autres segments. Cela s'explique par le changement structurel, qui voit l'économie s'écarter de la production matérielle au profit d'une économie de services. Actuellement, les surfaces industrielles rentables sont toutefois de plus en plus demandées par les investisseurs, en raison des taux de capitalisation très bas des surfaces de bureaux, de vente et de logement. Pour cette année, nous tablons sur une performance relativement élevée de 5 à 6%.

De la propriété à la location

La valeur agrégée du parc foncier industriel en Suisse est estimée à quelque 480 milliards de francs². Seule une petite partie est négociée sur le marché, car les immeubles industriels sont généralement la propriété des entreprises qui les occupent. Les industries tendent en effet à construire des usines sur mesure, adaptées à leur processus de production. En général, plus l'entreprise est importante, plus il y a de chances qu'elle soit propriétaire des lieux. Ce marché se distingue donc nettement des autres marchés de surfaces d'activité (commerces, bureaux), où les exigences sont moins spécifiques.

Si le modèle de l'entreprise propriétaire du foncier n'est pas près de disparaître, on remarque toutefois une tendance à la séparation de l'usage et de la propriété des immeubles industriels. La proportion de surfaces industrielles à louer parmi les surfaces industrielles nouvellement créées était d'environ 17% en 2018 d'après Wüest Partner, chiffre qui augmente de façon continue. En effet, de plus en plus souvent, les services administratifs et la recherche-développement sont rassemblés avec la production; les surfaces industrielles comprennent donc désormais une mixité d'usages, notamment des bureaux.

La location de surfaces industrielles comporte des défis de taille. D'une part, la surface doit correspondre au plus près aux besoins de l'occupant, sans être toutefois trop spécifique à une seule activité. Des plafonds hauts accroissent la clientèle d'occupants potentiels, ce qui aide à réduire le taux de vacance; de même, les plans flexibles à cloisons modulables permettent d'individualiser les locaux. D'autre part, les lieux doivent être bien accessibles et «connectés», notamment pour les activités logistiques. Enfin, les structures doivent être en mesure de supporter des poids considérables, ce qui n'est pas le cas partout.

¹ Sont prises en compte toutes les activités relevant du secteur secondaire selon l'Office fédéral de la statistique, ainsi que la vente et la réparation de véhicules à moteur, le commerce de gros et le transport-entreposage.

² On suppose un taux de capitalisation de 6,5%.

Des loyers relativement faibles

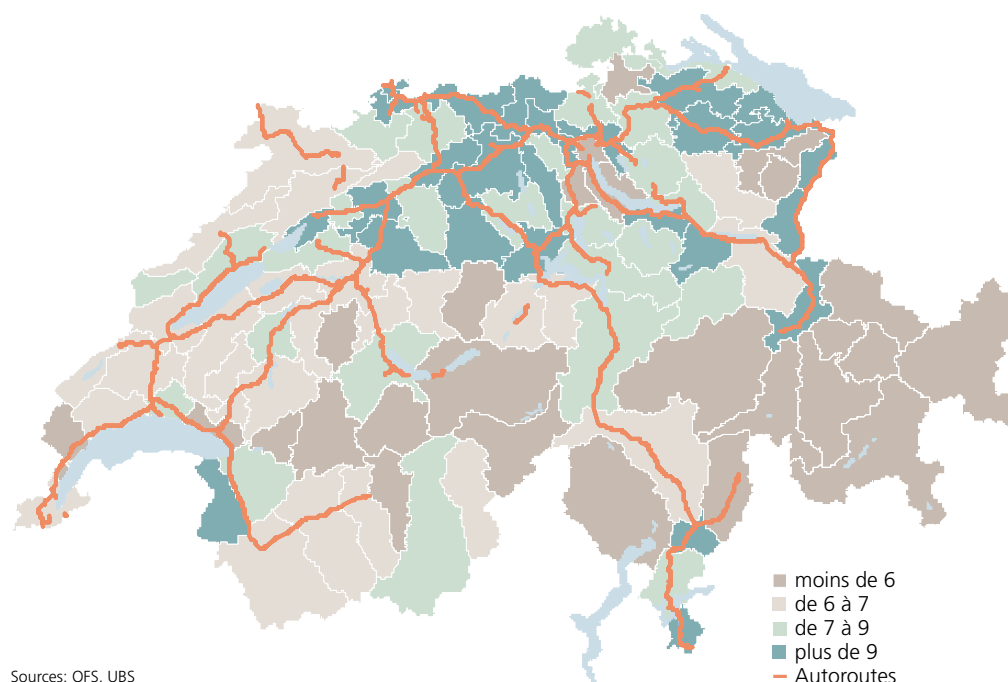
Le total des surfaces industrielles en Suisse est estimé à 240 millions de mètres carrés, soit près de sept fois la superficie consacrée au commerce de détail. C'est dans le canton d'Argovie ainsi que dans certaines parties de Suisse orientale qu'on trouve la plus forte proportion de surfaces industrielles par rapport à la superficie bâtie. Les surfaces de loin les plus chères se trouvent dans le canton de Genève, où le prix moyen du mètre carré en 2018 atteignait 285 francs pour une micro-situation moyenne (d'après Fahrlander Partner). Les loyers étaient également élevés dans le Vaud, à Bâle-Ville et à Zurich. À moins de 140 francs le mètre carré, les loyers les moins chers se trouvaient dans le Jura et les cantons montagneux. Selon Wüest Partner, avec une moyenne nationale de 164 francs par mètre carré, le loyer des surfaces industrielles était modeste par rapport aux surfaces commerciales (210 francs), aux logements (191 francs) ou aux bureaux (195 francs).

La forte productivité, source de sûreté pour les bailleurs

Les propriétaires-bailleurs de locaux industriels sont dépendants de la création de valeur de leurs locataires, et donc de la composition sectorielle de l'activité locale. Par exemple, un poste à temps plein dans l'industrie du bois génère une valeur ajoutée brute d'environ 90 000 francs par an, soit moitié moins que pour la construction automobile. Dans la fabrication de médicaments, elle peut même être huit fois plus élevée! Les surfaces industrielles les plus productives de Suisse, en termes de valeur ajoutée brute par mètre carré, se trouvent naturellement dans les régions où ces activités à haute valeur ajoutée sont surreprésentées – c'est-à-dire dans les centres des villes de Bâle, Zurich, Zoug et Genève. La productivité des surfaces est aussi supérieure à la moyenne le long du lac Léman et autour de Neuchâtel, de Zurich, de Schaffhouse et de Lugano.

Beaucoup de surfaces industrielles le long des principaux axes de circulation

Part des surfaces industrielles dans les surfaces bâties totales par région économique, en %



Le potentiel des friches industrielles est difficile à déterminer

Les surfaces consacrées à l'industrie ont crû d'environ un tiers entre 1985 et 2009, pour occuper aujourd'hui près de 8% des surfaces bâties. De nouvelles zones industrielles sont nées dans des champs ou des zones naturelles, une évolution favorisée par l'augmentation du transport de marchandises et de la circulation le long des principaux axes. Ailleurs, des zones industrielles ont disparu. Sur fond de transformations de l'économie et de hausse des prix fonciers urbains, l'industrie, qui nécessite des surfaces considérables, a quasi déserté les centres-villes. Elle a dû soit réduire son empreinte, soit se délocaliser en périphérie.

Un quart des anciens terrains industriels sont devenus résidentiels entre 1985 et 2009, sur fond de croissance démographique; un tiers environ sont désaffectés. Or ces friches industrielles, souvent mal situées pour les nouveaux usages, ne sont pas forcément en concurrence avec les nouveaux terrains industriels. En effet, les reconversions impliquent des coûts considérables et des risques difficilement calculables, en raison de la contamination des sols et des normes environnementales sévères.

En même temps, les surfaces les plus productives affichent l'intensité d'utilisation la plus faible, c'est-à-dire qu'elles nécessitent le moins de superficie par personne employée. En effet, la rareté de l'espace dans les centres urbains exige de l'utiliser très efficacement; d'autre part, les prix élevés du foncier et des loyers incitent à gérer les espaces avec soin. C'est pourquoi seules les activités les plus productives par mètre carré sont demeurées dans les centres urbains. À l'inverse, dans les zones périphériques, où les surfaces génèrent moins de valeur ajoutée, chaque emploi tend à occuper plus de superficie; c'est le cas notamment dans les cantons de montagne ou en Suisse centrale.

