

Real Estate Focus

2020



Editorial

Chère lectrice, cher lecteur,

Nous sommes à Londres, en 1894. Plus de 50 000 chevaux tirent des fiacres et transportent des marchandises à travers la ville. Chaque jour, 1,25 million de livres de crottin tombent sur la chaussée. Face à cet état de fait, le *Times* sonne l'alarme, prédisant que dans 50 ans, chaque rue de Londres sera ensevelie sous trois mètres de fumier de cheval. Heureusement, l'histoire a démenti la prédiction du vénérable journal.

La tendance très répandue à surestimer l'importance du passé récent dans les analyses prospectives a déjà fait l'objet de maintes études scientifiques. Les sciences sociales parlent de «biais de récence», la psychologie d'«heuristique de disponibilité»: les informations les plus récentes sont toujours considérées comme les plus pertinentes pour évaluer une situation, car on s'en souvient plus facilement.

L'extrapolation des tendances peut donc mener à des aberrations. Pourtant, les investisseurs continuent de se fier à d'apparentes tendances éternelles – notamment en matière d'immobilier, car face à la pénurie actuelle de rendement, ils espèrent obtenir une surperformance par rapport aux segments immobiliers classiques, désormais surévalués. Or, ils oublient souvent que les tendances peuvent se retourner brutalement, et que tout supplément de rendement va généralement de pair avec un surcroît de risque.

Dans cette édition de notre *UBS Real Estate Focus* annuel, nous montrons qu'avec le temps, l'exploitation des tendances devient un outil de masse à faible valeur ajoutée, qui encourage des investissements aboutissant tôt ou tard à des surcapacités.

Bonne lecture!



Claudio Saputelli
Responsable Global Real
Estate



Daniel Kalt
Economiste en chef Suisse

Table des matières

6 Tendances

12 Logement

UBS Real Estate Focus 2020

Ce rapport a été préparé par UBS Switzerland AG. Veuillez tenir compte des informations juridiques importantes à la fin de la publication. 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.

Edition

UBS Switzerland AG
Chief Investment Office GWM
Case postale, CH-8098 Zurich

Rédactrice en chef

Katharina Hofer

Clôture de la rédaction

14 janvier 2020

Traduction et correction

24translate GmbH, Saint-Gall

Mise en page

Margrit Opplinger
Werner Kuonen

Photo en couverture

Ricola Kräuterzentrum, Laufen,
Keystone/Christian Beutler

Impression

Galledia Print AG, Flawil, Suisse

Langues

Allemand, anglais, français
et italien

Contact

ubs-cio-wm@ubs.com

Commande ou abonnement

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

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

n° SAP 83518F-2001



- 6 Principes de base
Pure spéculation
- 8 Tendances immobilières
Tendances en vogue
- 10 Investir à long terme
Tendances sans
rendement supérieur

- 12 Logements en propriété
Une rareté illusoire
- 16 Immobilier de luxe
Prix élevés ou franc fort?
- 18 Résidences secondaires
Le rationnel en second
- 20 Hypothèques à taux fixe
Le bon moment
- 22 Valeur locative
De fausses incitations dues aux
exceptions

24

Rendement



24 Immeubles locatifs
Centres urbains:
construction dynamique

28 Surfaces commerciales
Trop nombreuses, trop chères

30 Surfaces de bureaux
Emplacements centraux
plus risqués

32

Bourse



32 Fonds immobiliers
L'attrait s'effrite

35 Actions et
obligations immobilières
Priorité aux compétences fonda-
mentales

38

Monde



38 UBS Global Real Estate
Bubble Index
La correction est en cours

41 Immobilier direct mondial
Pas de gagnant net

43 Contrôle des loyers
Berlin, entre marché et politique

Consultez notre
site internet



Pure spéculation

Katharina Hofer

Dans l'usage courant actuel, on emploie souvent le terme de tendance pour un phénomène de mode éphémère. Or il s'agit bien plus d'une évolution à long terme. Car il est difficile de prévoir une tendance et elle n'est identifiable que lorsqu'elle existe depuis un certain temps.

Le conseil «Limiter les pertes, laisser courir les gains» accompagne les investisseurs depuis le début du 19^e siècle, lorsque le célèbre économiste britannique David Ricardo a révélé sa stratégie de placement (à l'époque particulièrement réussie pour lui-même). La première partie «Limiter les pertes» suggère de vendre le plus rapidement possible les titres enregistrant une baisse. La deuxième partie «Laisser courir les gains» recommande de garder son calme et de ne pas se séparer trop rapidement du titre rentable en cas de mouvement à la hausse du cours de l'action. En d'autres termes: il convient de suivre la tendance positive.

La tendance dans les statistiques et dans la société

Et le temps a passé jusqu'à ce que le terme tendance devienne usuel dans le langage courant. Il a tout d'abord été employé par les analystes de séries chronologiques pour désigner l'évolution d'une grandeur de mesure dans la même direction sur une longue période. Par exemple dans l'analyse technique moderne des cours des actions, établie à la fin du 19^e siècle par Charles Dow, l'analyse des tendances joue un rôle central. Aujourd'hui encore, on parle de croissance tendancielle par exemple en relation avec le développement économique.

L'heure de gloire de la tendance, telle qu'elle est utilisée le plus souvent de nos jours, a cependant débuté dans les années 1980 avec le best-seller «Megatrends» de John Naisbitt. Il y décrivait dix tendances ou justement des tendances qui devraient marquer la vie à l'avenir. La tendance s'est ainsi établie parallèlement au terme mathématique, comme un terme social qui décrit la direction d'une évolution future.

La recherche prospective fondée est rare

L'être humain a toujours été fasciné par ce que l'avenir lui réservait. Les grecs anciens ont consulté l'oracle de Delphes, au Moyen Âge les voyants ont fait des prophéties et les devins ont interprété les constellations d'étoiles pour prédire l'issue de batailles ou le rendement de la récolte. À l'heure actuelle, les demandeurs et clients les plus fréquents d'études prospectives sont des entreprises et des institutions publiques qui en attendent des indications pour des décisions stratégiques à long terme.

Des instituts spécialisés esquissent divers scénarios d'avenir, par exemple en y intégrant des analyses statistiques ou des entretiens d'experts que l'on désigne par méthode de Delphes. Les niches doivent être déterminées de manière anticipée et leur potentiel en vue de développements futurs plus profonds doit être identifié. Mais les futurologues s'attirent souvent des critiques quant à la (non-)scientificité de leurs méthodes.

Seuls les perdants sont identifiés

Une prévision des tendances à long terme et de leurs conséquences pour l'économie est généralement mise à mal. Les tendances ne sont souvent reconnues comme telles que lorsqu'elles ont déjà pris de l'ampleur. Lorsque dans le cadre de la numérisation dans les années 90 est apparue la tendance du stockage et de l'écoute de vidéos de plus en plus longues, on ne pouvait pas encore prévoir le format qui allait s'imposer entre le CD multimédia et le Super Density CD. C'est finalement un format uniforme bien connu, celui du DVD, qui l'a emporté. Le format suivant, le disque Blu-Ray, a certes pu prendre des parts de marché, mais malgré sa supériorité



Stadtmuseum Rapperswil-Jona; Keystone/Christian Beutler

technique évidente, le format n'a jamais réussi à s'imposer totalement. Les perdants d'une nouvelle tendance sont souvent bien plus facilement et rapidement repérables que les gagnants: le chiffre d'affaires de la cassette vidéo s'est par exemple effondré après l'introduction du DVD.

Les mégatendances sont elles aussi incertaines

Les tendances se distinguent par leur durée et leur profondeur d'action. Mais la littérature ne connaît pas de classification uniforme. La mégatendance est présente dans toutes les définitions. Elle perdure de nombreuses années ou même décennies et se rencontre dans tous les domaines de la vie, sociaux, économiques et politiques, ainsi que dans de nombreuses régions du monde. Les mégatendances actuelles, qui restent pertinentes également dans un avenir proche, sont par exemple le vieillissement démographique continu, la numérisation, la mondialisation, l'individualisation ainsi que l'urbanisation. Toutes ces mégatendances ont en commun qu'elles nous accompagnent déjà depuis longtemps.

En attendant, la constitution des mégatendances de demain est rarement couronnée de succès. Les futurologues peuvent uniquement identifier ce qui existe au moins déjà dans les grandes lignes. De nombreux porteurs d'espoir se révèlent souvent être des tendances éphémères ou des effets de mode. Comme David Ricardo l'a compris depuis longtemps, il faut donc uniquement prendre le train déjà en marche. Néanmoins, cette stratégie ne garantit pas non plus d'atteindre l'objectif visé.

Tendances en vogue

Matthias Holzhey

En période de pénurie de placements et de crise des rendements, les investisseurs suivent de plus en plus les tendances. Dans les centres urbains justement, les investissements de niche basés sur des tendances séduisent par leurs rendements supérieurs. Mais les risques sont plus importants que sur le marché global.

Actuellement en fin de cycle, le marché général n'offre que peu de perspectives pour les investissements directs. Le rendement négatif des placements sûrs a redirigé, de manière disproportionnée, beaucoup de capitaux vers le marché immobilier, si bien que les rendements réalisables ont fortement baissé ces dernières années. C'est ainsi que les investissements de niche se voient accorder à l'heure actuelle une attention toute particulière car ils offrent des rendements supérieurs. Toutefois, en raison de la taille plus faible du marché et d'une liquidité inférieure du marché, ceux-ci s'accompagnent d'un risque supérieur à celui des investissements dans les immeubles d'habitation, de bureaux ou commerciaux classiques. En outre, les investissements de niche exigent un grand savoir-faire.

Les investisseurs apprécient tout particulièrement les niches qui découlent des mégatendances globales que sont le vieillissement, la numérisation, l'individualisation, la mondialisation et l'urbanisation. Ils exploitent le fait qu'à l'avenir la population sera de plus en plus nombreuse et âgée à vivre dans des unités de logement plus petites en ville, que les formes de location flexibles seront de plus en plus prisées et que l'accès «au dernier kilomètre» pour le client gagnera en importance. Les immeubles qui sont conçus de manière ciblée pour de tels segments de demande en forte augmentation permettent aux investisseurs d'espérer une croissance des revenus à long terme.

Sept tendances immobilières importantes sur lesquelles se concentrent les investisseurs directs

Micro-appartements

Facteurs: individualisation, urbanisation

Le ménage composé d'une personne est devenu avec une part supérieure à un tiers la forme de ménage la plus fréquente en Suisse actuellement. Les personnes qui vivent seules ont une préférence pour la vie en centres-villes. Mais les loyers élevés nécessitent de limiter les besoins en surface. La demande en micro-appartements réduits à une taille minimale, tout en offrant un aménagement complet, devrait par conséquent croître. En ce qui concerne les coûts, les dépenses supplémentaires pour un nombre total supérieur de salles d'eau, de cuisines et de conduites devraient néanmoins alourdir le budget. En outre, la part de ménages composés d'une personne stagne depuis une vingtaine d'années.

Résidences d'étudiants

Facteurs: mondialisation, individualisation

Le nombre d'étudiants internationaux en forte augmentation est le groupe cible des appartements pour étudiants. Les emplacements les plus attractifs sont les villes universitaires présentant une pénurie de logements, où les étudiants sont disposés à payer en conséquence. La location est cependant onéreuse, la demande est saisonnière et les prestataires d'utilité publique exercent une pression à la baisse sur les loyers. Outre la bonne situation, un facteur de réussite pour un investissement est la combinaison avec des appartements business et éventuellement une location courte durée comme appartements de tourisme.

Résidences pour personnes âgées

Facteurs: vieillissement, individualisation

Le besoin croissant de soins avec l'âge ajouté à l'évolution démographique impliquent presque nécessairement une forte augmentation de la demande en résidences pour personnes âgées. Cependant, un marché fragmenté, et caractérisé par des organisations n'ayant pas pour objectif de générer des profits, rend la réalisation d'un investissement rentable plus difficile. En outre, les coûts des soins devraient connaître une forte augmentation à long terme, si bien que la pression des coûts du secteur public va augmenter. Les possibilités d'investissement attractives se limitent au segment de prix supérieur à financement privé.

Location de tourisme de courte durée

Facteurs: numérisation, mondialisation, individualisation

L'utilisation d'appartements comme prestation hôtelière permet de générer dans les villes touristiques assorties d'un marché de la location fortement réglementé des revenus locatifs parfois significativement plus élevés qu'avec une location conventionnelle. Mais les barrières d'accès au marché sont basses et le risque d'interventions de l'Etat augmente; le détournement de la destination initiale du logement est de plus en plus limité à quelques mois par an.

Coworking

Facteurs: numérisation, individualisation, urbanisation

Le nombre de surfaces de coworking connaît une croissance rapide. Dans un monde du travail flexible avec un nombre croissant de petites entreprises numériques et d'indépendants, la demande en bureaux présentant une souplesse en termes de location augmente. La demande est cependant soumise à de fortes fluctuations conjoncturelles et il n'existe guère de barrières d'accès au marché ce qui remet en question un rendement supplémentaire à long terme.

Self-stockage

Facteurs: mondialisation, individualisation, urbanisation

La demande en box de stockage sécurisés de différentes tailles augmente avec le degré d'urbanisation. Les petits appartements en ville disposent typiquement de peu d'espace de stockage. Des espaces de stockage temporaire sont également demandés en cas de séjour à l'étranger ou de partage de succession. La disposition à payer de la clientèle est néanmoins limitée, si bien que la rentabilité de l'investissement dépend de la faiblesse des coûts de terrain et d'exploitation.

Surfaces logistiques

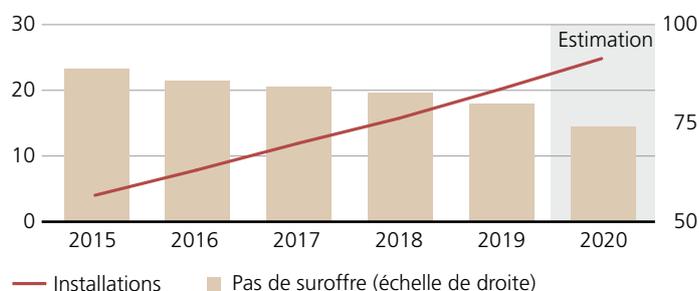
Facteurs: numérisation, mondialisation

Le commerce en ligne augmente de 10% par an et les clients attendent des livraisons de plus en plus rapides soit à domicile soit dans un point de retrait. Ceci entraîne la hausse de la demande en centres de tri et en entrepôts de grande taille à proximité des agglomérations. Mais l'attractivité de certains sites peut se détériorer rapidement en raison d'une congestion accrue. En outre, les investisseurs en surfaces logistiques doivent tenir compte de contaminations et résidus (cachés) et d'un besoin important en investissement.

Investissements de niche risqués car...