Les régions frontalières présentent le meilleur potentiel de croissance

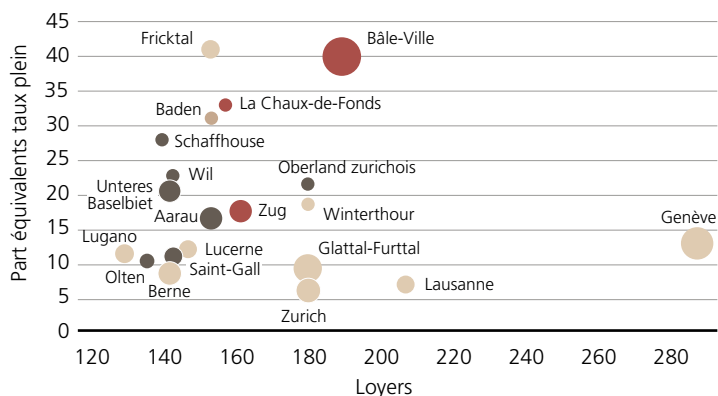
L'évolution future de la demande de surfaces industrielles dépend des perspectives de croissance des différents secteurs d'activité. Les secteurs les plus prometteurs sous cet angle sont l'industrie chimique et pharmaceutique, l'électronique et l'horlogerie, ainsi que les machines-outils. C'est dans l'arc jurassien, à Bâle-Ville et Bâle-Campagne, à Schaffhouse et dans certaines parties de la Suisse orientale que l'on compte la plus forte proportion d'emplois dans ces secteurs (en termes d'équivalents temps plein). Dans la majeure partie des cantons de montagne, les perspectives sont moins prometteuses.

La diversité des activités au niveau régional permet de faire en sorte que la demande de sur-

faces industrielles ne dépende pas exclusivement d'une seule ou d'un petit nombre de spécialités. Ainsi, certaines régions de Romanie sont disproportionnellement spécialisées dans l'industrie horlogère. En outre, l'accessibilité restreinte des régions excentrées limite les possibilités d'attirer d'autres industries à fort potentiel de croissance.

Fort potentiel de croissance dans le nord et l'est de la Suisse

Part des employés dans des branches en croissance dans le total de tous les employés dans des branches industrielles en équivalents taux plein, en % par région économique et loyers cantonaux pour les surfaces industrielles en CHF/m²; la taille du cercle correspond à la création de valeur brute par région économique en 2016



Diversification des branches industrielles: ● élevée ● moyenne ● faible

Sources: OFS, FPPE, UBS

Une ancre dans la tempête

Maciej Skoczek

La performance négative des fonds immobiliers l'an passé n'était pas justifiée par les données fondamentales. L'augmentation des taux de vacance pèse davantage sur le marché global que sur les fonds. Au vu de la composition robuste des portefeuilles, on s'attend à des rendements sur distribution stables cette année aussi.

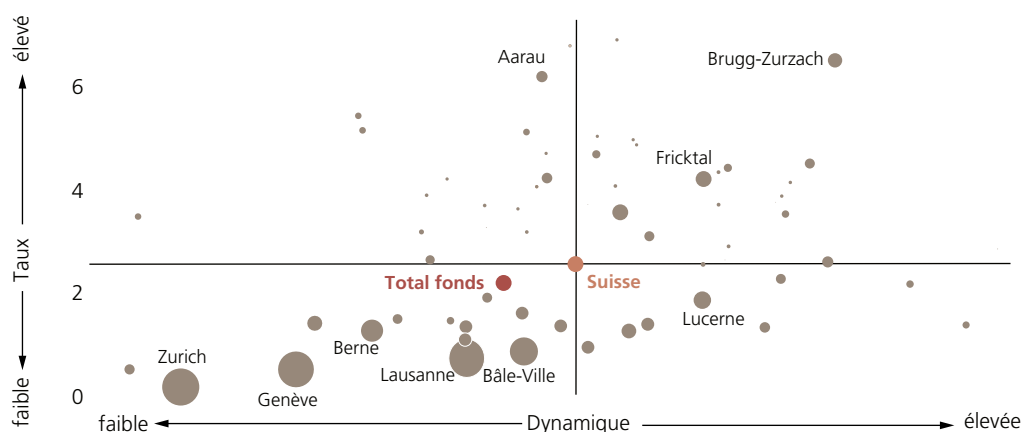
En 2018, les fonds immobiliers suisses ont fait piètre figure: leur rendement global était malgré tout supérieur à celui de l'ensemble du marché des actions, mais clairement inférieur à celui du marché obligataire. Tandis que le rendement sur distribution ne diminuait que légèrement par rapport à 2017, les prix se sont dépréciés de 8%, ce qui a plombé la performance.

Plusieurs raisons expliquent pourquoi, pour la première fois depuis 2013, l'appréciation a été négative. En 2018, les fonds immobiliers cotés en bourse ont émis de nouvelles parts et effectué

des augmentations de capital à hauteur de 1 milliard de francs environ, ce qui, ajouté à des acquisitions coûteuses, a dilué le rendement sur distribution. Les investisseurs craignaient en outre un ralentissement de la croissance économique en Suisse, sur fond de fléchissement conjoncturel en Europe, de conflits commerciaux dans le monde et de divergences politiques entre la Suisse et l'Union européenne. Enfin, les prévisions de hausse des taux d'intérêt n'ont pas arrangé le marché des fonds immobiliers, et se sont traduites par une moindre disposition à payer et des agios plus bas d'environ 16%.

Les fonds conservent leurs appartements dans de bons et très bons emplacements

Part de tous les appartements appartenant aux fonds répartis par taux de logements vacants en 2018 dans les appartements locatifs et dynamique de vacance prévue*, la taille du cercle correspond au nombre d'appartements



* La dynamique de vacance se compose de la variation du taux de logements vacants et de celle du taux d'offre sur les trois dernières années et de l'absorption attendue des nouveaux appartements.

Sources: rapports annuels de différents fonds, OFS, Documedia, UBS; les informations ne sont en aucun cas exhaustives



Chantier de «The Circle» à l'aéroport de Zurich | Keystone/Alexandra Wey

Pas de lien direct avec le marché

Le recul des cours des fonds immobiliers signale que les investisseurs se montrent moins confiants. Les actualités économiques négatives ont pesé sur les décisions d'achat ou de vente, affectant le marché immobilier dans son ensemble. Si les fonds immobiliers n'immunisent pas contre les fluctuations du marché global, celles-ci ne se répercutent pas toujours à l'identique sur les objets détenus dans les portefeuilles.

Pas de surévaluation, malgré la baisse des distributions

Il y a dix ans, le rendement sur distribution moyen des fonds immobiliers était d'environ 3,5%; en 2018, il n'était plus que de 2,6% environ. Actuellement, il est donc inférieur aux dividendes du Swiss Market Index de près de 3,4%, mais représente le double du rendement sur coupon moyen des obligations suisses.

Les biens immobiliers détenus par les fonds suisses se sont beaucoup appréciés sur la même période, ce qui a entraîné un recul des rendements sur distribution. Mais cette baisse était relativement faible, car les fonds l'ont compensée en relevant les loyers, augmentant en retour le montant des distributions. Pour cette année aussi, nous tablons sur des distributions et rendements solides.

Moins affectés par les taux de vacance

Près de deux tiers de tous les logements détenus par des fonds se trouvent majoritairement dans des régions présentant un taux de vacance inférieur à la moyenne du marché suisse, et où, surtout, les taux de vacance devraient augmenter moins qu'en moyenne nationale cette année. On estime par ailleurs que seul un logement sur cinq détenu par un fonds se trouve dans une zone présentant un taux de vacance supérieur à la moyenne et susceptible d'augmenter fortement. Le taux de perte de loyers devrait donc être inférieur à celui du marché global.

Aucune conséquence inéluctable à la baisse des loyers

Le taux de vacance sur le marché locatif se situait autour de 2,7% à la fin 2018. Comme la croissance démographique a ralenti ces derniers trimestres alors que l'activité de construction restait soutenue, le taux de vacance devrait continuer de se creuser cette année. Néanmoins, un retournement de tendance se profile. Depuis mi-2018 en effet, le solde migratoire international s'améliore quelque peu. En outre, le nombre des demandes de permis de construire était, l'an passé, inférieur d'environ 10% au chiffre de 2011. Cette évolution devrait, dans un premier temps, ralentir la hausse des taux de vacance.

L'augmentation des taux de vacance pèse sur les loyers à l'offre (c'est-à-dire les loyers pour les renouvellements de bail, premières locations ou locations à neuf). Les loyers existants (contrats de location en cours), qui constituent la majeure partie des recettes locatives des fonds immobiliers, sont plus ou moins épargnés par l'évolution actuelle du taux de vacance. En outre, dans les centres et agglomérations surtout, les loyers existants sont encore inférieurs de 10 à 15% au niveau du marché. Chaque changement de locataire est donc l'occasion de rehausser le loyer et donc d'accroître les recettes locatives.