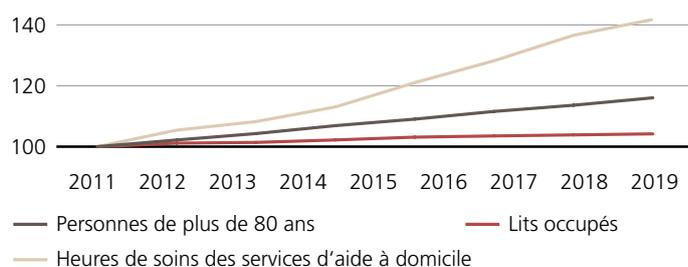
...la croissance de l'offre est forte

Nombre d'installations de coworking dans le monde, en milliers et part d'exploitants ne constatant pas de suroffre sur le marché local, en %



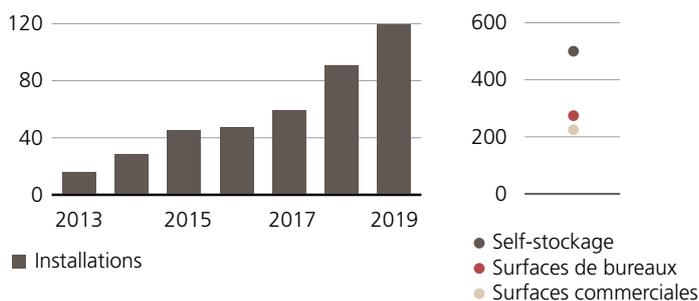
...la demande est à la traîne par rapport aux attentes

Développement du nombre des plus de 80 ans en Suisse, du nombre d'heures de soins fournies par les services d'aide et de soins à domicile et du nombre de lits occupés dans les EMS, indice 2011 = 100



...les recettes sont (encore) trop élevées

Nombre d'installations de self-stockage en Suisse (graphique de gauche) et loyers annuels de surfaces commerciales, selon le type d'utilisation en CHF/m² (graphique de droite)



Sources: BFS, Deskmag, Fedessa, MyBox, placeB, Wüest Partner, UBS

Tendances sans rendement supérieur

Katharina Hofer et Matthias Holzhey

Les tendances sur le marché immobilier ne doivent pas toutes être considérées comme une invitation à investir. Même si de meilleurs rendements sont obtenus, ceux-ci sont limités dans le temps. Dans le cas des niches, la performance des placements dépend en outre fortement du cycle immobilier en question.

Il est tentant d'utiliser des mégatendances pour s'orienter en matière d'investissement immobilier. L'attente d'une demande durable ou enregistrant une hausse supérieure à la moyenne donne un sentiment de sécurité. Or, les tendances immobilières découlant de mégatendances et les stratégies d'investissement consécutives n'offrent que rarement un rendement supplémentaire à long terme.

Premièrement, les tendances, notamment celles à longue durée d'action, peuvent se transformer au bout d'un moment en état normal, faisant ainsi disparaître la marge supplémentaire. Deuxièmement, les tendances déclenchent souvent des contre-tendances qui annulent (en partie) à nouveau les évolutions ou elles s'avèrent être des effets de mode et disparaissent plus vite qu'elles ne sont apparues. Troisièmement, de nombreuses tendances immobilières ne concernent qu'une petite partie du marché global. Si l'investissement est trop important, cette prétendue forte demande se transforme rapidement en offre excédentaire.

Le neuf ne reste pas neuf

La difficulté de gagner de l'argent avec des investissements dans des tendances immobilières se voit par exemple au niveau de la durabilité. Au début des années 1970 déjà, dans le tourbillon du choc pétrolier, une plus grande conscience environnementale donnait lieu à de nombreux progrès technologiques qui ont également réduit la consommation énergétique des immeubles. Les doubles et triples vitrages isolaient mieux et la pompe thermique a évincé la chaudière à mazout de la première place des sources énergétiques les plus fréquentes dans

les nouvelles constructions. Cependant, pour un immeuble certifié Minergie par exemple, la disposition à payer supplémentaire des locataires ou des acheteurs couvre à peine les coûts de construction plus élevés.

En outre, l'immeuble tendance risque de se transformer en invendu. Lors du développement nouveau de projets immobiliers, l'investisseur n'a pas d'autre choix que de suivre le dernier cri architectural, qu'il s'agisse de maisons en terrasse comme dans les années 50 ou des structures cubiques du début des années 2000. Mais il convient de renoncer à des expérimentations artistiques trop poussées. Car une maison en béton très personnelle de 1960 ne trouve que difficilement acheteur au prix souhaité lors d'une vente ayant lieu trente ans plus tard.

De l'exode rural à la réurbanisation en passant par le «vivre à la campagne»

La tendance d'après-guerre, sans doute la plus importante pour le marché immobilier suisse, a été l'immigration. Celle-ci a mené – en plus de la génération des baby-boomers – à un doublement du nombre d'habitants en Suisse, depuis 1945. Au point culminant de la vague d'immigration en 1961, environ 100 000 personnes avaient besoin d'un nouveau domicile en l'espace d'un an. Les villes en particulier ont été exposées à l'époque à une très forte tendance à l'urbanisation.

Et pourtant, celui qui croyait que les investissements dans les immeubles en ville étaient par conséquent une affaire sûre faisait erreur. Certes les prix des terrains ont effectivement augmenté de manière significative, mais ils ont en même temps rendu la propriété du logement moins

abordable. Avec l'émergence de l'automobile, la demande des années 60 s'est déplacée vers l'agglomération nettement plus économique. La population urbaine des villes de Bâle et de Berne ne s'est toujours pas totalement remise de cette contre-tendance. À Zurich en revanche, la population s'approche à nouveau de son ancien record.

Le succès des investissements de niche lié au cycle immobilier

C'est justement pour les investissements dans des segments de niche, tels que les immeubles de luxe ou les résidences pour personnes âgées, que la composante «cycle immobilier» est plus importante pour le succès de l'investissement que la composante «tendance». Les immeubles de luxe de New York, par exemple, ont longtemps été considérés comme des placements de valeur sûrs grâce au charme d'une «Ville superstar» et du nombre total de ménages aisés en augmentation constante. Mais des marges élevées ont attiré de nombreux concepteurs dans le marché et – grâce aux gratte-ciel – la créativité pour les nouvelles constructions de luxe ne connaissait presque plus de limites.

On construisait beaucoup, mais la demande ne suivait pas. Selon StreetEasy, un appartement sur quatre construit dans le segment du luxe à

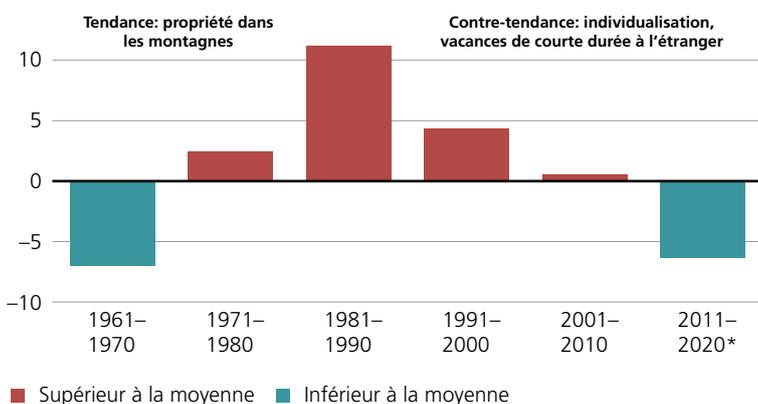
New York depuis 2013 est vide. Les résidences pour personnes âgées ont elles aussi connu un sort semblable aux États-Unis. Il y a 20 ans déjà, les investissements dans les résidences pour personnes âgées ont augmenté de manière spectaculaire suite à l'engouement important déclenché par le vieillissement démographique attendu. Suite à cela, entre 1998 et 2002, la croissance de l'offre a largement dépassé la demande, de près de 8% par an, si bien que de nombreux prestataires ont dû déposer le bilan.

La normalisation est inévitable

Une confiance aveugle dans les tendances n'est pas la clé du succès. Celui qui participe suffisamment tôt à une nouvelle tendance immobilière a cependant de bonnes chances de réaliser un rendement supplémentaire par son investissement. Mais l'investisseur ne peut surfer sur la vague du succès que pour un temps limité. Plus les capitaux injectés dans le marché sont importants, plus le marché devient concurrentiel et plus vite les rendements se normalisent. En outre, plus une tendance est durable et globale, plus il est difficile de réaliser un rendement supplémentaire. C'est justement dans le cas d'investissements de niche qu'il est finalement crucial d'arriver à sauter en temps opportun du train en marche, avant que la tendance ne s'essouffle, voire ne devienne une opération à perte.

L'augmentation de valeur engloutie par la contre-tendance

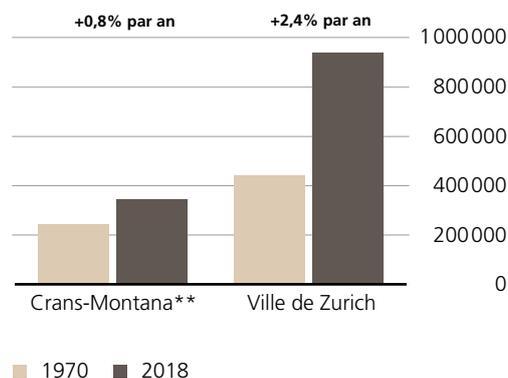
Activité de construction estimée dans les communes touristiques par rapport à la moyenne suisse selon la période de construction, différence en points de pourcentage



*2019 et 2020 sont indicatifs

Sources: OFS, NZZ, UBS

Prix d'un deux pièces (rapporté aux prix 2019), en francs et variation annuelle moyenne des prix, en %; prix indicatif à partir de différents prix d'offres



**Le Bas-Valais a enregistré la plus forte hausse de construction de résidences secondaires parmi toutes les destinations touristiques

Une rareté illusoire

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

La baisse des coûts hypothécaires augmente la capacité à payer pour les logements situés dans les centres. Du point de vue des investisseurs, la vente de propriétés par étages devient de plus en plus attrayante par rapport à la location. Aussi, l'offre de biens à l'achat devrait remonter à moyen terme.

L'an dernier, les prix à l'achat des logements en Suisse ont augmenté d'environ 2% en moyenne, selon tous les indices de prix nationaux. Il s'agit du taux de croissance annuel le plus élevé depuis le resserrement, en 2014, des exigences en matière de fonds propres régissant les prêts immobiliers. Si, initialement, la hausse concernait surtout les maisons unifamiliales, les appartements ont connu l'année dernière une appréciation à peu près égale.

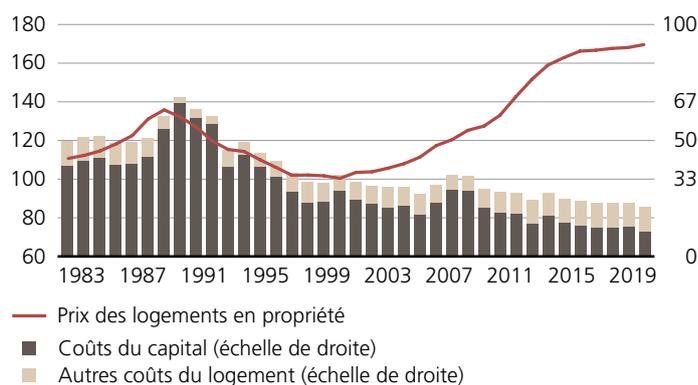
Cette hausse des logements en propriété n'a épargné aucune région du pays. Près des trois quarts de la population nationale vivent dans des communes touchées par la hausse des prix. Ceux-ci ont augmenté le plus fortement dans les régions urbaines à l'économie dynamique, par exemple le long du lac Léman et dans les agglomérations de Zurich et de Bâle où, selon Wüest Partner, les prix à l'achat ont parfois grimpé de plus de 4% sur l'année.

Les centres urbains, grands gagnants des taux d'intérêt faibles

Cette évolution est essentiellement due au niveau des taux d'intérêt hypothécaires, tombés à un nouveau plancher historique en 2019. Cela a (encore) abaissé les coûts de financement pour les propriétaires et donc l'avantage de coût global par rapport à la location. Avec les prix d'achat, loyers et intérêts actuels, les charges courantes annuelles des nouveaux propriétaires sont inférieures d'environ 15% à celles des locataires, pour un objet équivalent. L'écart entre les deux segments peut encore se creuser si les taux d'intérêt continuent de diminuer. Avec des taux d'intérêt nuls sur les hypothèques, par exemple, l'avantage de coût de la propriété par rapport à la location peut atteindre 40%.

Le logement moins cher malgré la hausse des prix

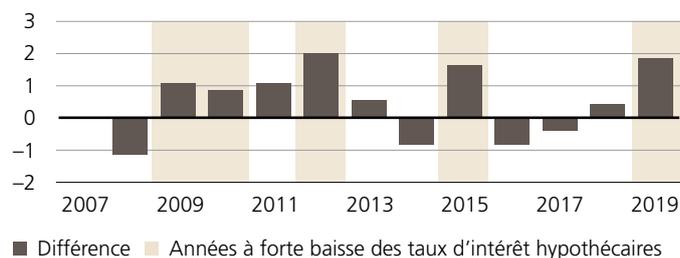
Prix réels des logements en propriété, indice 2000 = 100 et part des coûts du logement au revenu total brut des ménages avec taux de mise en gage de 80%, en %



Sources: FPRE, CIFI, SECO, BNS, Wüest Partner, UBS

Les taux d'intérêt hypothécaires font augmenter les prix des centres urbains

Différence des taux de variation annuels des prix de l'offre entre centres urbains (moyenne des 20 communes les plus peuplées) et moyenne de toutes les communes, en points de pourcentage; intérêts hypothécaires pour la souscription de nouveaux contrats de crédit (hypothèques à taux fixe sur 5 à 10 ans)



Sources: BNS, Wüest Partner, UBS



Château de Prilly, Keystone / Gaetan Bally

Dans les emplacements les plus courus, les coûts de capital (frais hypothécaires et coût d'opportunité des fonds propres) représentent actuellement près de la moitié des charges courantes d'un logement en propriété. En périphérie, cette proportion est d'un tiers à peine, soit bien moins importante que l'entretien, l'amortissement et les taxes. Les logements dans les zones centrales sont donc devenus plus attractifs en 2019 que ceux situés en périphérie. Cependant, l'achat d'un logement nécessite un apport personnel et des revenus suffisants, ce qui, au vu du niveau élevé des prix, rend peu probables de nouvelles hausses de prix, surtout dans les centres.

Le capital de prévoyance facilite l'achat

Le prix d'un logement moyen dans les centres urbains de Suisse alémanique a augmenté d'environ 20% depuis 2012. Or, le niveau des salaires dans le secteur des services a crû deux fois moins vite que les prix de l'immobilier. Avec une application rigide des consignes de capacité financière, ces hausses de prix n'auraient guère été possibles. Or, des dérogations à la réglementation sont autorisées et même courantes: d'après les statistiques de la Banque nationale suisse, en supposant un taux d'intérêt indicatif de 5%, les charges courantes dépassent un tiers du revenu des ménages pour plus de la moitié des nouveaux prêts hypothécaires, contre 40% en 2012.

Cela dit, la proportion de nantisements élevés parmi les nouvelles hypothèques est demeurée stable, malgré des prix plus élevés et des critères de capacité financière malmenés. Pour se procurer les fonds propres manquants, beaucoup de ménages puisent dans leurs avoirs de caisse de pension. Plus d'un tiers des nouveaux acheteurs ont recours à un retrait anticipé de leurs avoirs de prévoyance – à hauteur de 75 000 francs en moyenne, soit à peu près la moitié des fonds propres requis. Plus souvent encore, les fonds nécessaires sont prélevés dans la prévoyance liée (pilier 3a), car ils peuvent alors être comptabilisés comme fonds propres «durs»; le montant moyen retiré est cependant nettement inférieur (35 000 francs). En conclusion, les règles de nantissement n'ont pas empêché la hausse des prix, elles l'ont seulement ralentie.

Hausse de la prime à la propriété

La hausse des prix en 2019 a également été favorisée par la faiblesse de l'offre supplémentaire, par rapport aux logements locatifs. À l'heure actuelle, environ 40% de toutes les demandes de permis de construire prévoient un usage propre ou la revente, contre 50% en 2012.

Le développement et la vente de propriétés par étages en valent la peine s'ils permettent d'obtenir une prime par rapport à la valeur marchande d'un bien destiné à la location. C'est le cas,

d'une part, lorsque les acheteurs s'attendent à une hausse des prix des logements (comme dans les centres onéreux) et, d'autre part, lorsque l'attractivité des appartements locatifs est atténuée par un risque de vacance élevé ou par la crainte d'une baisse des loyers. Pour ces deux raisons, les primes à la propriété ont probablement augmenté dans de nombreuses régions de Suisse en 2019. Selon le segment de prix et la région, un marché locatif peut même être complètement inexistant, comme pour les maisons unifamiliales haut de gamme.

Croissance de l'offre à moyen terme

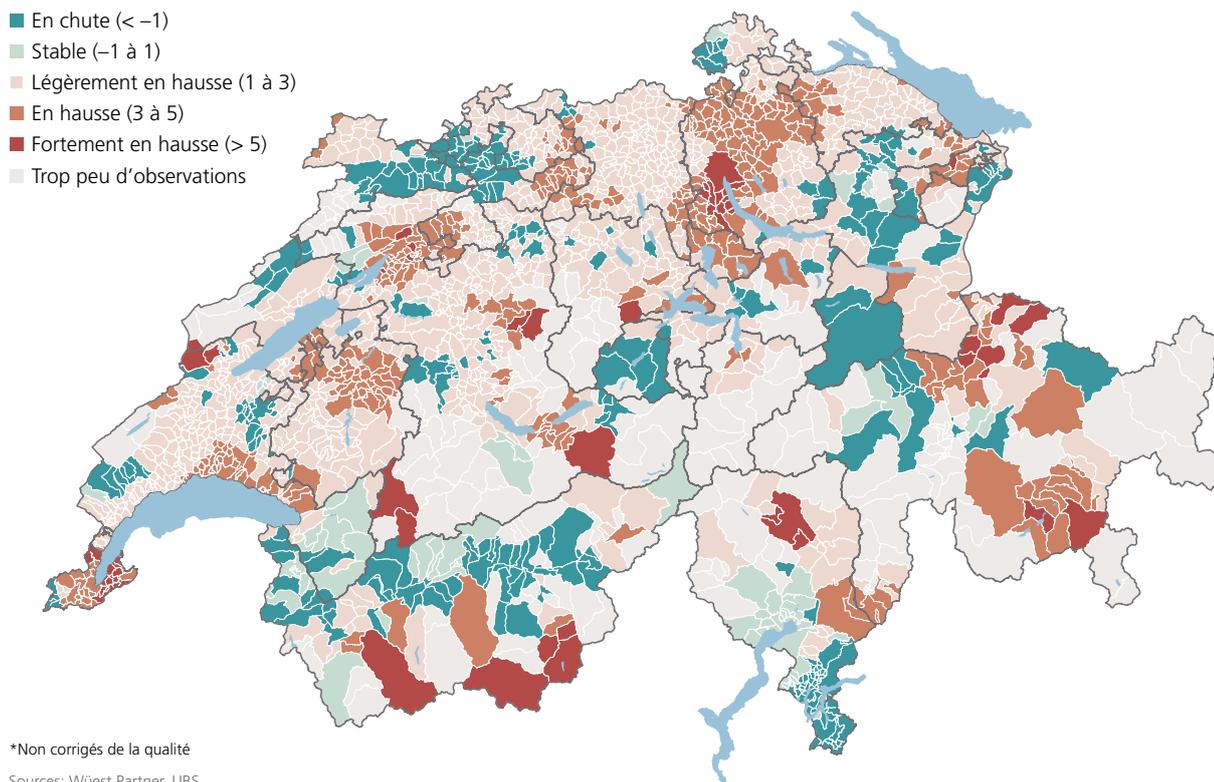
Jusqu'ici, même dans les zones affichant une prime à la propriété, l'accent a été mis sur la location. Dans les régions où les prix de vente sont les plus élevés, on ne constate toujours pas d'augmentation de l'activité de construction de copropriétés. Dans les régions où les apparte-

ments ne peuvent être loués qu'au prix de concessions importantes, cependant, la tendance semble s'inverser. Ainsi, l'augmentation du nombre de biens proposés à l'achat l'an passé (près de 10%) est largement attribuable aux appartements, et a été particulièrement marquée dans les cantons du Tessin, de Fribourg et de Neuchâtel – régions où les taux de vacance augmentent.

Un changement de tendance – où la pénurie de biens à usage propre se transformerait en sur-offre – dépendra notamment de la demande de logements «buy-to-let» (destinés à la location). En effet, actuellement, plus de 15% des propriétés par étages vendues finissent par être louées, soit environ 50% de plus qu'il y a dix ans. Cette demande supplémentaire a largement soutenu le marché du logement en propriété. Néanmoins, les rendements atteignables sont en

Communes chères avec les plus fortes hausses de prix

Variation des prix de l'offre*, 3^e trimestre 2019 par rapport à l'année précédente, lissée au niveau régional, en %



général inférieurs à ceux des immeubles locatifs. Dans les zones résidentielles attrayantes, le rendement brut des objets «buy-to-let» effectivement loués n'est que de 2 à 3%, soit à peine 1% après impôts. Compte tenu des risques liés à la location, ces investissements ne valent souvent la peine que si l'on anticipe une augmentation continue des prix. Si les perspectives d'obtenir une valeur de revente solide (tout du moins à long terme) s'estompent et que le nombre de logements vacants continue d'augmenter, il faut s'attendre à ce que la demande d'objets locatifs chute. En conséquence, le nombre de logements disponibles à l'achat augmenterait.

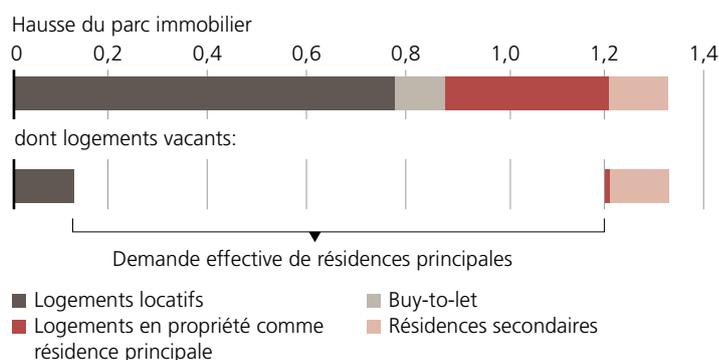
Retour de balancier

Les prix des logements à usage propre devraient encore progresser de 1% cette année, en raison de la demande accrue de logements en propriété dans les régions à l'économie dynamique. Cependant, la pénurie de logements à l'achat causée par la forte demande d'objets buy-to-let et la focalisation excessive des investisseurs sur les biens locatifs, ajoutée au niveau absolu des prix, recèle des risques. Certes, nous n'attendons pas de correction notable des prix à court terme. D'une part, parce que tout nouveau ralentisse-

ment conjoncturel mondial irait de pair avec des taux d'intérêt encore plus bas, et d'autre part, parce que les chiffres des demandes de permis de construire ne signalent pas encore de renversement de tendance (à savoir une baisse de la construction d'appartements locatifs). Mais l'offre croissante de logements en propriété devrait, à moyen terme, maintenir le niveau général des prix sous pression.

Pas de pénurie

Hausse du parc immobilier et des vacances entre 2014 et 2019, moyenne annuelle, en %



Sources: ARE, OFS, Docu Media, UBS

Le quatrième pilier de la prévoyance vieillesse

Les coûts moindres de la propriété du logement par rapport à la location augmentent les fonds disponibles – et donc investissables – des ménages. En outre, si l'on planifie suffisamment tôt, combiner achat d'un bien et prévoyance permet de réaliser des économies d'impôts. Ces deux aspects ne feront que gagner en importance. En effet, les placements alternatifs sûrs sont rares, ce qui rend d'autant plus intéressants les rendements implicites, tels que ceux résultant des économies d'impôts et de charges courantes de logement. Par ailleurs, la redistribution croissante des actifs vers les retraités, et la baisse des taux

de conversion des caisses de pension, rendent les retraits anticipés de capitaux de prévoyance plus attrayants. Pour cette raison, il faut s'attendre à une augmentation des retraits d'avoirs de vieillesse aux fins d'acquisition d'un logement dans les prochaines années. Cela dit, avant d'acheter, il faut songer à la capacité financière une fois à la retraite. En effet, les revenus des premier et deuxième piliers ne représenteront plus que la moitié du salaire au moment de l'achat; le nantissement doit donc être réduit de moitié avant le départ à la retraite.

Prix élevés ou franc fort?

Katharina Hofer

Dans le segment du luxe, tout du moins, l'immobilier suisse est parmi les plus chers au monde. Les perspectives plutôt moroses de l'économie mondiale devraient, ici aussi, peser sur les revenus et les patrimoines les plus élevés. Cela devrait brider l'évolution des prix immobiliers.

L'évolution positive des prix dans le segment du luxe¹ s'est poursuivie pour la troisième année d'affilée. À 7% en rythme annuel, l'augmentation des prix des transactions sur les trois premiers trimestres de 2019 est largement supérieure à celle de l'année précédente (4%). Ils ont augmenté plus de trois fois plus rapidement que la moyenne du marché suisse du logement.

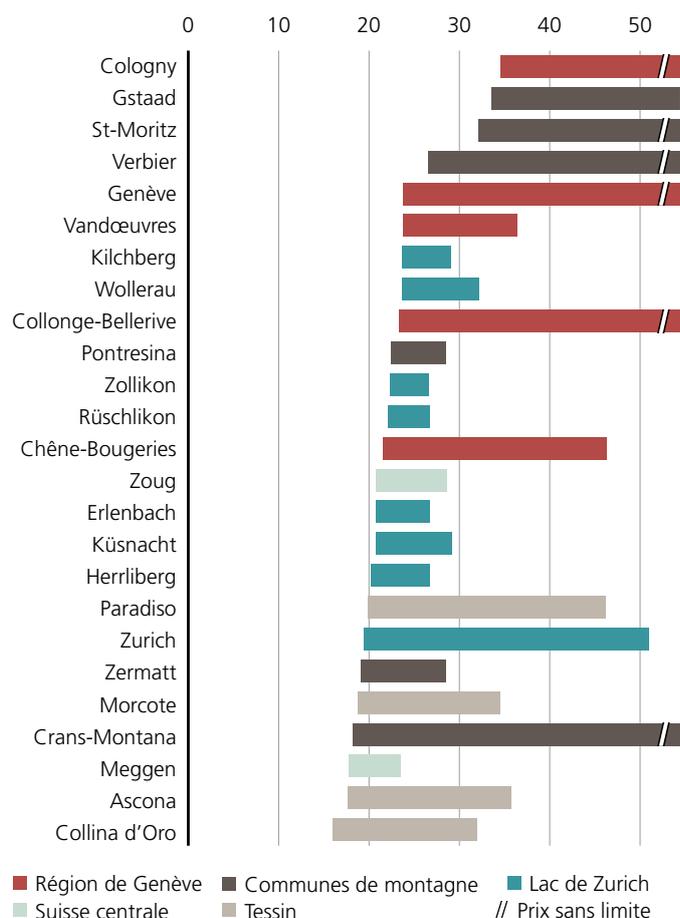
Remontée dans les régions de montagne

Sur le marché des résidences principales, les communes proches de Genève sont parmi les plus chères de Suisse. En tête, Cologny, où des propriétés de luxe ont été mises en vente (en moyenne de 2016 à 2018) pour plus de 35 000 francs le mètre carré. Sur le lac de Zurich et en Suisse centrale, des objets très haut de gamme ont été annoncés à 20 000 francs le mètre carré. Dans les régions de Genève et de Zurich, les prix des transactions dans le segment du luxe devraient avoir augmenté d'environ 5 à 10% en 2019, comme l'année précédente.

Sur le marché des résidences secondaires, les communes touristiques traditionnelles de Gstaad et de Saint-Moritz se classent en tête, avec des prix commençant autour de 32 000 francs le mètre carré. Dans les régions de montagne, les prix moyens ont légèrement augmenté l'an dernier, après une pause en 2018. La situation est différente au Tessin, où les prix ont baissé pour la deuxième année consécutive. Le contexte de marché toujours difficile pour l'immobilier en général a également déteint sur le segment du

Région de Genève et communes de montagne les plus chères

Fourchette de prix dans le segment du luxe dans les communes sélectionnées, 5% des annonces de biens immobiliers les plus chers, moyenne 2016–2018, en milliers de CHF/m²



Sources: FPRE, UBS

¹ Nous nous intéressons ici à 25 communes du marché immobilier de luxe suisse, en nous concentrant sur les 5% de propriétés les plus chères.

luxe. De plus, le haut niveau des prix et les marges correspondantes ont stimulé l'activité de construction, ce qui exerce une pression supplémentaire sur les prix.

Le boom des transactions se dégonfle

Le boom actuel du segment du luxe a été précédé d'un temps mort qui avait trois causes principales. Premièrement, de 2012 à 2015, les revenus les plus élevés (les «1%»), principaux moteurs de la demande de biens immobiliers de luxe, ont diminué. Ensuite, les patrimoines nets ont connu une croissance inférieure à la moyenne en 2015, ce qui a accentué le ralentissement à l'époque. Enfin, l'abandon du taux de change plancher euro-franc début 2015 a fait bondir les prix (+20%) de l'immobilier suisse pour les acheteurs en euros. Cela a déprimé la demande, car la majorité des acheteurs de résidences de luxe en Suisse – même s'ils sont souvent domiciliés en Suisse – sont de nationalité étrangère.

L'affaiblissement des prix n'est pas resté sans conséquences: en 2014 et 2015, le nombre de transactions a chuté de près d'un quart, le plaçant nettement en dessous de la moyenne depuis 2011. Les vendeurs potentiels ont dû patienter – ce qui, au vu du contexte de taux d'intérêt négatifs, n'avait qu'un faible coût d'opportunité. De 2016 à 2018, ce «retard» s'est rattrapé en même temps que les prix remontaient, le nombre de transactions dépassant nettement la moyenne. Depuis, la situation devrait s'être normalisée. Le nombre de transactions en 2019 devrait avoir légèrement reculé par rapport à l'année précédente, tout en restant nettement supérieur à sa moyenne sur neuf ans.

Des perspectives mitigées

La perception renouvelée du franc suisse comme valeur refuge, l'an passé, devrait avoir renforcé la disposition à payer sur le marché de l'immobilier de luxe, ce qui explique en partie le grand nombre de transactions et l'appréciation des biens. En particulier, l'achat d'appartements de vacances en Suisse aura probablement servi aux étrangers pour diversifier les risques de change. Cependant, en cas de nouvelle hausse substantielle du franc suisse – ce que nous ne prévoyons pas pour le moment –, l'immobilier suisse haut de gamme enchérirait rapidement pour les acheteurs en monnaie étrangère, et la demande retomberait nettement.

Du point de vue des acheteurs suisses, des forces opposées déterminent les perspectives du segment du luxe. D'une part, les taux d'intérêt négatifs persistants incitent à se débarrasser des liquidités, attisant ainsi l'inflation des valeurs patrimoniales. Aussi longtemps que l'on s'attendra à une préservation de la valeur du capital à long terme, le segment du luxe suisse prospérera. D'autre part, les perspectives économiques actuellement en berne devraient brider la demande dans ce segment cyclique, comme c'est déjà le cas dans la plupart des marchés mondiaux de l'immobilier de luxe. Si l'on en juge par cette tendance mondiale, la frénésie des prix retombera d'ici la fin de l'année.