Les surfaces commerciales, grandes gagnantes de la croissance économique

Les taux de vacance et les pertes de loyer sont plus élevés pour les surfaces commerciales que pour les logements. Or la forte conjoncture l'an passé a donné un coup de fouet à l'emploi; et cette année aussi, nous nous attendons à une croissance économique réjouissante, qui devrait continuer de stimuler l'emploi de cols-blancs et

donc la demande de surfaces de bureaux. Dans l'ensemble, les fonds immobiliers spécialisés dans les surfaces commerciales devraient voir leurs revenus augmenter.

Des prix stables cette année

En 2019, nous nous attendons à une légère appréciation des rendements des fonds immobiliers pour trois raisons principales. Premièrement, les taux d'escompte sous-jacents ne devraient pas augmenter dans l'immédiat, même si l'on s'attend à une légère hausse; cela devrait préserver les valorisations. Deuxièmement, les investisseurs tiendront compte de l'amélioration sur le marché des bureaux et de la stabilisation progressive du marché résidentiel, ce qui devrait contenir les primes de risque, stimuler légèrement les agios et donc la performance liée aux prix. Troisièmement, après les augmentations de capital observées ces derniers trimestres, on devrait voir en 2019 moins d'émissions nouvelles et ainsi aucune réduction des rendements, ce qui devrait soutenir les cours des fonds immobiliers.

Chiffres-clés des principaux fonds immobiliers suisses cotés en bourse

Fonds avec capitalisation boursière d'au moins 1 milliard de CHF au 31 décembre 2018
Sauf mention contraire, toutes les valeurs sont indiquées en %

Type/Nom	Part de marché ¹	Secteur	Région	Agio estimé	Rendement sur distribution	Taux de perte de loyer ²	Taux d'es-compte (nominal) ²	Taux de finance-ment par des fonds de tiers ²	Performance ¹	
									1 an	5 ans ³
UBS Sima	20,5	Usage mixte	Suisse DE	19,7	3,0	5,1	3,3	22,0	-4,7	2,6
CS Siat	7,6	Usage mixte	Suisse DE	21,6	3,0	4,2	3,7	13,0	-11,7	3,1
CS Livingplus	6,8	Habitation	Suisse DE	20,2	2,6	5,4	3,8	19,7	-9,6	0,9
CS Green Property	6,4	Commercial	Suisse DE	13,8	2,8	4,9	3,6	16,7	-5,9	3,2
UBS Anfos	5,9	Habitation	Suisse DE	16,8	2,8	5,4	3,5	15,5	-2,6	1,7
UBS Swissreal	4,3	Commercial	Suisse DE	9,7	3,9	3,7	4,2	22,9	-5,3	1,4
CS Interswiss	4,2	Commercial	Diversifié	-2,7	4,6	6,6	4,0	26,3	-10,6	-0,6
Swisscanto IFCA	3,7	Habitation	Diversifié	17,5	2,6	5,3	4,0	19,7	-9,4	2,5
Immofonds	3,6	Habitation	Suisse DE	27,4	3,3	5,0	4,1	22,3	-7,6	2,5
Schroder ImmoPlus	3,6	Commercial	Suisse DE	11,5	3,0	2,8	4,4	18,4	-10,8	3,9
La Fonciere	3,5	Habitation	Suisse FR	33,3	1,9	1,0	4,6	19,7	-5,8	4,7
UBS Foncipars	3,3	Habitation	Suisse FR	19,4	2,7	5,5	3,7	20,1	-8,0	4,0
Fonds Immobilier Romand	3,1	Habitation	Suisse FR	26,3	2,2	2,2	4,0	8,6	-3,5	4,8

¹ le 31 décembre 2018 ² dernière valeur disponible ³ valeur annualisée
Ce tableau est une liste de référence et ne contient aucune recommandation de placement.
Sources: Rapports annuels et semestriels de divers fonds immobiliers suisses cotés en bourse, Bloomberg, UBS, au 31 décembre 2018

Plus d'efforts, moins de croissance

Stefan R. Meyer

Assumer la gestion de toutes les étapes de la chaîne de production de valeur est de plus en plus prisé par les entreprises, qui veulent augmenter leur valeur d'inventaire tout comme leurs dividendes. Outre la préservation de la valeur, cela favorise en général légèrement leur croissance. La préoccupation centrale reste d'assurer la durabilité des dividendes.

En 2018, les actions immobilières suisses se sont légèrement dépréciées, accusant un coup en février, atteignant leur sommet de l'année en mai, puis leur niveau le plus bas en octobre. Grâce aux rendements sur distribution respectables, le rendement global a terminé l'année à peu près inchangé. PSP Swiss Property était la grande gagnante en bourse. L'évolution de l'année passée ne change rien à la tendance à long terme: depuis la naissance du segment immobilier sur le marché des actions suisses au début des années 2000, les actions immobilières ont surpassé le reste du marché.

15% en 2018, et diminuer encore en 2019. Or les gains en capital ne s'évaporeront pas, car les grandes sociétés immobilières présentent un pipeline solide de projets en développement. Ainsi, chez Swiss Prime Site comme chez PSP Swiss Property, le volume d'investissements prévu pour ces prochaines années approche les 2 milliards de francs. L'aéroport de Zurich met la dernière main à son mégaprojet «The Circle», qui devrait ouvrir ses portes l'an prochain. Mais Allreal, Mobimo et Zug Estates aussi ont des projets de taille en cours.

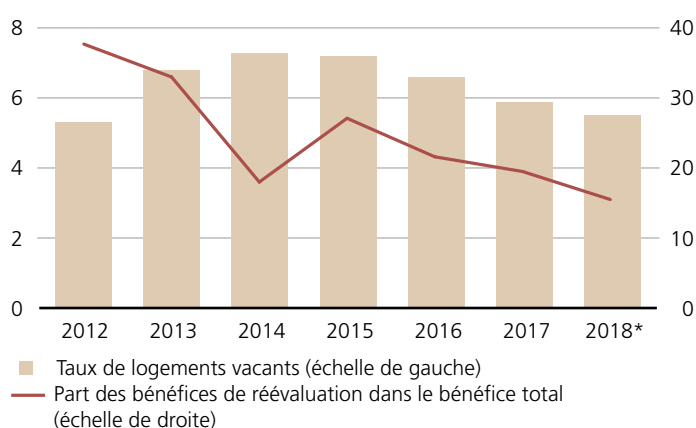
La baisse des gains en capital, facteur décisif

Comme l'activité de construction reste soutenue et que l'immigration nette s'est un peu essoufflée, les taux de vacance sur le marché immobilier ont augmenté, et continuent de se creuser dans certains segments et dans les zones périphériques. Cela entrave l'augmentation des prix, érodant l'appréciation des portefeuilles des sociétés immobilières. Seules les activités de projets présentent encore du potentiel, ce que les grandes firmes exploitent activement. Un bon emplacement et un fort taux de prélocation avant la mise en chantier sont de plus en plus déterminants; sinon, au lieu d'appréciations, on court le risque de subir des taux de vacance élevés, la concurrence du voisinage et des pertes de loyers.

Les gains en capital, qui en 2012 représentaient encore 38% des bénéfices cumulés des sociétés, avaient chuté de moitié en 2017 (19%). D'après nos estimations, ils ne devraient plus être que de

Réduire le taux de logements vacants et les bénéfices de réévaluation

Valeurs moyennes des sociétés évaluées, en %



* Estimation du consensus

Sources: rapports d'entreprises de SPS, Flughafen Zürich, PSP, Allreal, Mobimo, Zug Estates, Intershop, HIAG, Investis; UBS au 14 novembre 2018

Si les gains en capital continuent de s'éroder dans tout le secteur, ils sont devenus plus importants que jamais pour assurer une hausse continue des valeurs d'inventaire. En effet, l'appréciation des objets et la hausse des loyers ne sont plus aussi évidentes que par le passé, et nécessitent toujours plus d'efforts. De nos jours, augmenter les recettes locatives dans un portefeuille existant n'est plus guère possible qu'en combinaison avec des mesures d'investissement. Des modernisations, développements ou projets nouveaux permettent de générer des gains en capital. Allreal dispose ainsi de sa propre entreprise générale, qui sert également d'autres donneurs d'ordre à moyen terme, ajoutant un maillon à sa chaîne de création de valeur.

Les taux de vacance en baisse

Les activités de location aussi gagnent en importance, de même que la proximité avec le client final, les offres flexibles et novatrices, les caractéristiques écologiques et l'efficacité des processus. Il n'est donc pas étonnant que les sociétés tiennent à reprendre davantage de contrôle et proposent de plus en plus leurs services à des tiers. Allreal a par exemple décidé de reprendre en charge la maintenance technique de ses immeubles; Investis a renforcé son offre de services par des acquisitions, notamment dans l'entretien physique des bâtiments. En matière de gérance immobilière, Swiss Prime Site reste le chef de file du marché.