Le rationnel en second

Maciej Skoczek

Tendances

Logement

Rendement

Bourse

Monde

Les résidences de vacances ont enchéri par rapport à l'année précédente. Cependant, les perspectives de prix incertaines et les charges courantes élevées n'incitent pas à acheter un logement de vacances. La location touristique n'est intéressante que dans certaines conditions.

Les prix les plus élevés pour les logements de vacances dans le segment haut de gamme s'observent à Saint-Moritz et à Gstaad: un peu moins de 16 000 francs le mètre carré. Les prix dépassent aussi les 10 000 francs dans les destinations populaires telles que Verbier, Zermatt ou la région de la Jungfrau. Les destinations les plus courues enregistrent les plus fortes hausses de prix. Ainsi, les prix à Gstaad, Davos/Klosters et Samnaun ont augmenté d'environ 10% sur un an. Les prix n'ont baissé que dans deux des quinze destinations affichant un niveau de prix supérieur à 8500 francs.

En revanche, les résidences de vacances dans des destinations telles que Disentis/Mustér, Evolène ou Loèche-les-Bains sont beaucoup plus abordables, avec des prix au mètre carré tournant autour de 5000 francs. Contrairement aux destinations les plus prisées, les logements de vacances dans les endroits moins onéreux se sont légèrement dépréciés. C'est à Breil/Brigels et à Leysin que la correction sur un an était la plus forte, à un peu plus de 6%.

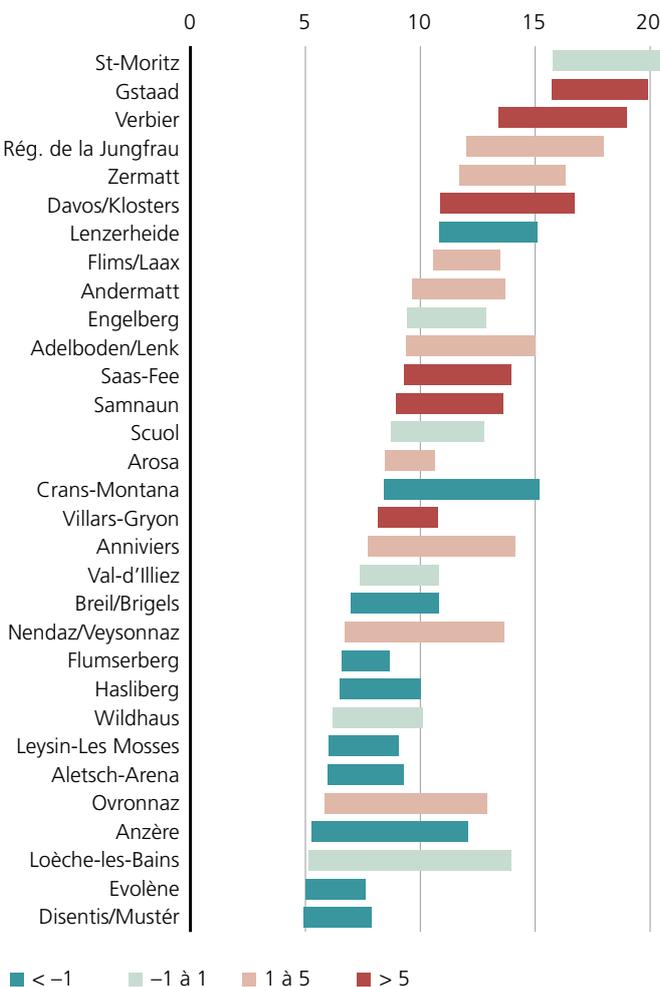
Légère appréciation, malgré le taux de vacance

Cela s'est traduit, au troisième trimestre 2019, par une appréciation moyenne de 1,3% sur un an, pour l'ensemble des destinations de vacances suisses. La bonne santé de l'économie en Suisse et en Europe a stimulé la demande de logements de vacances en 2017 et 2018. Aussi, en moyenne, presque toutes les pertes de valeur subies entre 2013 et 2017 ont été compensées.

Mais la hausse des prix repose sur des bases fragiles. Malgré la faiblesse historique de l'activité de construction dans les régions de montagne,

Destinations chères avec les plus fortes hausses de prix

Les barres indiquent la fourchette de prix pour les appartements de vacances du segment haut de gamme au 3^e trimestre 2019, en milliers de CHF/m²; les couleurs indiquent l'évolution des prix par rapport à l'année précédente, en %



Sources: Wüest Partner, UBS

le taux de vacance moyen est resté au niveau de l'année précédente (3%) dans les destinations touristiques; soit tout de même quatre fois plus que pour l'ensemble des habitations à usage propre en Suisse. Dans certains lieux de villégiature du Valais et du Vaud, jusqu'à 10% du parc résidentiel sont inoccupés. Les propriétés des années 60 et 70 en particulier sont presque invendables sans rabais ou rénovations substantiels.

Pas d'investissement idéal

Lors de l'achat d'un logement de vacances, l'idée de préservation de la valeur joue également un rôle. La croissance du niveau de vie soutient tendanciellement la valeur. Cependant, le maintien de la valeur est compromis par la tendance actuelle à préférer les courts séjours dans des destinations variées et à ne pas passer les vacances toujours au même endroit, ce qui explique le désintérêt des jeunes générations pour la possession d'une résidence de vacances. Néanmoins, au vu du faible niveau d'activité de construction dans les régions de montagne, le risque d'une nouvelle correction des prix est modeste. À moyen terme, les prix des résidences secondaires devraient toutefois évoluer plus faiblement que le reste du marché.

Les charges courantes d'un logement de vacances ont diminué au cours de la dernière décennie, en raison du faible coût du capital. Mais la possession d'un logement de vacances à usage propre se situe en concurrence directe avec les séjours à l'hôtel. Compte tenu de l'occupation annuelle effective, le coût actuel d'une semaine en résidence de vacances devrait s'élever à 3000 francs en moyenne; soit généralement davantage qu'une semaine dans un hôtel haut de gamme.¹ Ce n'est qu'à partir d'un séjour de deux mois par an qu'un logement de vacance revient moins cher à un ménage de deux personnes que de séjourner à l'hôtel.

¹ Un logement de vacances en Suisse coûte en moyenne près d'un million de francs. Compte tenu des intérêts, des amortissements et des frais d'entretien, les charges courantes annuelles peuvent atteindre 21 000 francs. En supposant une occupation de sept semaines par an, cela représente un coût de 3000 francs par semaine.

Louer à d'autres vacanciers pour alléger la facture

Les charges courantes relativement élevées peuvent être partiellement compensées par la location du bien. Grâce aux plateformes en ligne, cela est devenu beaucoup plus facile; selon l'Observatoire valaisan du tourisme, le nombre d'objets réservés en ligne en Suisse a presque décuplé sur les cinq dernières années. Dans les endroits à forte attractivité touristique – tels que Zermatt, Engelberg et autour de la Jungfrau – ou dans les endroits où l'offre hôtelière est insuffisante comme Evolène ou Aletsch-Arena, il est possible d'obtenir, même après déduction des frais associés à la location, des rendements annuels appréciables, pouvant atteindre 8%.

Cependant, en moyenne, le rendement attendu est moitié moins élevé, et suppose de louer durant la haute saison; or en général, les propriétaires souhaitent occuper eux-mêmes leur résidence de vacances à cette période de l'année. En basse saison en revanche, la location, en supposant un taux d'occupation d'environ 20%, n'est pas un vecteur de profit. Sans compter que cela implique de confier son propre logement à des inconnus.

Les facteurs immatériels déterminants pour l'achat

Le faible dynamisme des prix et les charges courantes élevées parlent contre l'achat d'une résidence de vacances. Subjectivement, cependant, les arguments non pécuniaires priment souvent. Ainsi, une résidence secondaire est toujours disponible pour des séjours spontanés et peut même être utilisée comme domicile principal, par exemple après la retraite. De plus, cela permet à un ménage locataire de réaliser le rêve de posséder ses quatre murs. Enfin, l'attrait d'un lieu de vacances ou de loisirs en particulier peut être l'élément déclencheur pour un tel investissement.

Le bon moment

Maciej Skoczek et Matthias Holzhey

Du point de vue purement financier, un financement sur le marché monétaire est préférable à une hypothèque à long terme. Néanmoins, dans certaines circonstances, les hypothèques à taux fixe peuvent s'avérer judicieuses. À l'heure actuelle, ce n'est pas la recherche de la sûreté, mais la chasse au meilleur point d'entrée qui influence la demande de prêts hypothécaires à taux fixe.

Une hypothèque du marché monétaire est en général la forme de financement la moins onéreuse. En effet, avec une hypothèque à taux fixe, une prime de risque s'ajoute aux taux d'intérêt anticipés sur la durée. Actuellement, pour une hypothèque à taux fixe de 10 ans, cette majoration représente environ un quart de la charge d'intérêts totale d'une hypothèque du marché monétaire.

Elle se justifie toutefois par la meilleure prévisibilité financière et la protection contre une hausse des taux d'intérêt. Bien que des taux plus élevés soient peu probables à moyen terme, une hausse inattendue au cours des dix prochaines années ne peut être exclue. Avant d'accorder un prêt hypothécaire, on vérifie la capacité financière à l'aide d'un taux d'intérêt indicatif pouvant aller jusqu'à 5%. Cependant, selon la Banque nationale suisse, pour un nantissement sur cinq environ, un taux d'intérêt de 3% suffirait à ce que les charges courantes du logement acheté dépassent la limite fixée (un tiers du revenu du ménage).

Chasse aux bonnes affaires

Sur les dix dernières années, en moyenne, environ 15% de tous les nouveaux nantissements hypothécaires impliquaient une durée de sept ans ou plus. Cependant, la hausse des taux d'intérêt n'était pas le déclencheur de la «fuite» vers les hypothèques à taux fixe. Au contraire, la demande d'hypothèques à long terme est montée en flèche lorsque les taux d'intérêt ont chuté.

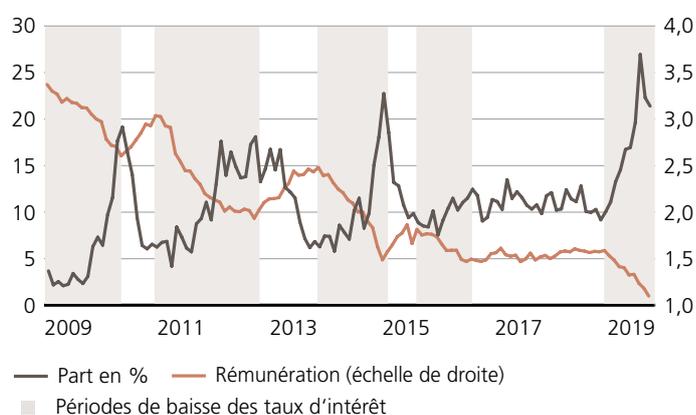
Suite à la forte baisse des taux d'intérêt depuis fin 2018, la part d'hypothèques à taux fixe parmi les nouveaux nantissements est passée

temporairement de 15% à 25%. Le différentiel d'intérêts historiquement bas entre hypothèques à taux fixe de 10 ans et hypothèques du marché monétaire à 3 mois (moins de 35 points de base en 2019) a rendu négligeable la prime de fixation des taux.

Mais dès que les emprunteurs auront ajusté leurs anticipations de taux d'intérêt au bas niveau du marché, la demande d'hypothèques à taux fixe devrait revenir à son ancien niveau, comme cela s'est vu par le passé. Ainsi, ce n'est pas la crainte d'une hausse des taux d'intérêt qui stimulera la demande supplémentaire d'hypothèques à taux fixe, mais la peur de «rater le bon moment».

Hausse des hypothèques à long terme avec fort recul des taux d'intérêt

Part d'hypothèques à taux fixe (durée > 7 ans) sur le total des souscriptions de prêts hypothécaires et rémunération d'hypothèques à taux fixe de durée > 7 ans, en %



Sources: BNS, UBS

Les hypothèques à taux fixe ne sont pas sans risque

Quel que soit le niveau des taux d'intérêt, la combinaison optimale de financements à court et à long terme dépend de la capacité de risque et de la tolérance au risque de l'emprunteur. En règle générale, moins un ménage peut ou souhaite assumer de risque, plus il a avantage à recourir à des financements de long terme (voir ci-dessous).

Cela dit, une hypothèque à long terme comporte un risque dit «d'engagement» (risque obligataire): si le contrat est résilié prématurément, par exemple en raison d'un divorce, des frais élevés peuvent s'appliquer. Il y a également le risque de devoir renouveler l'hypothèque dans un contexte de taux d'intérêt défavorable. Ce risque de refinancement peut être réduit en souscrivant deux ou trois prêts hypothécaires de différentes durées.

Combien d'hypothèques à taux fixe?

La situation initiale est un financement intégral par une hypothèque de marché monétaire. Selon les circonstances personnelles, une partie peut être remplacée par une hypothèque à taux fixe à long terme. Les proportions indiquées d'hypothèques à taux fixe (en points de pourcentage) sont additionnées (voir exemple de calcul).

Capacité de risque	Valeur réelle	Proportion d'hypothèques à taux fixe	Exemple de calcul
Part du revenu disponible selon les prescriptions de capacité financière	0–30%	0	
	30–35%	+10	+10
	35–100%	+25	
Part des fonds propres provenant du patrimoine personnel dans l'achat d'un logement (hors caisse de pension et emprunts)	90–100%	0	
	50–90%	+10	+10
	0–50%	+20	
Âge du principal soutien financier dans le ménage	< 40 ans	0	
	40 à 50 ans	+10	+10
	> 50 ans	+30	
Niveau des réserves financières liquides (liquidités pouvant être utilisées en tout temps pour rembourser l'hypothèque) en tenant compte des revenus et dépenses attendus notables (héritage, achat de véhicule, etc.)	> 150% du revenu brut	-20	
	100 à 150% du revenu brut	-5	-5
	0 à 100% du revenu brut	0	
Tolérance au risque			
Disposition à accepter les fluctuations de taux d'intérêt	Oui	0	
	Partiellement	+20*	
	Non	jusqu'à 100**	
<i>Proportion d'hypothèques à taux fixe (exemple de calcul)</i>			25

*Si la proportion des hypothèques à taux fixe n'est pas déjà élevée (par exemple 40%)

**En cas de capacité de risque élevée, un conseil supplémentaire est recommandé

Source: UBS

Exemple de calcul théorique:

Dans ce calcul théorique de capacité financière, le revenu du ménage est grevé à 33%, un tiers des fonds propres provient d'un retrait anticipé de la caisse de pension, le principal soutien économique du ménage a 45 ans et les réserves liquides s'élèvent à 125% du revenu brut du ménage.

La proportion recommandée d'hypothèques à taux fixe est alors de:

**+10 +10 +10 -5
= 25 points de pourcentage**

Si le ménage souhaite limiter les fluctuations de taux d'intérêt, la proportion d'hypothèques à taux fixe peut être accrue (par exemple) de 25 à 45 points de pourcentage.

De fausses incitations dues aux exceptions

Matthias Holzhey

L'opposition politique à la réforme de l'imposition de la propriété immobilière, lancée à l'été 2018, grandit. En effet, le projet actuel favorise les manœuvres d'évasion et entraînerait une perte de recettes fiscales. Un changement de système devrait donc, une fois de plus, rester un vœu pieux.

Les impôts sur les revenus non pécuniaires, tels que la valeur locative, sont généralement rejetés par l'électorat. Dans la pratique, il est difficile de déterminer précisément la valeur locative d'un bien; de plus, son estimation en temps utile et conforme au marché rencontre une résistance dans de nombreuses communes. La distinction entre les dépenses d'entretien préservant et augmentant la valeur implique par ailleurs de gros efforts administratifs. En outre, la possibilité actuelle de déduire fiscalement les intérêts d'emprunt favorise des niveaux élevés d'endettement pour l'achat d'un bien ainsi que, indirectement, le financement externe d'autres valeurs patrimoniales. Et pourtant: depuis 1999, pas moins de quatre tentatives visant à réformer (ou supprimer) l'impôt sur la valeur locative ont échoué.

L'illusion d'une solution simple

Fondamentalement, il existe un consensus politique et juridique selon lequel, si l'impôt sur la valeur locative était aboli, il faudrait également supprimer les déductions fiscales pour l'entretien du bien et les intérêts d'emprunt. Toutes les propositions de réforme qui dérogeaient à ce principe ont échoué.

Or le problème est plus profond: si les déductions fiscales sont systématiquement supprimées, les rénovations et assainissements deviendront plus coûteux. Les prestations des artisans seraient de plus en plus facturées «sous la table», ce qui réduirait les recettes fiscales. En outre, des objectifs supérieurs, tels que l'efficacité énergétique des bâtiments ou la protection des monuments historiques ne pourraient plus être encouragés par le biais de déductions fiscales.

Un moment coûteux pour une réforme

La principale pierre d'achoppement d'une réforme de la fiscalité immobilière est probablement le niveau des pertes fiscales. Avec des taux d'intérêt hypothécaires actuellement inférieurs à 1,5%, la suppression de la taxe sur la valeur locative entraînerait, aux niveaux fédéral, cantonal et communal, un manque à gagner d'un à trois milliards de francs. Ce n'est qu'avec des taux hypothécaires moyens supérieurs à 3% qu'une réforme fiscale serait neutre en termes de revenus.

Les cantons de montagne en particulier craignent pour leurs recettes fiscales issues de la valeur locative des résidences secondaires et militent en faveur d'une exonération. Mais si la fiscalité actuelle des résidences secondaires était maintenue, leurs frais d'entretien et d'emprunt devraient également rester déductibles. Et cela crée des incitations perverses.

L'exception complexe des résidences secondaires

Les propriétaires d'une résidence principale et d'une résidence secondaire verraient surgir des possibilités d'optimisation fiscale. En transférant temporairement le domicile principal à la résidence secondaire et en transformant simultanément le domicile principal en résidence secondaire, leur rénovation serait déductible fiscalement. Il faudrait donc s'attendre à une multiplication des litiges portant sur la détermination du domicile réel.

De plus, les doubles propriétaires seraient incités à transférer autant que possible leurs dettes hypothécaires sur leur maison de vacances, afin

de bénéficier de la déduction fiscale. Pour les communes hébergeant beaucoup de maisons de vacances, les revenus de la taxation de la valeur locative diminueraient donc, même avec une réglementation spéciale pour les résidences secondaires.

Des privilèges fiscaux supplémentaires

Les propriétaires d'immeubles de rendement obtiendraient des possibilités d'optimisation fiscale similaires. Ils pourraient transférer leur hypothèque résidentielle sur l'immeuble de rendement pour continuer à bénéficier de la déduction fiscale. Le projet de loi actuel ne fait aucune distinction entre la dette hypothécaire pour un logement à usage propre et pour un bien à but lucratif.

Des variantes de réforme sont à l'étude, dans lesquelles les intérêts hypothécaires continueront d'être déduits des revenus d'actifs mobiliers, tels les dividendes d'actions. Les bénéficiaires en seraient les propriétaires fortunés qui pourraient

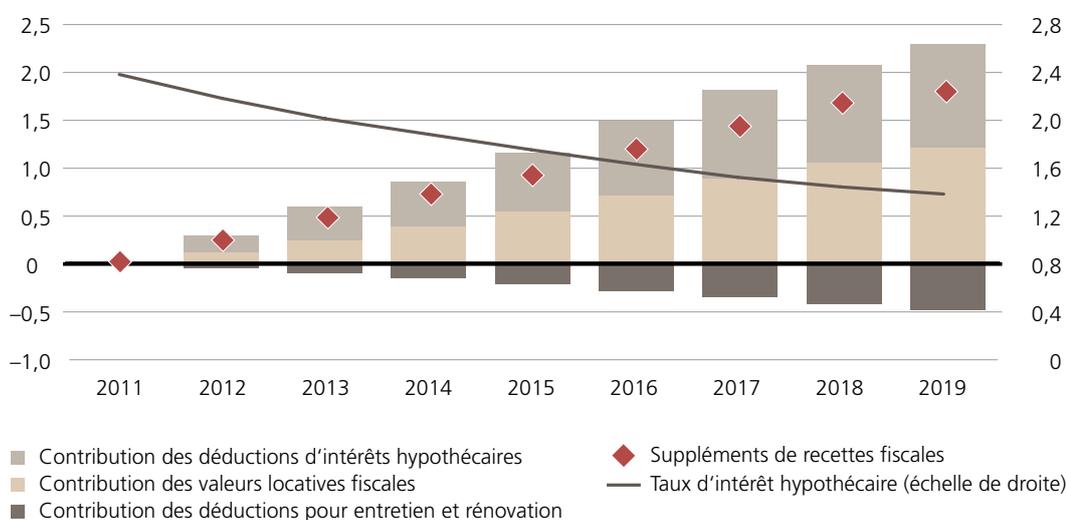
déduire les intérêts d'emprunt de leurs impôts. De même, la déductibilité des intérêts pour les primo-accédants, actuellement en débat, entraînerait une inégalité de traitement supplémentaire. Par ailleurs, la charge administrative pesant sur les autorités de contrôle augmenterait en proportion du nombre d'exceptions prévues.

Toute tentative de réforme se heurte à une opposition

Malgré ses inconvénients, la taxation de la valeur locative pourrait bien perdurer, car ses bénéficiaires y tiennent. En période de taux d'intérêt bas, le fisc voit ses recettes augmenter. Dans les périodes de taux d'intérêt élevés, les déductions des intérêts d'emprunt bénéficient aux propriétaires. Les cantons de montagne souhaitent pour la plupart le maintien du statu quo, car les alternatives – comme des taxes foncières supplémentaires – sont encore moins populaires. À l'évidence, le système actuel fonctionne suffisamment bien pour être maintenu en l'état.

Augmentation des recettes fiscales grâce à des taux d'intérêt hypothécaires en baisse

Variation estimée des recettes fiscales de la Confédération, des cantons et des communes de l'imposition de la valeur locative par composante, en milliards de CHF et taux d'intérêt hypothécaire moyen versé en %



Sources: OFL, UBS

Centres urbains: construction dynamique

Maciej Skoczek et Matthias Holzhey

Tendances

Logement

Rendement

Bourse

Monde

Les loyers ont baissé pour la cinquième année d'affilée, ce qui explique la stagnation persistante des prix des immeubles locatifs. Même si l'on constate un net déplacement de l'activité de construction de la périphérie vers les centres, le nombre de logements vacants devrait continuer d'augmenter.

Les prix des immeubles locatifs n'ont pas évolué depuis 2016, malgré la baisse des taux d'es-compte. C'est principalement aux meilleurs emplacements que l'on constate une appréciation, car ailleurs, la hausse des taux de vacance modère l'enthousiasme des investisseurs. 70 000 appartements locatifs, soit 2,8% du parc existant, étaient inoccupés fin 2019, deux fois plus qu'il y a cinq ans.

Les loyers continuent de baisser

L'augmentation des taux de vacance pèse sur les loyers demandés. Ceux-ci ont reculé d'environ 1% en 2019 et sont actuellement inférieurs de 5% à leur pic de mi-2015. Pour les loyers des immeubles neufs, la correction est probablement deux fois plus forte. Les baisses les plus importantes se constatent dans les régions connaissant une suroffre de logements locatifs. Seul dans les zones tendues que sont Zurich, Genève, Berne et Bâle, les loyers à l'offre sont plus élevés qu'il y a cinq ans.

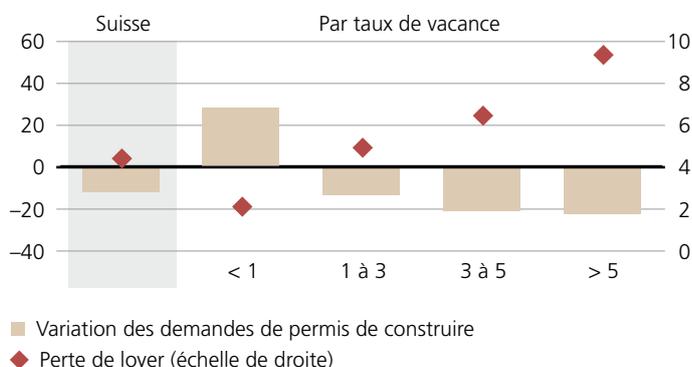
Pour le moment, les loyers en cours échappent à la tendance; ils devraient avoir suivi l'inflation l'an dernier. Cependant, on s'attend à un recul cette année (corrigé de l'inflation), car ils seront rattrapés par la baisse des loyers à l'offre. Par ailleurs, le taux d'intérêt de référence pourrait être abaissé d'un quart de point de pourcentage en cours d'année, ce qui donne aux locataires droit à une correction de loyer de 2,9% (compte tenu de l'inflation).

Jusqu'à deux mois de loyer perdus

La durée d'annonce (nombre de jours nécessaires pour trouver un locataire) a augmenté avec le taux de vacance et s'élevait l'an dernier à 40 jours en moyenne, soit presque dix jours de plus qu'en 2014. Néanmoins, une telle durée d'annonce ne devrait pas alourdir les pertes de loyer dans les portefeuilles immobiliers. Les pertes deviennent probables à partir d'une durée d'annonce régionale moyenne de 60 jours. Aussi, un logement sur deux le long de l'arc jurassien et au moins un sur trois dans de grandes parties des cantons du Valais et du Tessin, de la Région Plateau et de la Suisse orientale sont susceptibles d'entraîner des pertes de loyer au cours de l'année.

La vacance pèse sur la rentabilité

Variation du nombre de demandes de permis de construire 2019 par rapport à 2014-2016 (en moyenne) et taux de perte de loyer annuel moyen par taux de vacance régional pour les logements locatifs, en %



Sources: OFS, Docu Media, rapports annuels de divers fonds immobiliers et sociétés anonymes immobilières ainsi que fondations de placement, UBS



Elbässertor, Bâle; Keystone / Branko de Lang

Dans ces régions où le taux de vacance est le plus élevé, chaque logement, en moyenne, ne génère pas de revenus un mois par an.¹ Pour un objet sur six, cela va jusqu'à deux mois. En revanche, les logements à louer dans les agglomérations de Zurich, Zoug et Genève trouvent toujours preneur en quelques jours; les pertes de loyer moyennes n'y dépassent pas dix jours par an.

Trop, mais au bon endroit

Jusqu'à présent, l'excédent d'offre n'a guère refroidi l'appétit des investisseurs. L'an passé, environ 44 000 logements ont été approuvés à la construction, soit 14% de moins que l'année précédente, dont environ 60% destinés à la location. Or, on ne constate pas de diminution notable du nombre de demandes de permis de construire. Cela se traduit par une augmentation d'environ 1% du parc résidentiel, qui devrait de nouveau dépasser nettement la croissance démographique (estimée à 0,7% pour 2020) et creuser encore le taux de vacance des logements locatifs.

Cela dit, la construction se déplace de plus en plus vers des régions où les logements vacants sont très rares. C'est dans les pôles économiques que sont Zurich, Genève et Lucerne qu'en 2019, on a enregistré le plus grand nombre de demandes de permis de construire: plus de 1,5% du parc existant. Les cantons de Schaffhouse et de Fribourg aussi restent très appréciés des investisseurs. En revanche, le nombre de demandes de permis a fortement baissé dans les régions à fort taux de vacance – comme les cantons d'Argovie et de Thurgovie – ainsi que dans l'arrière-pays vaudois et le Bas-Valais.

Cela devrait entraîner, à court terme, une légère augmentation des taux de vacance dans les agglomérations. À moyen terme, si les loyers ne sont pas exagérés, l'offre de logements proche des centres devrait affaiblir la demande en périphérie. Le taux de vacance en périphérie devrait donc continuer, dans l'ensemble, de croître plus fortement que dans les centres et agglomérations.

¹ Sur la base de l'évaluation des portefeuilles d'immeubles à gestion professionnelle de divers fonds immobiliers, sociétés anonymes et fondations de placement suisses.

L'autorégulation, un effet limité

La forte baisse des taux d'intérêt hypothécaires depuis fin 2018 a accru l'appétit pour le financement externe, c'est-à-dire l'emprunt. L'an dernier, l'encours total des prêts hypothécaires pour les immeubles de rendement (des secteurs du bâtiment, de l'immobilier et des services financiers) a crû de plus de 7%, soit deux fois plus vite qu'il y a quatre ans. Sur proposition de la Banque nationale suisse, des mesures d'autorégulation ont été mises en place au début de cette année, pour freiner la dynamique compte tenu des valorisations élevées: pour les nouveaux nantissements sur des immeubles de rendement, les fonds propres exigés s'élèvent désormais à 25% (au lieu de 10%) de la valeur du projet. De plus, l'emprunt hypothécaire doit être amorti aux deux tiers de la valeur de nantissement sous dix ans (au lieu de quinze).

Ces mesures devraient affecter environ la moitié de toutes les nouvelles hypothèques sur les immeubles de rapport, mais leurs effets devraient s'avérer limités. Dans le segment de prix inférieur (de trois à dix millions de francs), où se situent principalement des investisseurs privés et commerciaux fortement endettés, la demande d'immeubles locatifs devrait diminuer quelque peu, de même que la disposition à payer. Ce-

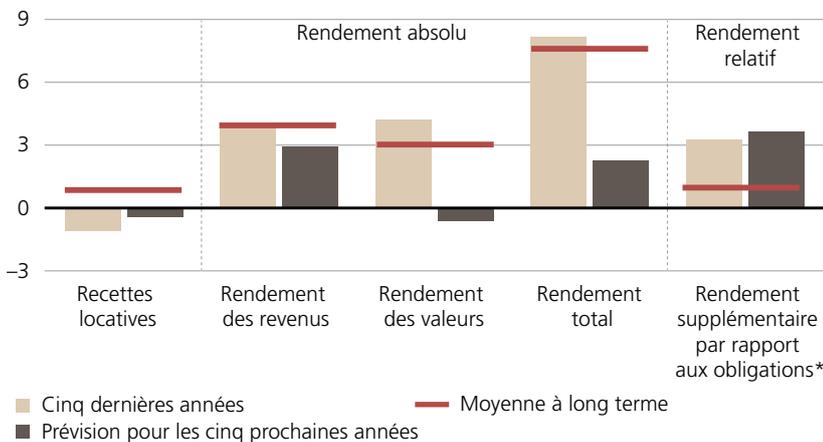
pendant, les investisseurs institutionnels (caisses de pension, compagnies d'assurance, fonds immobiliers, etc.) combleront au moins partiellement l'éventuelle baisse de la demande. Dans le segment de prix supérieur, l'autorégulation devrait avoir moins d'impact sur le marché, car les investisseurs, principalement institutionnels, ont peu recours aux capitaux externes.