La focalisation sur la gestion active et sur le service au client final s'avère payante: malgré un contexte de marché ardu, le taux de vacance des objets détenus par les sociétés immobilières continue de diminuer. En 2018, PSP Swiss Property, Investis, Swiss Prime Site et Allreal ont le plus progressé, dans cet ordre respectif. En moyenne, le taux de vacance des neuf sociétés que nous avons analysées l'année dernière devrait s'être réduit à 5,5% (contre 5,9% en 2017 et 7,3% en 2014).

Les taux d'intérêt faibles plus importants que les longues durations

Bien que les taux d'intérêt ne baissent plus, les charges d'intérêts moyennes des sociétés immobilières diminuent, quoique lentement. En 2017, nos neuf sociétés payaient en moyenne 1,4% sur leurs fonds de tiers, contre 2,0% en 2014. L'an dernier, les coûts de fonds de tiers ont encore baissé légèrement, à un peu moins de 1,4%. Swiss Prime Site, PSP Swiss Property, HIAG Immobilien, Zug Estates et Investis devraient en avoir été les principaux bénéficiaires en 2018. Pour les quatre autres, le taux d'intérêt devrait être resté plus ou moins inchangé.

Plus intéressant encore que ces taux, d'après nous, est le fait que mi-2008, seule Allreal a prolongé la durée résiduelle moyenne de ses engagements financiers, de 4,1 fin 2017 à 4,4 ans six mois plus tard. C'est Mobimo qui affiche la durée résiduelle des taux fixés la plus longue, avec une moyenne de 6,0 ans. Pour les neuf sociétés de notre échantillon, la moyenne était de 4,5 ans mi-2018, contre 5,1 ans fin 2015. Même si les taux du marché ont entamé une lente remontée, le secteur ne table pas sur une augmentation notable, et n'estime donc pas nécessaire de s'assurer des taux bas à plus long terme. Du côté des locataires, les durées résiduelles moyennes comprises entre 4 et 7 années sont plus longues que celles des financements externes. Des engagements un peu plus longs seraient donc indiqués. Cela ne nous inquiète pas outre mesure, car nous n'attendons pas de brusque hausse des taux d'intérêt en Suisse. Néanmoins, les sociétés immobilières devraient de nouveau relever quelque peu les durées résiduelles moyennes des fonds de tiers au moment de renouveler les emprunts arrivant à échéance.

Privilégier les meilleurs payeurs de dividendes

La croissance économique en Suisse est positive, avec une tendance à la baisse. Les taux d'intérêt augmentent modérément, et l'immigration nette reste modeste. Aussi, nous pensons que les tendances décrites ci-dessus se poursuivront cette année. Dans l'ensemble, le segment des actions immobilières offre un potentiel d'appréciation modeste mais réel. Les rendements sur distribution restent toutefois attrayants et durables.

Pour les actions immobilières en général, nous recommandons de faire attention à leur valorisation, à savoir d'éviter les surcotes exagérées par rapport à la valeur nette d'inventaire. En outre, nous préconisons les sociétés qui présentent de bons rendements sur dividendes, et qui soutiennent et peuvent légèrement augmenter leur valeur d'inventaire par action – et donc leurs dividendes – au moyen de projets de développement soigneusement étudiés.

Zurich et la Suisse orientale, des zones prometteuses

Dans un marché immobilier tendu, l'emplacement des objets est un facteur crucial. Les immeubles situés dans les centres ou dans les zones en forte expansion sont très demandés et permettent de doper (ou du moins de préserver) la valeur. La région de Zurich reste le principal centre d'intérêt pour les sociétés immobilières. Mais on distingue un certain revirement à Genève, ce qui ouvre des opportunités dont profitent pour l'instant surtout Swiss Prime Site et PSP Swiss Property. Le marché principal d'Investis est le canton de Genève, qui rassemble deux tiers de ses propriétés. Mobimo se concentre sur Lausanne et ses environs, avec en outre des projets intéressants et bien placés à Bienne et à Lucerne.

Chiffres-clés des principales actions immobilières suisses cotées

Toutes les données en % (sauf mention contraire)

	SPS	Flughafen Zürich	PSP	Allreal	Mobimo	Zug Estates	Inter-shop	HIAG	Investis
Capitalisation boursière¹	6258	5308	4532	2508	1509	1084	975	946	760
Taux de vacance									
2016	6,7	1,5	8,5	7,5	4,7	5,4	11,5	16,0	3,3
2017	6,1	2,0	9,3	5,1	4,8	1,8	11,3	15,3	3,7
2018 ²	<5	1,4 ³	~5	2 3	5,1 ³	1,9 ³	~11	<16 ³	2,5 ³
Croissance des dividendes									
2012–2017	1,1	27,9	1,2	2,6	2,1	11,2	1,9	–	–
2017–2020 ⁴	0,0	–1,0	1,4	2,3	2,1	8,4	0,0	2,1	2,1
Quote-part de distribution									
Politique de dividendes ²	≥ CHF 3,80	35–45 ⁶	>70	~100 ⁷	≥ CHF 10	≤ 40	≥ CHF 22	4 ⁸	≥ CHF 2,35
2017	110	64	87	88	68	33	73	95	78
2018 ⁴	95	74	88	87	90	47	78	92	77
Moyenne, 2012–2017	97	56	89	82	86	40	74	105 ⁵	–
Rendement sur dividendes									
2019 ⁴	4,6	3,9	3,5	4,1	4,4	1,7	4,5	3,3	4,0
2020 ⁴	4,6	4,0	3,5	4,2	4,5	1,8	4,5	3,4	4,2
Taux de capitaux propres³	41	55	53	49	44	55	44	52	41

¹ en millions de CHF au 14 novembre 2018 ² données des entreprises ³ au premier semestre 2018 ⁴ estimations du consensus au 14 novembre 2018

⁵ 2014–2017 ⁶ plus actuellement dividendes spéciaux ⁷ du bénéfice hors entreprise générale ⁸ en % de la valeur nette d'inventaire

Ce tableau est une liste de référence et ne contient aucune recommandation de placement.

Sources: entreprises, UBS (au 14 novembre 2018)

Les avertissements se multiplient

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

En 2018, Hong Kong s'est retrouvée en première place des marchés résidentiels les plus surévalués. Les deux métropoles suisses, Zurich et Genève, l'étaient aussi dans une moindre mesure. Beaucoup de villes du monde voient leur attractivité et leur potentiel de croissance plombés par la dégradation de la capacité financière des ménages.

Les prix des logements corrigés de l'inflation ont augmenté en moyenne de 3,5% dans les villes étudiées l'an passé. Si l'enchérissement a nettement ralenti par rapport aux années précédentes, il dépasse toujours sa moyenne décennale. Les prix dans les grands centres économiques de la zone euro, mais aussi à Hong Kong et à Vancouver, ont continué d'enfler. Or on distingue de premières fissures dans cette évolution: dans la moitié des villes situées dans la zone à risque par l'*UBS Global Real Estate Bubble Index* 2017, les prix ont commencé à reculer.

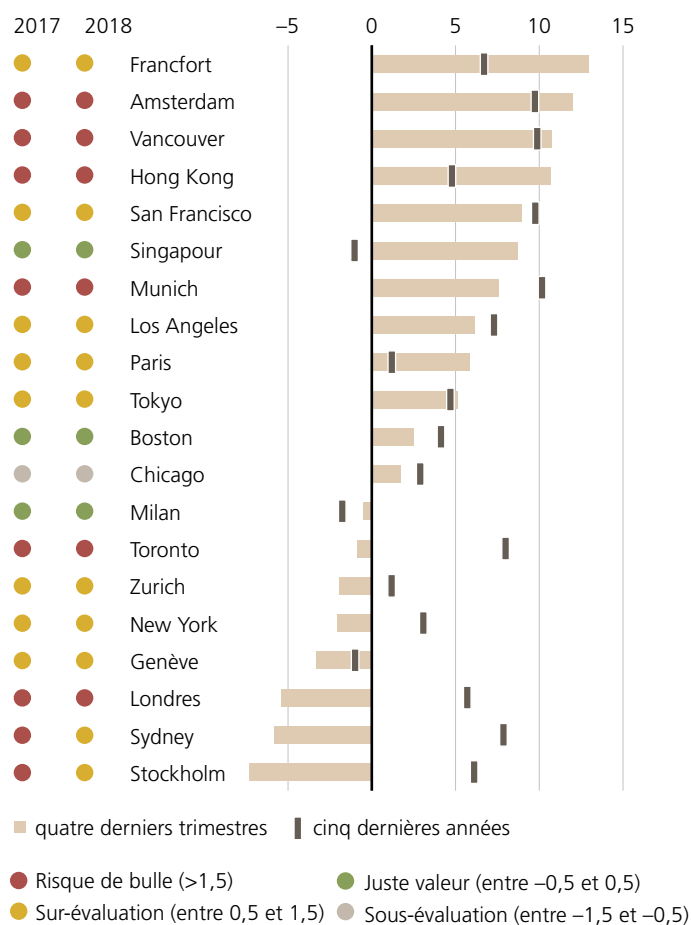
En conséquence, la fourchette d'évaluation des marchés du logement s'est considérablement élargie. Le risque de bulle immobilière a fortement augmenté à Munich, Amsterdam et Hong Kong; à Vancouver, San Francisco et Francfort, les prix ont continué à grimper. Dans un tiers des villes de notre échantillon, en revanche, les déséquilibres se sont atténués en 2018, notamment à Londres, New York et Toronto.