Les investissements restent attrayants

Dans notre scénario de référence, les loyers demandés devraient diminuer d'environ 1% cette année, de sorte que le prix d'achat des immeubles locatifs ne devrait pas augmenter. Etant donné la faiblesse persistante des taux d'intérêt, il ne faut toutefois pas s'attendre à une baisse notable des prix. Le taux de vacance devrait (en supposant une croissance démographique stable) diminuer au plus tard en 2022, freinant ainsi l'érosion des loyers. Néanmoins, les prix des immeubles locatifs devraient reculer légèrement au cours des cinq prochaines années. Par conséquent, le rendement total annuel (somme du rendement sur recettes locatives et de l'appréciation du capital) sera déterminé ces prochaines années par le rendement sur recettes, et ne devrait pas dépasser 2,5%. Une perte (soit un rendement total négatif) est très peu probable au cours de la période de projection.

Les immeubles locatifs plus intéressants que les obligations

Evolution des revenus locatifs et des rendements d'immeubles d'habitation dans le scénario de référence, annuel, en %



Pour estimer les rendements des immeubles locatifs, il faut projeter l'évolution des taux d'intérêt et des loyers. Nous estimons les taux d'intérêt sur la base des pronostics actuels du marché et de l'évolution historique des taux, et déduisons les recettes locatives attendues de l'évolution de la demande (croissance démographique) et du taux de vacance.

*Estimation avec obligations de la Confédération à 15 ans

Sources: OFS, Bloomberg, MSCI, SIX, Wüest Partner, UBS

De tels rendements totaux paraissent faibles, en comparaison historique; or corrigés de l'inflation, les rendements entre 1973 et 1978 et entre 1990 et 1995 étaient encore plus minces. Si l'on compare les rendements attendus des immeubles de rendement résidentiels et ceux des obligations de la Confédération suisse à 15 ans, les perspectives se relativisent: la différence de rendement sur une période de cinq ans (environ 4%) est supérieure à la moyenne historique.

Les perspectives régionales diffèrent selon le taux de vacance et son évolution attendue. Dans les régions urbaines avec des taux de vacance re-

lativement faibles et stables, par exemple autour de Zurich ou le long du lac Léman, le scénario de référence prévoit des rendements totaux supérieurs à la moyenne, allant jusqu'à 4% par an. Au Tessin et d'Olten à La-Chaux-de-Fonds, où les taux de vacance ont nettement augmenté, les investisseurs doivent s'attendre à des rendements inférieurs à 1,5%. Dans ces régions, le risque de dépréciations majeures (plus de 15% au cours des cinq prochaines années) ne peut être écarté.

La location commerciale offre un rendement additionnel

En dehors des cantons de montagne et du Tessin, quelque 16 000 objets en Suisse sont proposés sur les plateformes de location en ligne, selon l'Observatoire valaisan du tourisme – presque dix fois plus qu'il y a cinq ans. Dans le canton de Bâle-Ville, la prolifération des logements loués aux touristes représente près d'un tiers de la croissance du parc résidentiel sur les cinq dernières années; dans le canton de Genève et la ville de Zurich, ce chiffre est estimé à 15%. L'explosion de la location touristique, concurrente des hôtels traditionnels, a exacerbé la pénurie de logements dans beaucoup de villes, provoquant l'ire des acteurs politiques. Par exemple, le canton de Genève a limité la durée maximale de location à 90 jours par an; Berne envisage même de l'interdire entièrement dans sa vieille-ville.

Avec le resserrement de la réglementation sur les locations de courte durée, l'offre de logements sur le marché conventionnel remonterait considérablement. Le déplacement de tous les logements proposés à la location touristique dans les cantons de Zurich, Bâle-Ville et Genève vers le marché locatif «normal» doublerait le taux de vacance résidentiel dans ces centres, et pèserait sur les loyers.

Néanmoins, l'activité de location à court terme poursuit son essor car dans les grandes villes, les recettes nettes (après déduction des coûts) sont en moyenne trois fois plus élevées qu'avec les baux conventionnels. À Genève, le rapport est

d'un peu moins de 2,5, du fait que les loyers conventionnels sont les plus élevés en Suisse; à Lucerne, il est nettement plus élevé, avec un facteur de 4. En fin de compte, l'arbitrage entre la location de court terme et la location conventionnelle dépend de la durée d'occupation: à Genève par exemple, un appartement loué via une plateforme en ligne doit être loué pendant plus de cinq mois pour générer un rendement plus élevé qu'avec un bail de longue durée. À Lucerne, cela ne prend que trois mois.

Activité lucrative de location à court terme

Durée d'occupation nécessaire pour un bénéfice supplémentaire par rapport à un bail de longue durée traditionnel (2019/20) et fourchette estimée de la durée d'occupation réalisée des objets Airbnb (2017/18), en mois par an



Sources: Airbnb, AirDNA, UBS

Trop nombreuses, trop chères

Katharina Hofer et Matthias Holzhey

Malgré la bonne conjoncture, les chiffres d'affaires des surfaces commerciales stagnent, au mieux. La demande de surfaces de vente au détail devrait continuer de s'éroder, étant donné l'essor fulgurant du commerce en ligne. Pourtant, l'offre continue de croître, de sorte que les loyers et les prix d'achat seront de plus en plus sous pression.

Le répit tant attendu sur le marché des surfaces de vente au détail est long à venir. La stagnation des chiffres d'affaires a empêché une reprise des loyers l'an dernier. Le nombre de surfaces vacantes est resté stable, d'après les données officielles, pour les villes de Zurich et Berne et les cantons de Genève et de Vaud. Cependant, selon Wüest Partner, le taux d'offre à l'échelle nationale (2%) est faible en comparaison internationale.

Seules les ventes en ligne progressent

Les ventes au détail ont reculé de près de 3% sur les cinq dernières années. La dégringolade n'épargne pas les centres commerciaux, dont les chiffres d'affaires ont diminué de 2% entre 2017 et 2018. Si la productivité des surfaces (chiffre d'affaires par mètre carré) s'est légèrement améliorée grâce à une réduction des surfaces, elle est toujours inférieure de 12% au niveau de 2010.

Le commerce en ligne, en revanche, poursuit son essor, au détriment des magasins traditionnels. Une étude de GfK montre que les ventes en ligne ont crû de 50% entre 2013 et 2018, et d'environ 10% en 2017 et en 2018. Aujourd'hui, dans le commerce de détail en Suisse, un franc sur dix est dépensé en ligne.

L'alimentation, un roc dans la tourmente

Les magasins de vêtements et d'électronique sont les grands perdants, notamment dans les galeries marchandes des centres-villes. Depuis 2010, la productivité des surfaces en centre-ville a fondu d'environ 20%, ce qui s'explique par l'augmentation significative des superficies jointe à une stagnation des ventes. Dans les centres-villes, le nombre d'espaces annoncés à la location – du moins en dehors des rues les plus passantes – est relativement élevé. Néanmoins, l'offre excédentaire n'a eu jusqu'à présent aucun impact sur les loyers à l'offre.

Dans le commerce alimentaire, le commerce en ligne reste un marché de «niche», en particulier pour les denrées périssables. Les supermarchés sont des locataires cruciaux pour beaucoup de centres commerciaux, car leurs clients réguliers rendent les emplacements attrayants pour les autres commerces. En outre, l'expansion des grands discompteurs allemands a soutenu la demande de surfaces commerciales ces dernières années. Mais la concurrence plus rude entre les détaillants accentuera leur sensibilité aux coûts. En raison de la forte dépendance envers ces locataires «d'ancrage», les gérants des centres seront probablement de plus en plus contraints de leur accorder des concessions au moment de renouveler les baux.

Les magasins physiques, souvent irremplaçables

Malgré l'essor du commerce en ligne et tous les pronostics négatifs, il n'y a pas encore d'effondrement de la demande de surfaces. Le commerce en ligne en Suisse devrait continuer de croître; au Royaume-Uni, par exemple, il accapare aujourd'hui plus de 20% des ventes au détail, soit deux fois plus qu'en Suisse. En effet, les magasins numériques offrent une sélection inépuisable, ne ferment jamais, livrent à domicile et, surtout, affichent des prix inférieurs. En outre, la clientèle à l'aise en ligne, pour qui la technologie n'est pas un obstacle, augmente.

Mais les magasins physiques offrent aux acheteurs des avantages que les plateformes web ne peuvent pas reproduire; on peut en effet y inspecter les produits de visu et les essayer avant l'achat. Et on n'a pas besoin d'attendre la livraison. De plus, le commerce en ligne ne convient pas aux produits destinés à une consommation immédiate, comme la restauration ou certains services. Ainsi, grâce à leur vaste offre gastronomique, les gares et les aéroports ont considérablement augmenté leurs ventes et la productivité des surfaces depuis 2010.

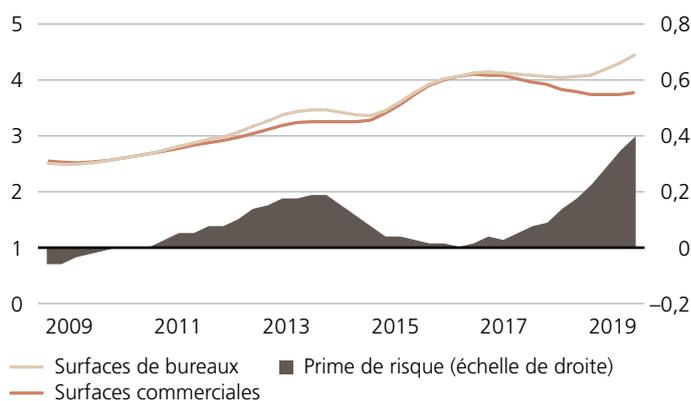
Des recettes en baisse par unité commerciale

Néanmoins, il faut s'attendre à ce que la baisse des recettes par unité de surface continue. Pour que les ventes du commerce de détail physique compensent entièrement la croissance actuelle du commerce en ligne, les ventes au détail totales devraient augmenter de 1% par an – un scénario peu probable. En même temps, le parc de surfaces augmente, car de nombreux magasins continuent d'apparaître dans le cadre de projets mixtes résidentiels ou de bureaux. Les centres commerciaux continueront également de se développer: quatre centres de plus de 5000 mètres carrés ouvriront leurs portes dans les cantons de Genève et de Vaud d'ici 2021.

Pour les investisseurs, cela n'augure rien de bon. Certes, en achetant un espace de vente, on peut s'attendre à des rendements initiaux plus élevés qu'avec des objets résidentiels ou des bureaux. Mais les loyers sont encore trop élevés en moyenne; une baisse est inévitable. Le taux de vacance devrait également augmenter sensiblement. Un investissement est donc attrayant si, à moyen ou long terme, on prévoit une conversion ou l'installation accrue de prestataires de services. Dans les centres commerciaux bien situés notamment, une réaffectation partielle des surfaces à la gastronomie, aux services de santé ou à des bureaux permettrait de rehausser les rendements par rapport à des commerces habituels. Mais comme les prix des surfaces de vente devraient encore globalement diminuer, il est trop tôt pour entrer sur le marché.

Les investisseurs évitent les surfaces commerciales

Disposition à payer aux meilleurs emplacements pour 100 CHF de loyer net pour les surfaces de bureaux et surfaces commerciales, moyenne de Zurich et Genève, en milliers de CHF; différence des rendements de pointe des surfaces de vente par rapport aux surfaces de bureaux (prime de risque), en points de pourcentage



Sources: Wüest Partner, UBS

Emplacements centraux plus risqués

Matthias Holzhey et Katharina Hofer

Le ralentissement de la croissance de l'emploi met fin à une courte phase de hausse des loyers et de baisse des taux de vacance. À l'heure actuelle, il n'y a de déséquilibres qu'à l'échelle régionale. Or les risques se déplacent vers les centres.

La forte conjoncture, il y a deux ans, a stimulé la croissance de l'emploi de bureau, ce qui rendait également attrayants les investissements dans des immeubles situés dans des endroits moins désirables. En raison de la baisse des primes de risque, les rendements globaux fondés sur les valorisations des immeubles de bureaux en 2018 étaient nettement supérieurs à l'année précédente; en 2019, ils devraient avoir été relativement élevés. Grâce à la bonne conjoncture, l'offre nouvelle a été rapidement absorbée et les taux de vacance ont même diminué dans certains centres. Dans les grandes villes de Suisse alémanique, on peut déjà parler de la fin de la suroffre de bureaux.

Fin de la reprise

Cependant, la poussée de l'emploi menace de s'essouffler. Par rapport à l'an passé, jusqu'au milieu de l'année, les sous-secteurs de la finance, de l'information et de la communication, des services aux entreprises et de l'administration publique ont vu leurs effectifs augmenter de 1% (soit 12 000 nouveaux postes), environ moitié moins qu'un an plus tôt.

Ce ralentissement devrait se poursuivre cette année et le taux de vacance pourrait remonter quelque peu. Le nombre de permis de construire ayant stagné l'an dernier, la quantité de surfaces de bureaux devrait augmenter au rythme des années précédentes. Comme l'an passé, toute hausse des loyers serait une exception. À l'échelle de la Suisse, les loyers devraient reculer légèrement.

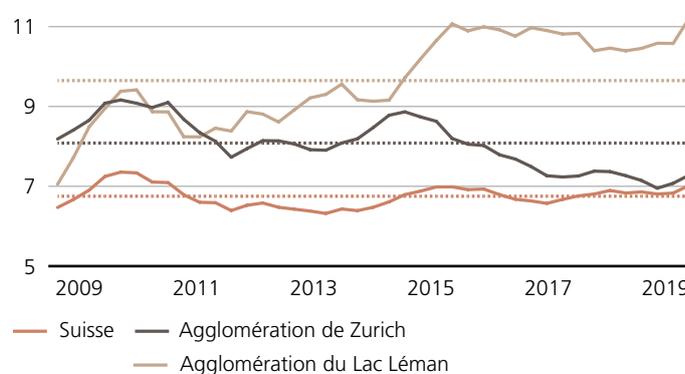
Le marché proche de l'équilibre

La pression sur l'évolution des loyers est, globalement, très modérée en Suisse; et le taux d'offre reste relativement proche de sa moyenne quinquennale (7%). Cela semble indiquer que le marché national des bureaux n'est pas loin de l'équilibre. En revanche, les taux d'offre régionaux sont parfois soumis à de fortes fluctuations et vont de 2 à 20%.

Cela dit, un chiffre élevé ne signifie pas nécessairement un déséquilibre; par exemple, en cas de forte croissance de l'emploi, un taux d'offre relativement élevé peut s'avérer durable, afin de répondre à la demande additionnelle. En outre, l'inoccupation structurelle (c'est-à-dire les

Le marché proche de l'équilibre

Taux d'offres et moyenne correspondante, en %



Sources: CSL, Wüest Partner, UBS

surfaces vacantes non commercialisables) n'a pratiquement aucune influence sur l'évolution des loyers. Les taux d'offre élevés dans les vallées zurichoises de la Limmat et de la Glatt ou dans le canton de Zoug sont donc à mettre en perspective, compte tenu du dynamisme de l'économie locale. Inversement, l'offre relativement faible dans les régions de Bâle ou de Saint-Gall s'explique par la longue croissance anémique de l'emploi.

La comparaison des taux d'offre dans le temps montre que ce sont les centres qui ont principalement profité de l'essor de la demande ces dernières années. Ainsi, l'an dernier, les surfaces de bureaux mises en annonce ont diminué dans toutes les grandes villes. Dans les agglomérations de Zurich et de Genève, toutefois, les chiffres continuent de dépasser la croissance moyenne. Un tableau similaire s'observe en Suisse centrale, au Tessin et en Argovie.

Les emplacements centraux profitent du boom du coworking

L'année dernière, les surfaces de bureaux dans les centres ont rapporté davantage que les bureaux en périphérie. Les zones urbaines ont grandement profité de la croissance de l'emploi, tirée par les petites entreprises, souvent des start-up. Les entreprises plutôt petites ou jeunes recherchent non seulement des espaces réduits et flexibles, mais également des baux de courte durée.

Cela se reflète également dans l'explosion de la demande de surfaces par les fournisseurs de bureaux partagés (coworking). Les données disponibles suggèrent que jusqu'à un tiers des nouveaux espaces sont accaparés par ce marché spécialisé. Pour l'instant, la part de marché des espaces de bureaux à location souple est encore inférieure à 1% du total, mais la tendance est à la hausse. Si l'on prend les métropoles étrangères comme référence, cette proportion peut encore quintupler. Cela devrait soutenir la demande de bureaux dans les centres, au détriment, dans une certaine mesure, de la location de bureaux conventionnels.

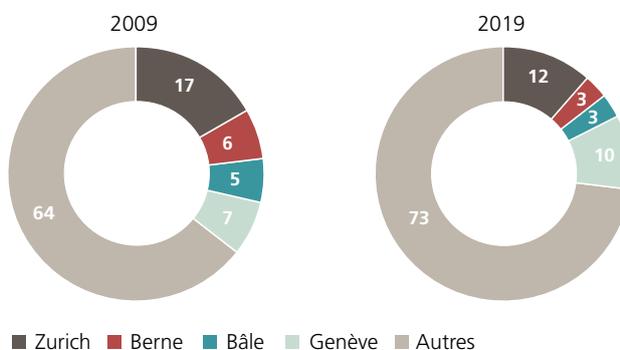
Des valorisations trop optimistes

Ce changement structurel de la demande a également ses inconvénients. En effet, dans les petites entreprises, l'emploi réagit plus fortement et plus brusquement aux fluctuations de l'économie que dans les grandes entreprises. Le coworking en particulier est une activité très cyclique qui souffrirait en conséquence en cas de crise économique. En outre, un ralentissement conjoncturel important pousserait certainement les entreprises à optimiser leurs espaces et leurs coûts; comme en 2008-2012, le déplacement de la demande des centres vers les périphéries moins chères déprimerait le niveau des loyers de bureaux dans les emplacements les plus cotés.

Au vu du fléchissement économique attendu cette année et en 2021, le risque de correction des valorisations dans les centres se fait jour. Car les surfaces de bureaux dans les emplacements centraux sont considérées par le marché comme des placements immobiliers à faible risque, comparables aux immeubles de rendement résidentiels. En cas de récession – ce que nous ne prévoyons pas pour le moment – les bureaux les mieux situés devraient donc subir des dépréciations plus marquées que les immeubles périphériques, plus prudemment valorisés.

Moins de surfaces de bureaux dans les villes

Proportion de villes dans le total des surfaces proposées, en %



Sources: CSL, Wüest Partner, UBS

L'attrait s'effrite

Maciej Skoczek

Les agios des fonds immobiliers ont fortement augmenté l'an dernier, mais cela ne s'explique qu'en partie par les données fondamentales. Au vu de la morosité du marché, on peut également douter de la durabilité des dividendes.

L'an dernier, la pénurie obligataire et l'incertitude croissante quant à la conjoncture, en Suisse et dans le monde, ont poussé les investisseurs vers les titres immobiliers suisses. Les cours des fonds immobiliers ont gagné plus de 17%, le rendement total s'établissant à 21%, le taux le plus élevé en 20 ans. En conséquence, les rendements sur distribution s'établissaient sous 3% fin 2019, un point de pourcentage sous leur moyenne décennale.

Trop de facteurs intégrés dans les cours

À la fin de l'année, les agios des principaux fonds (primes sur la valeur nette d'inventaire) ont globalement approché un nouveau record: plus de 35%, soit 15 points de pourcentage de plus qu'un an plus tôt. La justification du niveau actuel des agios dépend essentiellement de trois facteurs: les impôts différés sur la liquidation (surtout l'impôt sur les gains immobiliers), le taux d'escompte servant à évaluer les portefeuilles immobiliers, et les avantages structurels et de diversification (p. ex. liquidités) des placements en fonds.

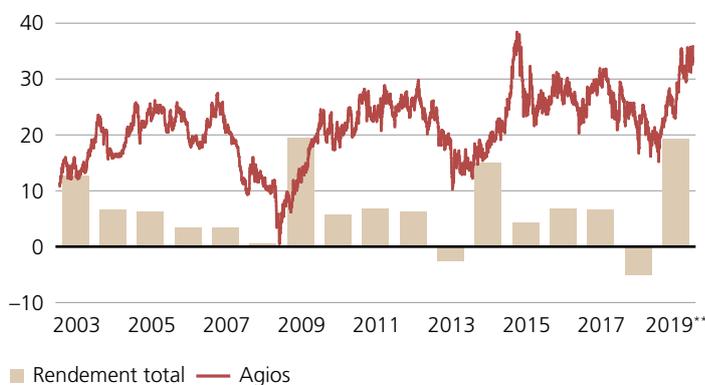
Premièrement, les taxes de liquidation latentes devraient compter pour environ 10 points dans le montant des primes. Elles sont déduites de la valeur des immeubles lors du calcul de la valeur nette d'inventaire et ne sont dues que lors d'une éventuelle cession. Comme seuls quelques objets sont vendus chaque année, les valeurs nettes d'inventaire déclarées sont trop faibles. Aussi, l'abaissement des taux d'imposition des bénéfices dans le cadre de la réforme fiscale (RFFA, en vigueur depuis le début de l'année) entraîne une réduction des taxes latentes de liquidation. Cela accroît les valeurs nettes d'inventaire, tandis que

les agios diminuent d'environ 3 points de pourcentage sur l'ensemble du marché.

Deuxièmement, les cours boursiers réagissent plus rapidement à l'évolution des transactions que les valeurs comptables. C'est pourquoi, ces dernières années, les taux d'escompte ont nettement moins reculé que les coûts de financement. Les faibles taux d'intérêt attendus par le marché pour ces prochains trimestres suggèrent une baisse continue des taux d'escompte, et donc l'augmentation des valeurs d'inventaire. Si le taux d'escompte reculait de 10 points de base, les agios diminueraient de 2 à 3 points de pourcentage. La lente adaptation des taux

Nouveau record pour les agios

Agios* (primes sur la valeur nette d'inventaire) et rendements totaux annuels pour fonds immobiliers suisses (indice SWIIT), en %



*Moyenne pondérée selon la capitalisation boursière des fonds: Interswiss, Schroder ImmoPlus, Siat, Sima, Solvalor 61, Swisssanto, Swissreal

**Situation au 30 novembre 2019

Sources: Bloomberg, UBS



Kunstmuseum, Bâle; Keystone / Gaetan Bally

d'escompte aux coûts de financement devrait expliquer les agios à hauteur de 10 à 15 points de pourcentage. Troisièmement, environ 5 points de pourcentage d'agios s'expliquent par les avantages structurels et de diversification des placements en fonds.

En définitive, dans le contexte actuel du marché, des agios d'environ 25 à 30% en moyenne seraient raisonnables; la prime moyenne actuelle de 35% suggère donc une survalorisation.

Distributions incertaines

Bien que cette surévaluation existe depuis fin août 2019, les prix ne se sont pas corrigés entre-temps. En effet, les rendements sur distribution actuels sont relativement attrayants par rapport aux rendements nuls – et parfois même négatifs – du marché obligataire, et devraient le rester si les taux d'intérêt n'augmentent pas. Cela stimule la demande de fonds immobiliers. En

outre, la mise en œuvre de la RFFA aura un impact positif sur les dividendes après impôts.

Cela dit, on peut douter du caractère durable du niveau actuel des distributions: les fonds perdent une part toujours croissante de leurs recettes locatives potentielles, actuellement autour de 5% par an. Pour maintenir stables les distributions, certains fonds versent des montants supérieurs aux recettes locatives (corrigés des provisions pour entretien). Cependant, cette stratégie ne fonctionne que si les revenus locatifs peuvent être augmentés dans un avenir proche par des mesures d'optimisation du portefeuille, par exemple en rénovant des espaces, en augmentant le degré d'utilisation ou en vendant des immeubles moins rentables. En revanche, l'acquisition d'objets supplémentaires aux prix élevés actuels comporte le risque de diluer le rendement.

La hausse moyenne du taux de perte de loyers chez les principaux fonds devrait se poursuivre; en effet, l'activité de construction de logements, trop élevée par rapport à la croissance démographique, ne fait que creuser le taux de vacance. En outre, les perspectives conjoncturelles en berne devraient freiner la demande de surfaces commerciales. Les fonds détenant une proportion supérieure à la moyenne d'immeubles en périphérie devraient être plus affectés que ceux qui sont principalement investis dans des emplacements centraux.

La prudence est de mise

La hausse sensible du cours des fonds immobiliers suisses n'est pas sans risque. Après la dernière hausse de cette envergure, en 2015, les investisseurs ont encaissé des pertes de 10% en cinq mois. Puisqu'avec des valorisations élevées, il faut s'attendre à une longue période de disette, un rendement négatif sur les cours est vraisemblable ces prochaines années.

Chiffres-clés des principaux fonds immobiliers suisses cotés en bourse

Fonds avec capitalisation boursière d'un milliard de CHF au moins au 30 novembre 2019; sauf mention contraire, toutes les valeurs sont indiquées en %

Nom	Région	Secteur	Part de marché ¹	Agio estimé	Rendement sur distribution	Taux de perte de loyer ²	Taux d'es-compte (nominal) ²	Taux de financement par des fonds de tiers ²	Rendement total ¹	
									1 an	3 ans ³
UBS Sima	CH alémanique	Usage mixte	17,8	40,5	2,5	6,6	3,2	23,0	24,1	11,2
CS Siat	CH alémanique	Usage mixte	6,4	39,7	2,5	4,6	3,6	18,2	18,0	5,8
CS Livingplus	CH alémanique	Logement	6,2	39,1	2,3	5,2	3,7	19,4	24,2	6,2
CS Green Property	CH alémanique	Usage mixte	5,7	28,9	2,4	3,6	3,5	17,5	25,2	9,9
UBS Anfos	CH alémanique	Logement	5,3	32,5	2,3	6,7	3,4	16,8	26,4	10,0
UBS Swissreal	CH alémanique	Commercial	3,6	27,9	3,2	5,3	4,1	23,3	27,6	11,6
CS Interswiss	Diverses	Commercial	3,6	15,4	3,7	4,3	3,9	26,7	22,5	8,0
Immofonds	CH alémanique	Logement	3,2	49,9	2,6	4,2	3,9	24,2	28,8	8,5
La Fonciere	CH romande	Logement	3,2	52,7	2,6	1,4	4,3	18,4	32,2	9,7
Schroder ImmoPLUS	CH alémanique	Commercial	3,1	31,7	2,6	3,1	4,2	17,7	19,7	6,8
Fonds Immobilier Romand	CH romande	Logement	3,1	48,8	1,9	2,3	3,9	10,9	23,4	9,1
Swisscanto IFCA	Diverses	Logement	3,0	30,4	2,3	4,6	3,9	22,6	19,4	5,3
UBS Foncipars	CH romande	Logement	2,9	38,1	2,1	3,8	3,5	21,2	31,5	11,7
Ed de Rothschild Swiss	Diverses	Usage mixte	2,7	28,1	1,7	2,8	3,8	25,2	27,4	7,6
Solvalor 61	CH romande	Logement	2,6	48,4	2,3	1,6	4,3	5,8	21,5	8,7
SL REF Swiss Properties	CH alémanique	Usage mixte	2,4	23,1	1,9	3,1	3,0	20,6	-	-
Immo Helvetic	Berne	Logement	2,1	28,9	2,8	8,5	4,4	25,4	24,5	3,1

¹ au 30 novembre 2019 ² dernière valeur disponible ³ valeur annualisée
Ce tableau est une liste de référence et ne constitue pas une liste de recommandations.
Sources: Bloomberg, entreprises, UBS, au 30 novembre 2019

Priorité aux compétences fondamentales

Stefan R. Meyer et Alexandra Bossert

Les entreprises s'appuient de plus en plus sur leurs atouts pour progresser sur le plan opérationnel. Une meilleure utilisation des immeubles du portefeuille et la planification minutieuse des projets favorisent la préservation de la valeur ainsi qu'une croissance modérée. La préoccupation centrale est d'assurer la durabilité des dividendes.

Après une année 2018 mitigée, les cours des actions immobilières suisses ont connu une évolution très positive en 2019, surtout du printemps à la fin de l'été, surperformant l'ensemble du marché. De plus, comme les années précédentes, les distributions étaient appréciables. Swiss Prime Site a réalisé la meilleure performance, stimulée par l'annonce de la vente des maisons de retraite. L'action Flughafen Zürich, en revanche, était parmi les titres immobiliers les plus faibles, son cours ayant stagné. Cela s'explique par la nouvelle ordonnance du Conseil fédéral sur les redevances aéroportuaires, moins avantageuse.

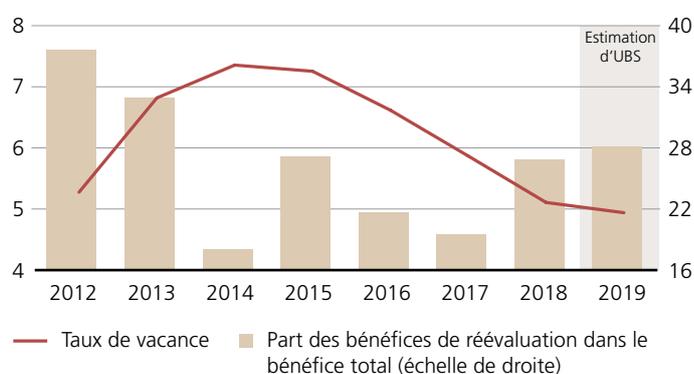
Beaucoup de travaux préparatoires pour les nouveaux projets

Le contexte du marché immobilier est devenu plus ardu, car les taux d'intérêt sur les emprunts ont probablement atteint leur plancher, tandis que l'immigration nette et l'économie ont perdu de leur élan. Cela limite les appréciations possibles. Néanmoins, les sociétés anonymes immobilières ont réussi à générer environ un quart de leurs bénéfices grâce à des revalorisations, dans la moyenne des douze dernières années. Et ce, grâce à la concentration croissante sur l'emplacement optimal pour les nouveaux projets et des taux de prélocation élevés avant le début de la construction, ce qui réduit le risque de vacance et de perte de loyer. En outre, réduire le taux de vacance soulage la pression sur les prix des autres immeubles loués dans les environs. Bien que toutes les sociétés immobilières analysées aient des plans ambitieux pour les années à venir, la part des bénéfices due aux revalorisations devrait diminuer à moyen terme.

Les sociétés anonymes immobilières profitent actuellement de la forte demande d'immeubles de rendement pour revendre certains immeubles sélectionnés, enregistrant ainsi des gains en capital. Elles sont solides également sur le plan opérationnel, comme le montre le taux de vacance moyen, descendu, pour les neuf firmes analysées, de plus de 7% en 2014 à environ 5% en 2018, et probablement encore plus bas l'année dernière. PSP Swiss Property a obtenu une nette amélioration de son taux d'occupation, faisant fondre le taux de vacance de plus de 8% en 2017 à environ 4% l'an passé. Globalement, cependant, l'amélioration ralentit; le taux de vacance devrait donc rester stable cette année.