Un boom immobilier à l'échelle de la planète

Sur les cinq dernières années, les prix des logements à l'achat ont crû en moyenne de 35% dans les principaux centres économiques du monde entier. À San Francisco, Vancouver et Munich, la hausse était même de plus du double. Si en comparaison historique, ce boom n'est pas extraordinaire, il est largement généralisé. Début 2017, les prix augmentaient dans presque toutes les villes étudiées, phénomène qui dans l'histoire récente n'est apparu que vers la fin des années 1980 ou juste avant la crise financière de 2008. L'étendue planétaire

Les prix de l'immobilier destiné au logement augmentent dans presque toutes les villes

Taux de croissance des prix corrigés de l'inflation, annualisés en %



Source: UBS



Philharmonie de l'Elbe, Hambourg | Keystone/Thomas Ebert

« Peu de ménages peuvent encore se permettre de vivre près des centres-villes. »

de cet enchérissement drastique a plusieurs explications. Les conditions de financement très avantageuses ont dopé les marchés immobiliers dans le monde entier. Les grandes villes ont de plus profité de l'expansion de l'économie numérique ainsi que de la tendance à l'urbanisation. Enfin, la nécessité de placer son argent a conduit les ménages fortunés à investir dans les logements urbains.

Malgré l'étendue du phénomène, il est difficile de tracer des liens clairs entre les phases d'accélération ou de ralentissement de l'enchérissement dans les différentes villes. Par le passé, les prix des logements en propriété n'évoluaient de concert que dans les périodes de crise. En effet, presque toutes les corrections de prix ces 40 dernières années ont été déclenchées par une hausse des taux d'intérêt, corrélés à travers le monde. L'enchérissement découle bien davantage de facteurs spécifiques aux différentes villes, décisifs à moyen terme, comme le pouvoir d'achat des ménages, la politique fiscale ou les normes d'aménagement.

Les perspectives à long terme assombries par la crise du pouvoir d'achat

Le creusement des déséquilibres sur les marchés urbains est accentué par le découplage des prix des logements en métropole vis-à-vis des régions périphériques et des revenus des ménages. Peu de ménages sont encore en mesure d'acquérir un logement en centre-ville, tandis que le loyer accapare la part du lion du budget des ménages locataires. Ces déséquilibres n'augurent rien de bon pour l'attractivité des grandes villes, et donc leur potentiel de croissance à long terme.

Les appels à des mesures politiques se multiplient. Les remèdes envisagés vont de la taxation des logements vacants à celle des transactions, en passant par des restrictions à l'octroi d'hypothèques, des subventions pour les primo-accédants ou encore le strict contrôle des loyers. Or, dans des marchés en surchauffe et en proie à la spéculation, de telles interventions étatiques sont justement une grande source de risque, car elles pourraient déclencher un effondrement des prix au plus haut du cycle immobilier.

Un risque limité pour l'économie globale

Contrairement aux phases d'expansion de la fin des années 80 ou avant la crise de 2008, on ne décèle pas d'excès notable dans l'activité de construction ou dans l'octroi d'hypothèques. En effet, le volume des prêts hypothécaires croît actuellement moitié moins vite que dans les an-

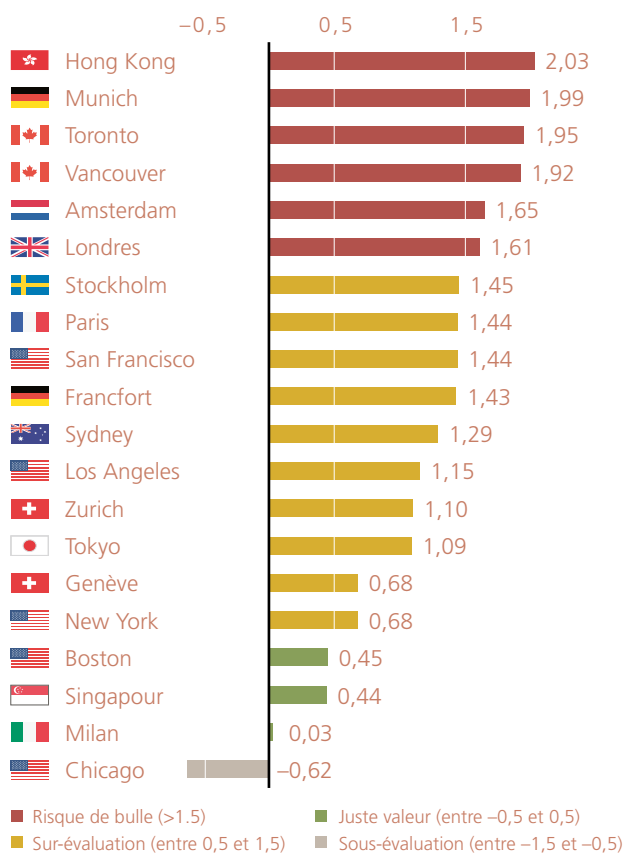
nées qui précédaient la crise financière. Les effets négatifs d'une correction des prix sur le reste de l'économie devraient donc être modérés. À cela s'ajoute que dans les marchés résidentiels les plus surévalués, on ne table plus sur des gains en capital à moyen ou long terme.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Les plus gros risques de bulle immobilière s'observent à Hong Kong, suivie de Munich, Toronto, Vancouver, Amsterdam et Londres. À Stockholm, Paris, San Francisco, Francfort ou Sydney aussi, on constate des déséquilibres de prix importants. Zurich et Genève, ainsi que Los Angeles, Tokyo et New York affichent des prix élevés. Par contre, à Boston, Singapour et Milan, les marchés sont plutôt équilibrés, celui de Chicago étant même sous-évalué.

Sur le marché immobilier, les bulles de prix sont un phénomène récurrent. Le terme de «bulle» désigne la survalorisation substantielle et durable de certains titres ou objets, qui ne se révèle généralement qu'après son implosion. Les données historiques révèlent toutefois des mécanismes récurrents similaires; par exemple, un découplage des prix par rapport aux revenus des ménages ou aux loyers locaux, ou des distorsions de l'économie réelle, comme un emballement dans l'octroi de prêts ou l'activité de construction. L'*UBS Global Real Estate Bubble Index* mesure, à l'aide de tels indicateurs, le risque de bulle immobilière sur différents marchés.

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



Source: UBS

Attention aux «trappes à valeur»

Sandra Wiedmer et Thomas Veraguth

Le cycle immobilier mondial est bien avancé: les prix sont élevés, et les rendements initiaux faibles en conséquent. Depuis quatre ans, les prix des actions des sociétés immobilières cotées en bourse stagnent. Bien que celles-ci soient donc à présent relativement peu onéreuses, les perspectives de rendement restent mitigées.

Pour les actions immobilières, 2018 a été l'année la plus agitée depuis la crise financière. Les 250 actions immobilières les plus liquides ont fourni, jusqu'à fin décembre 2018, un rendement nettement inférieur à leur moyenne sur dix ans: -3% en monnaies locales contre environ 12%. Par rapport au marché mondial, elles ont toutefois surmonté leur sous-performance de presque deux ans, étant devenues plus attrayantes vis-à-vis des titres cycliques. Dans l'ensemble, les actions immobilières n'ont pas gagné en valeur depuis 2015; leur performance n'a été portée que par les distributions provenant de leur trésorerie disponible. Outre la volatilité à l'extrémité longue de la courbe des taux d'intérêt, cette anémie s'explique par différentes circonstances macroéconomiques, comme la remontée des taux de la Réserve fédérale américaine, le fléchissement de la conjoncture européenne et l'assèchement des liquidités dans les marchés en développement.

Les actions immobilières s'échangent à une décote substantielle

À l'heure actuelle, les actions immobilières sont relativement bon marché. Fin 2018, la décote par rapport à la valeur nette d'inventaire¹ des actions immobilières mondiales était de 16%, soit bien plus que leur moyenne de long terme (7%). La stagnation des cours reflète le manque de confiance des investisseurs dans la capacité des entreprises à générer une valeur durable. En même temps, les sociétés ont réduit leur endettement, et par là l'effet de levier. En outre, les in-

vestisseurs estiment les portefeuilles immobiliers surévalués, ce qui explique la décote appliquée aux actions immobilières négociées.

La valorisation élevée des portefeuilles immobiliers résulte d'un excédent de liquidités du côté de la demande, face à une offre réduite d'immeubles à la vente en fin de cycle. Par ailleurs, les faibles taux d'intérêt poussent le cours des obligations vers le haut, tout en comprimant les rendements. Le fort besoin d'investissements crée ainsi une situation d'urgence dans l'univers de placements classique, qui pousse à investir dans l'immobilier. Cela dope les prix de l'immobilier dans le monde entier, tout en poussant les rendements à des planchers historiques. L'écart de valorisation entre les prix des actions immobilières et les valeurs des immeubles physiques est un facteur qui explique les nombreuses privatisations de sociétés immobilières cotées et les rachats d'actions.

Les cours des actions peuvent continuer de baisser

Aussi, il faut se demander s'il est encore opportun d'investir dans les actions immobilières. Leur faible valorisation pourrait constituer un bon

¹ La valeur nette d'inventaire d'une société immobilière désigne la valeur de marché de son portefeuille d'immeubles, de laquelle on déduit ses engagements. La valeur nette d'inventaire est négociée sur le marché des actions, avec une surcote ou une décote (ou disagio).

point d'entrée pour un investisseur orienté vers la valeur («value investing»); il s'agirait alors d'investir dans des actions dont le cours est inférieur à la valeur qu'impliqueraient leurs données fondamentales.

Or si une entreprise reste sous-évaluée trop longtemps, les investisseurs risquent de se retrouver dans une «trappe à valeur», si le cours de l'action continue de baisser au lieu de se redresser comme on le prévoyait. Cela peut être causé par une érosion des gains ou des valeurs spécifique à l'entreprise ou au secteur, par exemple à cause d'un manque d'innovation, d'une augmentation des coûts, de la pression concurrentielle ou de mauvaises décisions managériales. Une valorisation attrayante à première vue peut alors se révéler exagérée.

On s'attend à une baisse des valeurs nettes d'inventaire

Certains signes laissent penser que les actions immobilières mondiales recèlent des «trappes à valeur». Le cycle immobilier mondial est bien avancé; la valorisation des immeubles au sein des portefeuilles est élevée. Au vu du resserrement très prochain de la politique monétaire et de la légère augmentation des taux d'intérêt, nous nous attendons à un recul du volume de transactions et de la liquidité financière. Avec la hausse des coûts d'opportunité et de financement, notamment les rendements sur le marché obligataire, les rendements exigés par les investisseurs sur leurs placements immobiliers augmentent également. Cela pourrait entraîner un déplacement des capitaux, de l'immobilier vers des placements plus lucratifs. Lors de la prochaine réévaluation des portefeuilles immobiliers, ceux-ci pourraient voir chuter leur valeur nette d'inventaire, ce qui réduirait la décote actuellement assez élevée sur les valeurs d'inventaire. La valorisation à première vue intéressante des actions immobilières le serait alors beaucoup moins. Pour désamorcer ces risques de «value trap», il faudrait une augmentation des loyers accélérée, justifiée par les fondamentaux. Les analystes estiment que celle-ci devrait être de 4 à 5% pour compenser la chute des valeurs comptables suite à une hausse du taux de capitalisation de 25 points de base.

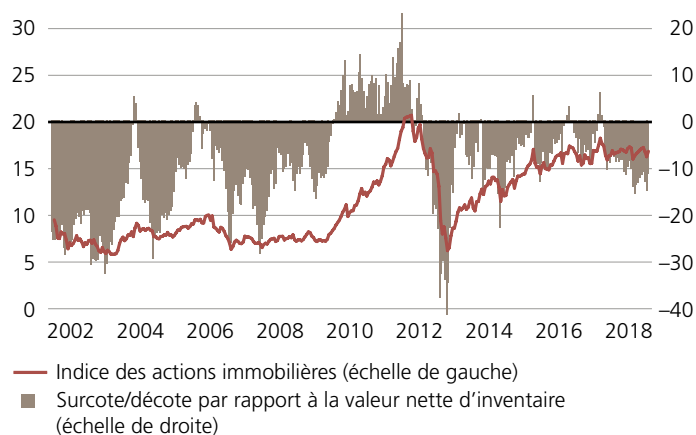
Être sélectif dans le «value investing»

Pour ces prochaines années, nous ne tablons pas sur une inflation des loyers. L'offre de surfaces devrait continuer de s'étendre et les taux de vacance (si la demande reste stable) augmenter peu à peu. Comme, depuis plusieurs trimestres, le marché immobilier s'est largement découplé de la croissance économique mondiale, celle-ci ne donne pas pour l'instant d'impulsions positives aux valeurs immobilières.

S'il est vrai que les décotes actuelles ouvrent des opportunités tactiques, les rendements devraient selon nous rester minimes. En fin de cycle, la prudence est de mise dans le «value investing». Nous préconisons les entreprises peu endettées, qui présentent des flux de trésorerie nets durables.

Aucun rendement sur les prix depuis début 2015

Indice des prix des actions immobilières mondiales*, en USD; surcote/décote par rapport à la valeur nette d'inventaire, en %



* 250 sociétés immobilières les plus liquides

Sources: Global Property Research, Bloomberg, UBS

Un univers de placement planétaire

Thomas Veraguth et Nena Winkler

L'immobilier de rapport constitue une catégorie de placement bien à part, qui se caractérise par des différences marquées entre les conditions de négoce des objets, les parts de financement externe et les réglementations nationales. Si l'on souhaite se constituer un portefeuille diversifié et représentatif du marché, il convient de tenir compte de nombreux facteurs.

Plus de trois quarts des immeubles de rapport – commerce de détail, bureaux, industrie ou logement – ne sont pas négociés sur les marchés publics. La taille du marché mondial ne peut donc qu'être estimée; on la situe autour de 60 000 milliards d'USD. Pour comparaison, le volume des marchés d'actions dans le monde s'élève à 80 000 milliards d'USD, celui des marchés obligataires à plus de 100 000 milliards d'USD. Le volume d'investissement dans les immeubles de rapport varie en fonction des sources et des critères retenus (capitalisation boursière, régions géographiques).¹

Les immeubles de rapport, qui représentent un total de 11 milliards d'USD (soit environ un cinquième des objets d'investissement immobiliers), sont gérés par des acteurs institutionnels. Cela comprend près de 5 milliards d'USD d'actifs «core» et «core+», c'est-à-dire des objets pleinement loués à des locataires de marque, situés dans des emplacements de premier ordre et présentant de très faibles risques de défaillances, détenus par des sociétés immobilières cotées en bourse.

Endettement («leverage») des placements immobiliers

La part des capitaux propres et externes varie selon les groupes d'investisseurs: les sociétés cotées sont, en moyenne, financées pour un tiers par des capitaux externes; les investisseurs privés ont recours à des prêts bancaires pour environ la moitié de leurs placements; chez les investisseurs institutionnels, l'endettement varie de presque zéro (pour les caisses de pension) à 70% pour les fonds «opportunistes». Ainsi, les

fournisseurs de capitaux externes – essentiellement des banques et des prêteurs obligataires – sont impliqués indirectement à hauteur de 26 000 milliards d'USD environ.

Les recettes locatives, moteur principal du rendement

Selon MSCI, l'immobilier direct a généré entre 2007 et 2017 un rendement global annualisé en USD de 5,4%, constitué de l'appréciation du capital (0,2%) et du rendement sur revenus (5,2%). Pour les sociétés immobilières cotées, la performance annualisée en USD sur la même période était de 4,4% (soit des gains de cours de 0,1% et un rendement sur dividendes de 4,3%). À partir d'une durée de détention de 15 à 20 mois, les rendements globaux de l'immobilier direct et de l'immobilier coté convergent; à partir d'environ cinq ans (après ajustement des différents taux de financement externes), ils sont à peu près équivalents.

En 2017, les immeubles de rapport dans le monde ont généré des recettes locatives nettes de 3 milliards d'USD, soit un rendement de 4,5%. D'après LaSalle Investment Management, en termes de valeur, 30% des immeubles de rapport se situent en Europe, environ 36% en Asie-Pacifique et près de 35% dans les Amériques. Pour ce qui est de l'immobilier coté, 44% sont négociés en Asie-Pacifique (dont près de la

¹ Le volume de placement est estimé par divers organismes comme l'INREV (fédération européenne des placements immobiliers non cotés; ANREV en Asie), la fédération des sociétés foncières cotées européennes (EPRA), et la NCREIF, fédération des sociétés foncières cotées aux États-Unis.

moitié en Chine), 40% dans les Amériques (la majorité aux États-Unis) et 14% en Europe.

Critères de décision pour constituer les portefeuilles

Les investisseurs institutionnels sont surtout impliqués dans les métropoles mondiales: 40% de leurs placements se concentrent dans les 30 plus grandes villes. Tokyo, Hong Kong, Londres, New York, Paris et Los Angeles sont les principaux marchés, totalisant environ 20% des montants investis. La liquidité élevée et la transparence de ces grands marchés permettent aux investisseurs institutionnels de diversifier efficacement leurs portefeuilles sans trop se disperser géographiquement.

La disponibilité réelle des différents marchés restreint toutefois l'univers de placements. Ainsi, la Chine est le deuxième marché au monde pour les immeubles de rapport, mais elle est nettement sous-pondérée dans les portefeuilles, en raison du manque de liquidité et des doutes quant au cadre juridique. Dans leurs décisions de placement, outre les critères de liquidité, de rendement, de volatilité, de coûts et de savoir-faire, les investisseurs tiennent compte de la transparence, de la disponibilité de l'information sur le marché ou encore du régime fiscal.

Diversifier son portefeuille grâce à l'immobilier

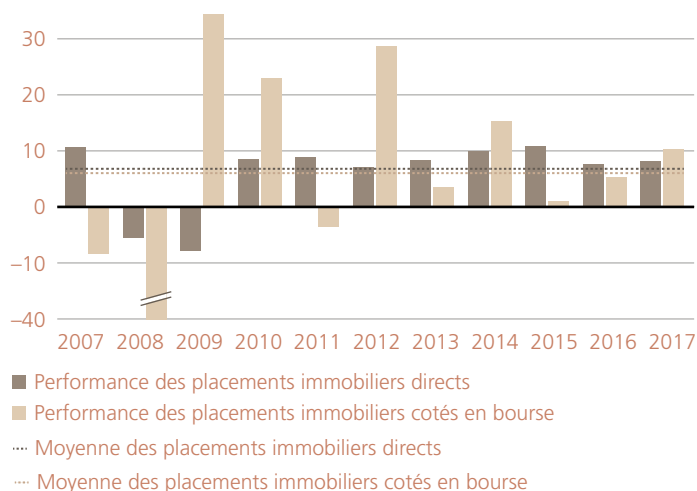
L'immobilier de rapport permet de diversifier davantage un portefeuille, tout en stimulant le rendement corrigé du risque. Les marchés d'immobilier direct sont influencés par des facteurs qui ne sont pas corrélés avec le marché global des actions. Il s'agit de données fondamentales du marché immobilier, comme l'offre et la demande locales, les conditions de financement ou encore le cadre juridique.

Les sociétés immobilières cotées en bourse sont plus liquides que les investissements directs, mais aussi plus volatiles. D'après UBS Asset Management, elles corrélaient temporairement avec les marchés d'actions (coefficient de corrélation 0,6) et les marchés obligataires (0,4). Les investissements directs diversifient mieux les portefeuilles, car ils présentent une corrélation moindre avec les marchés d'actions (0,4), et aucune avec les obligations. Les actions immobilières permettent de placer et retirer assez vite de gros montants, tandis que les fonds immobiliers permettent d'acquérir des parts d'immobilier direct et d'en déléguer la gestion. En revanche, constituer et revendre des parts d'un portefeuille immobilier direct nécessite plus de temps et de ressources. Il faut compter trois à six

mois pour la procédure de due diligence, les négociations et le déroulement de la transaction, mais aussi prendre en compte les coûts de transaction, les frais et les impôts éventuels.

Rendements des investissements immobiliers directs moins volatils

Rendements annualisés en USD, en %



Sources: MSCI, Bloomberg, UBS

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office («CIO») sont préparées et publiées par l'activité Global Wealth Management d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse ou ses entreprises associées («UBS»)).

Les opinions de placement ont été préparées conformément aux dispositions légales conçues pour favoriser **l'indépendance de la recherche financière**.

Informations générales sur la recherche financière et les risques:

Cette publication vous est adressée à **titre d'information uniquement** et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. L'analyse figurant ici ne constitue pas une recommandation personnelle ni ne prend en compte les objectifs de placement, les stratégies de placement, la situation financière et les besoins particuliers de chaque destinataire de ladite publication. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Elle repose sur de nombreuses hypothèses. 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 et opinions ainsi que les prévisions, estimations et prix du marché indiqués correspondent à la date du présent rapport et peuvent varier sans préavis. 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. Dans aucune circonstance, ce document ou toute information y figurant (y compris les prévisions, valeurs, indices ou autre montant calculé («Valeurs»)) ne peut être utilisé aux fins suivantes: (i) fins d'évaluation ou de comptabilisation; (ii) pour déterminer les montants dus ou payables, le prix ou la valeur d'un instrument financier ou d'un contrat financier; ou (iii) pour mesurer la performance d'un instrument financier, notamment aux fins de suivre le rendement ou la performance d'une Valeur, définir l'allocation d'actifs d'un portefeuille ou calculer les commissions de performance. Dès lors que vous avez reçu ce document et pris connaissance des informations qu'il renferme, il sera considéré que vous certifiez à UBS que vous n'utiliserez pas ce document, ou que vous ne vous appuyez pas sur lesdites informations, quelles qu'elles soient, pour aucune des fins susmentionnées. 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. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. 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. Sauf convention contraire dont il a été convenu par écrit, 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. Pour obtenir des informations sur la façon dont CIO 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.

Information importante relative à la stratégie d'investissement durable: l'intégration de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ou de considérations dictées par l'investissement durable peut entraver la capacité du gestionnaire de portefeuille de saisir certaines opportunités de placement qui seraient sinon conformes à son objectif de placement et à d'autres stratégies de placement traditionnelles. Les rendements d'un portefeuille composé essentiellement d'investissements répondant aux critères ESG ou d'investissements durables peuvent être inférieurs à ceux d'un portefeuille qui ne tient pas compte de ces facteurs. Etant donné que les critères de développement durable peuvent exclure certains investissements, les investisseurs pourraient ne pas pouvoir saisir les mêmes opportunités ou tendances de marché que les investisseurs qui n'appliquent pas ces critères. Les entreprises peuvent ne pas nécessairement satisfaire aux normes de performance élevées pour tous les aspects ESG ou toutes les questions liées aux investissements durables; en outre, il n'existe aucune garantie que les entreprises répondent aux attentes dans le domaine de la responsabilité d'entreprise, du développement durable et/ou de la performance en termes d'impact.

Distribué aux US Persons par UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, filiales d'UBS SA. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd et UBS Menkul Degerler AS sont des filiales d'UBS SA. UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico est une filiale de UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. assume la responsabilité du contenu d'un rapport préparé par une filiale non américaine lorsqu'elle distribue des documents aux US Persons. Toutes les transactions d'une US Person dans les titres cités dans le présent document doivent être réalisées par un courtier/négociant enregistré aux Etats-Unis et affilié à UBS et non par le biais d'une filiale non américaine. Le contenu du présent document n'a pas été et ne sera pas approuvé par une autorité pour les instruments financiers ou pour les placements aux Etats-Unis ou ailleurs. UBS Financial Services Inc. n'agit pas en qualité de conseiller municipal en faveur de sociétés municipales ou de personnes obligées au sens de la Section 15B du Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») et les opinions et les vues exprimées dans le présent document ne doivent pas être interprétées comme un conseil ni ne constituent un conseil, au sens de la Municipal Advisor Rule.

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 Europe Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE est agréée par, et placée sous, l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **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. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, avec établissement commercial sis Wächtergasse 1, A-1010 Vienne. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne (Finanzmarktaufsicht, FMA), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **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. **Brésil:** 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. **Chine:** le présent document a été préparé par UBS SA, sa filiale ou société affiliée offshore (collectivement «UBS Offshore»), une entité dont le siège est en dehors de Chine et qui n'est pas agréée, supervisée ou réglementée en Chine en vue de l'exercice d'activités bancaires ou sur titres ou de l'offre de conseils de placement sur titres en Chine. Le présent rapport ne doit pas être interprété comme une analyse concernant des titres spécifiques fournie par UBS Offshore. Le destinataire ne doit pas s'adresser aux analystes ou à UBS Offshore en vue d'un conseil en placement ni utiliser ce document ou les informations figurant dans le présent rapport pour prendre ses décisions de placement; UBS décline toute responsabilité à cet égard. **Danemark:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit danois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE, avec établissement commercial sis Sankt Annae Plads 13, 1250 Copenhague, Danemark, enregistré auprès de l'Agence danoise du commerce et des sociétés, sous le numéro 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'Autorité fédérale danoise de surveillance financière (DFSA) (Finanstilsynet), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. **Espagne:** la présente publication est distribuée à ses clients par UBS Europe SE, Sucursal en España, dont le siège social est sis Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, entité surveillée par Banco de España et la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constituée sous la forme d'une Societas Europaea autorisée et réglementée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 132 974 556 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». **Israël:** UBS Switzerland AG 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 Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 – 20121 Milan, la filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» en vue de la fourniture de services financiers et surveillée par la «Consob». **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. Si des services sont fournis en dehors de Jersey, ils ne seront pas couverts par le régime de réglementation de Jersey. UBS AG, Jersey Branch est une filiale d'UBS SA, une société à responsabilité limitée par actions, constituée en Suisse dont les sièges sociaux sont sis Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Bâle et Bahnhofstrasse 45, CH 8001 Zurich. UBS AG, l'établissement principal de Jersey Branch est situé 1, IFC Jersey, Saint-Hélier, Jersey, JE2 3BX. **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 Europe SE, Luxembourg Branch, avec établissement commercial sis 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité de surveillance fédérale allemande des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi qu'à l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF»), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Mexique:** le présent document a été distribué par UBS Asesoros 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 Asesoros México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **République tchèque:** UBS n'est pas une banque autorisée dans la République tchèque et, de ce fait, n'est pas autorisée, à fournir des services de placement ou bancaire réglementés dans la République tchèque. Ce document est distribué à des fins de marketing. **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». **Suède:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit suédois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Sweden Bankfilial avec établissement commercial sis Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Suède, enregistrée auprès du Swedish Companies Registration Office sous le numéro d'enregistrement 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document a été soumis pour approbation. **Taiwan:** cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taiwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects. **Thaïlande:** Ce document vous a été fourni en réponse à une demande que vous ou des personnes habilitées à agir en votre nom avez faite à UBS. Si vous avez reçu le document par erreur, UBS vous prie de bien vouloir supprimer l'e-mail et de l'en informer immédiatement. Il se peut que le document n'ait pas été examiné, approuvé, désapprouvé ou validé par une autorité financière ou réglementaire de votre juridiction. Les investissements concernés seront soumis à des restrictions et obligations en matière de transfert, comme indiqué dans le document; en recevant ledit document, vous vous engagez à respecter pleinement ces restrictions et obligations. Nous vous conseillons d'étudier attentivement votre objectif d'investissement, votre propension au risque et votre situation personnelle au regard du risque de l'investissement et de vous assurer que vous comprenez et faites preuve de diligence et de jugement dans l'examen de ces différents éléments. Nous vous recommandons de consulter des professionnels indépendants en cas de doute.

Version 01/2019. CIO82652744

© UBS 2019. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

Allreal 1, 2, 3. Flughafen Zürich 1. Intershop 1. Investis 1. Mobimo 1, 2, 3. PSP Swiss Property 1, 2, 3, 4, 5. Swiss Prime Site 1, 2, 3, 5, 6. Zug Estates 1.

1. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour les services d'investment banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois.
2. Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont été rémunérées par cette société/entité ou l'une de ses sociétés affiliées pour des services d'investment banking.
3. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans le cadre de la souscription ou du placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des douze derniers mois.
4. Un employé d'UBS SA est un dirigeant, un administrateur ou un membre du comité consultatif de cette société.
5. UBS Fund Management (Switzerland) AG est le propriétaire véritable de plus de 5% du montant total du capital-actions émis de cette société.
6. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales détenaient 1% ou plus d'une catégorie des actions ordinaires de cette société à la fin du mois dernier (ou du mois précédent si ce rapport date de moins de dix jours à compter de la fin du mois le plus récent).

Au 4 janvier 2019



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

Aperçu et prévisions

Sauf mention contraire, toutes les données correspondent à des changements en % par rapport à l'année précédente

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ¹	2019 ²	10 ans ³
Moteurs	Conjoncture et revenus								
	Produit intérieur brut réel	1,0	1,9	2,5	1,3	1,6	1,7	2,6	1,5
	Produit intérieur brut réel par habitant	-0,1	0,6	1,3	0,2	0,5	0,9	1,8	0,7
	Salaires, valeur réelle	1,5	0,9	0,9	1,5	1,1	-0,1	-0,3	0,0
	Inflation et intérêts								
	Inflation annuelle moyenne	-0,7	-0,2	-0,1	-1,1	-0,4	0,5	0,9	1,0
	Libor à 3 mois en CHF ⁴	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5
	Rendem. des obligat. (10 ans) de la Conféd. ⁴	0,6	1,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,4
	Population et emploi								
Habitation	Effectif de la population	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	0,8	0,8
	Taux de chômage	2,9	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2	2,6	2,5
	Emploi, en équivalents temps plein	1,9	1,3	0,9	0,8	0,1	0,6	1,9	1,0
	Logements en propriété								
	Prix de l'offre pour logements en propriété	5,1	3,4	2,2	1,5	1,0	0,2	-1,5	-0,5
	Prix de l'offre pour maisons individuelles	3,7	4,7	1,3	2,3	1,3	2,4	1,5	1,0
	Croissance des crédits hypothécaires aux ménages	5,1	5,1	3,5	3,4	2,8	2,6	2,6	2,5
	Logements locatifs								
	Loyers de l'offre	3,1	2,9	2,2	1,0	-1,3	-1,0	-2,0	-2,5
Commercial	Loyers de l'offre pour les nouvelles constructions	1,2	1,3	5,8	-1,5	-3,4	-3,3	-2,0	-1,5
	Indice des prix des loyers existants	0,6	0,4	1,2	0,9	0,2	1,2	0,7	0,5
	Taux hypothécaire de référence ⁴	2,3	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5
	Rendement cash flow net ⁵	4,3	4,1	4,2	4,0	3,9	3,5	3,5	3,5
	Rendement du capital ⁵	3,0	2,8	1,9	4,3	4,3	3,1	2,0	1,0
	Rendement total ⁵	7,4	7,1	6,2	8,4	8,3	6,7	5,5	4,5
	Vacance et construction de logement								
	Taux de logements vacants	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7
	Permis de constr. par rap. au stock de logements	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
Bourse	Surfaces de bureaux								
	Loyers de l'offre	4,9	5,4	0,2	3,0	1,2	-1,0	-2,0	-2,0
	Quote-part de l'offre	6,5	6,3	6,6	6,9	6,6	6,7	6,8	6,5
	Rendement cash flow net ⁵	4,4	4,3	4,4	4,2	3,9	4,0	4,0	4,0
	Rendement du capital ⁵	1,9	0,8	0,0	0,8	1,0	2,0	1,5	1,5
	Rendement total ⁵	6,4	5,1	4,4	5,0	4,9	6,0	5,5	5,5
	Surfaces commerciales								
	Loyers de l'offre	6,3	1,5	-3,3	-1,1	-3,2	0,3	-0,5	-2,0
	Rendement cash flow net ⁵	4,3	4,2	4,2	4,1	3,6	3,8	4,0	4,0
	Rendement du capital ⁵	2,7	2,3	1,1	1,2	1,1	0,7	0,5	0,0
	Rendement total ⁵	7,1	6,5	5,3	5,3	4,8	4,5	4,5	4,0
	Actions immobilières								
	Rendement total	12,3	-6,9	13,6	9,6	11,7	10,1	-2,1	—
	Volumes journaliers moy. en bourse (mio. de CHF)	24,4	21,9	20,5	30,1	27,2	29,0	32,2	—
	Primes estimées ⁶	17,2	8,2	5,6	12,5	17,7	25,3	22,7	—
	Volatilité	8,9	10,1	8,0	12,9	11,8	8,7	8,7	—
	Fonds immobiliers								
	Rendement total	6,3	-2,8	15,0	4,2	6,8	6,6	-5,3	—
	Volumes journaliers moy. en bourse (mio. de CHF)	19,9	20,8	19,3	25,4	22,6	27,9	25,5	—
	Agios estimés ⁶	25,5	17,5	19,2	28,9	27,2	27,5	22,0	—
	Volatilité	6,6	8,4	7,6	12,1	9,2	8,8	8,9	—
	Benchmark								
	Rendem. total fondations de placem. immobiliers	6,5	5,7	5,1	5,8	5,8	5,4	4,0	—
	Rendement total Swiss Performance Index	17,7	24,6	13,0	2,7	-1,4	19,9	-8,6	—
	Volatilité Swiss Performance Index	11,5	12,8	10,6	18,4	15,5	8,8	12,7	—
	Rendement total Swiss Bond Index («AAA»)	2,2	-3,3	8,5	2,4	1,6	-0,1	0,3	—

¹ Prévisions UBS

² Extrapolations/prévisions UBS (situation au 8 janvier 2019)

³ Moyenne 2009–2018

⁴ Fin de l'année

⁵ Investissement direct dans des immeubles existants

⁶ 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, MSCI, Docu Media, Bloomberg, UBS