Taux de vacance en baisse et bénéfices de réévaluation solides

Moyenne des sociétés évaluées, en %



Sources: rapports des entreprises Allreal, Flughafen Zürich, HIAG, Intershop, Mobimo, PSP, SPS et Zug Estates; UBS, au 6 novembre 2019

Faibles coûts de financement, faibles rendements sur dividendes

Le coût d'emprunt moyen est passé de 2% en 2015 à 1,4% à peine en 2018, puis à 1,3% l'année dernière. PSP Swiss Property, HIAG et Investis présentent les coûts de financement les plus bas: moins de 1% en moyenne. PSP Swiss Property, Allreal, Mobimo et Intershop sont ceux qui ont réduit le plus fortement les coûts de financement. Si ces réductions sont, entre autres, dues à des durées résiduelles plus courtes, celles-ci se sont probablement stabilisées l'an dernier, à quatre ans et demi. Le potentiel de baisse des coûts d'emprunt est modeste, notamment parce que le ratio de fonds propres moyen est passé de plus de 52% en 2016 à 48% mi-2019. Les bilans des sociétés immobilières sont donc toujours solides. PSP Swiss Property, Flughafen Zürich et Zug Estates présentent les structures financières les plus robustes, avec une quote-part de fonds propres supérieure à 50%.

Le rendement sur dividendes moyen lui aussi est passé de 5% en 2009 à un peu plus de 3% actuellement. Le coefficient de couverture du dividende moyen est resté autour des 80%, mais les cours des actions ont augmenté. À l'heure actuelle, les investisseurs paient parfois des primes très élevées sur la valeur nette d'inventaire.

Concentration sur le cœur de métier

Dans la recherche de potentiels d'optimisation et de nouvelles opportunités, de nombreuses sociétés immobilières ont décidé de se réapproprier des parties de la chaîne de valeur qu'elles avaient externalisées, telles que la maintenance technique des bâtiments, le gardiennage et les services aux tiers. Mais elles se sont aussi tournées vers de nouvelles activités, en dehors de leur cœur de métier (promotion, exploitation, administration immobilières), avec plus ou moins de succès. Swiss Prime Site est devenue leader du marché des maisons de retraite. Au travers

Chiffres-clés des principales actions immobilières suisses cotées

Sauf mention contraire, toutes les valeurs sont indiquées en %

	SPS	PSP	Flughafen Zürich	Allreal	Mobimo	Zug Estates	Intershop	Investis	HIAG
Capitalisation boursière¹	7785	5931	5333	3071	1839	1369	1024	975	869
Taux de vacance									
2017	5,2	8,2	1,5	2,6	4,9	1,5	11,0	3,5	14,3
2018	4,8	5,0	1,2	2,0	2,9	2,9	9,8	2,9	14,4
2019 ²	<5	~4	1,2 ³	~2	4,3 ³	2,3 ³	~9	2,1 ³	14,3 ³
Croissance des dividendes									
2013–2018	1,1	1,5	28,1	3,4	1,0	11,2	1,9	–	–
2018–2021 ⁴	0,4	2,1	–8,7	3,7	0,7	10,2	0,0	3,4	–2,6
Quote-part de distribution									
Politique de dividendes ²	≥3,8 CHF	>70	35–45 ⁶	~100 ⁷	≥10 CHF	≤66	≥22 CHF	≥2,35 CHF ⁹	4 ⁸
2018	109	91	89	89	70	46	41	84	144
2019 ⁴	84	79	72	87	124	52	73	87	0
Moyenne 2013–2018	98	89	66	83	79	41	67	–	113 ⁵
Rendement sur dividendes									
2020 ⁴	3,7	2,8	4,0	3,5	3,6	1,5	4,1	3,1	0,0
2021 ⁴	3,7	2,8	3,0	3,6	3,6	1,6	4,1	3,3	3,2
Quote-part des fonds propres³	44	53	54	47	44	52	49	46	43

¹ en mio. de CHF au 6 novembre 2019 ² prévision de l'entreprise ³ au premier semestre 2019 ⁴ estimation du consensus au 6 novembre 2019 ⁵ 2014–2018

⁶ plus actuellement dividendes spéciaux ⁷ du bénéfice hors entreprise générale ⁸ en % de la valeur nette d'inventaire ⁹ «distribution attractive, continue»

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

Sources: entreprises, UBS au 6 novembre 2019

de la vente de la partie opérationnelle de cette activité, le financement de son bilan, et notamment son vaste pipeline de projets doit être renforcé. Cependant, s'aventurer en dehors de ses activités de base peut impliquer des risques substantiels; HIAG a ainsi dû se départir de son activité accessoire d'infrastructures et solutions numériques.

Privilégier les meilleurs payeurs de dividendes

En raison du contexte de marché plus exigeant et des valorisations boursières accrues, les po-

tentiels d'appréciation sont rares. Les rendements sur distribution se sont quelque peu tassés, mais restent attrayants et durables. Les entreprises présentant un développement opérationnel robuste, des projets soigneusement planifiés et des actions correctement valorisées sont à privilégier. Celles-ci sauront en effet maintenir ou même accroître leur valeur d'inventaire par action – et, par conséquent, leurs dividendes.

Obligations immobilières: privilégier les titres défensifs

De plus en plus, ces dernières années, les grandes sociétés immobilières ont choisi le marché obligataire pour financer leurs propres projets ainsi que leurs acquisitions. Fin 2019, les obligations des sociétés immobilières suisses pesaient en valeur nominale sept milliards de francs à la Bourse suisse, soit environ 2% du segment national.

Le rendement global du secteur entreprises du SBI Swiss Bond Index (SBI Corporate Domestic) était de 3,2% l'an passé, après un résultat nul l'année précédente. Au vu des perspectives économiques moroses, les entreprises défensives, à la situation financière prudente, devraient être bien positionnées. Les obligations immobilières s'échangent à une légère décote par rapport aux obligations d'entreprises à la notation de crédit

comparable. Cela peut s'expliquer par la base d'investisseurs plus restreinte, car les institutions préfèrent les placements immobiliers directs.

Un indicateur important pour la solvabilité est le rapport «loan-to-value» (dette nette en proportion de la valeur du portefeuille immobilier), qui, pour obtenir une notation *investment grade*, devrait être inférieure à 50% à moyen terme. C'est PSP Swiss Property qui affiche l'endettement le plus bas parmi les entreprises analysées (35,7% fin juin 2019); Swiss Prime Site, Mobimo et Allreal présentent également des valeurs inférieures à 50%. À prendre en compte également: la subordination structurelle. Là aussi, PSP se démarque, car la société n'a aucun engagement financier garanti par des gages immobiliers.

La correction est en cours

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek et Katharina Hofer

Dans toutes les grandes villes de la zone euro que nous avons étudiées, le risque de bulle immobilière a augmenté, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt. À l'échelle mondiale cependant, les prix ont stagné en moyenne pour la première fois depuis 2012. Le découplage entre prix des logements et revenus des ménages ternit les perspectives.

Le plus fort risque de bulle immobilière se situe actuellement à Munich, suivie de Toronto, Hong Kong et Amsterdam. Francfort et Paris entrent également dans la zone à risque. À Londres, en revanche, le risque de bulle a diminué après de nouvelles corrections de prix, de sorte que la ville n'appartient désormais qu'à la catégorie des villes surévaluées. Vancouver, San Francisco, Stockholm et Sydney affichent des valorisations nettement inférieures. À New York et Los Angeles aussi, le risque de bulle immobilière s'est éloigné, tandis que presque rien ne change à Singapour.

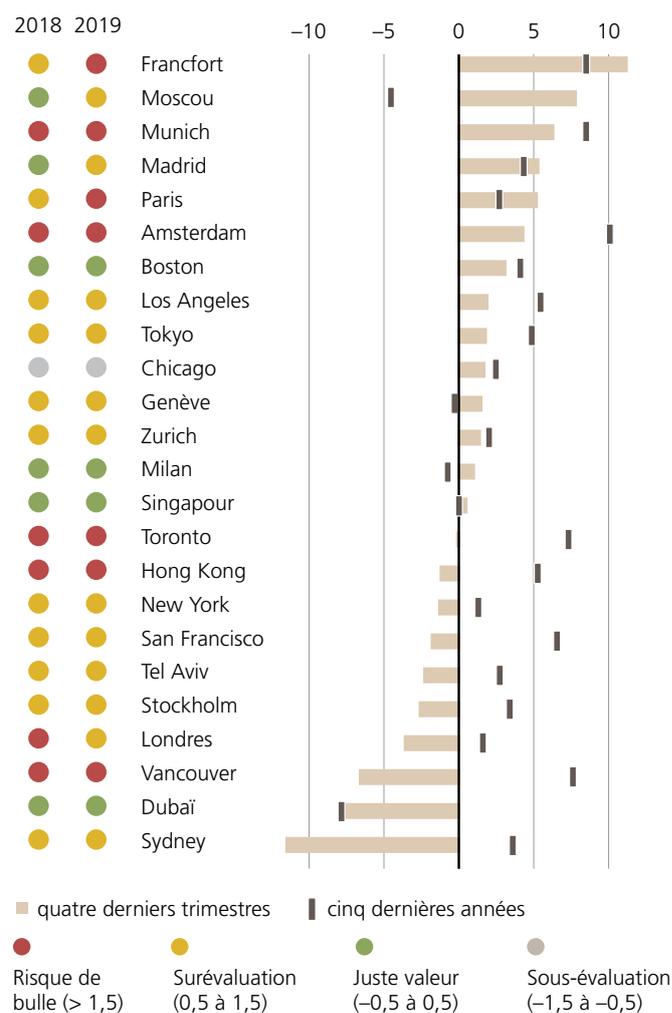
La réglementation et la morosité conjoncturelle brident les prix

Globalement, dans les villes de l'étude, l'enchérissement (corrige de l'inflation) s'est pratiquement arrêté ces quatre derniers trimestres. Ce n'est que dans la zone euro, ainsi qu'à Moscou et à Boston, que les logements à l'achat ont notablement enchéri. À l'exception de Francfort, il n'y a pas eu d'augmentation à deux chiffres, qui n'était pas rare les années précédentes. On constate par contre de fortes corrections (plus de 5% sur un an) à Sydney, Dubaï et Vancouver. D'une part, les mesures réglementaires introduites récemment par de nombreuses localités ont ralenti l'enchérissement des logements dans les centres. D'autre part, le ralentissement de l'économie mondiale a pesé sur la demande.

La tendance négative des prix des logements devrait se poursuivre, malgré la baisse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Depuis quelques années, dans bien des endroits, le niveau des taux hypothécaires n'est plus le principal obstacle à l'achat d'un logement; c'est plutôt le fait que beaucoup de ménages

Fin du boom

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



Source: UBS



Capitainerie du port d'Anvers; Keystone / Branko de Lang

ne remplissent pas les critères de prêt des banques, notamment en matière de fonds propres. Par ailleurs, les amortissements pèsent davantage sur le budget des ménages que les intérêts hypothécaires. Enfin, l'incertitude économique, dans un environnement récessif, l'emporte largement sur l'impulsion positive des taux d'intérêt ultrabas.

Les investisseurs patients ont été récompensés

Quiconque a acquis, dans la plupart des métropoles, une propriété résidentielle au cours des 40 dernières années, même au plus fort d'une bulle des prix locale, aura néanmoins réalisé des gains en capital sur la durée. Et ce pour trois raisons principales. Premièrement, l'expansion économique portée par le secteur technologique dans de nombreux centres urbains a fait exploser la demande de logements. Deuxièmement, la multiplication, au niveau national et mondial, des ménages fortunés a généré une surdemande constante dans les emplacements les plus cotés. Enfin, les titres immobiliers ont profité du recul des taux d'intérêt réels à partir du milieu des années 90. Là où la forte demande n'a pas déclenché un boom de la construction – par exemple à cause des restrictions réglementaires –, les prix des terrains et les loyers ont monté en flèche.

Mais si ces causes n'avaient pas eu lieu, les prix des logements à l'achat auraient, au mieux, stagné tout au long du cycle. Par exemple, en raison du marasme conjoncturel persistant à Chicago ou à Milan, les prix réels y sont au même niveau qu'il y a une vingtaine d'années. Bien que Dubaï présente la plus forte croissance démographique de toutes les villes de l'étude, l'expansion continue de l'offre fait qu'aujourd'hui, les prix réels sont à peine supérieurs à leur niveau de 2000.

Un appartement en ville ne garantit pas des gains en capital

La tendance générale à l'urbanisation et la demande croissante d'emplacements de choix ne garantissent donc pas nécessairement l'appréciation du capital. À cela s'ajoute le découplage entre les prix résidentiels et les revenus des ménages. Le manque de capacité financière finit par éroder l'attractivité de nombreuses villes, favorisant la délocalisation des emplois vers les périphéries. En outre, la probabilité d'interventions politiques sur le marché du logement augmente, avec des conséquences négatives pour les investisseurs.

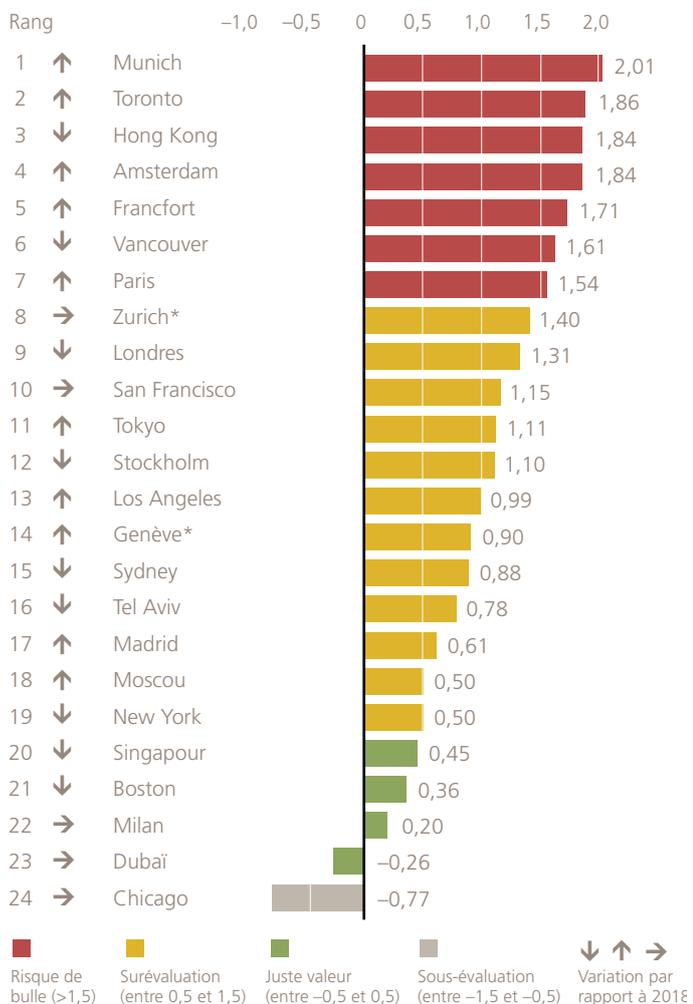
Si l'on achète un logement en ville aux prix élevés actuels, on doit se préparer à une longue période de «vaches maigres». Les données historiques suggèrent néanmoins qu'à long terme, même avec l'inflation, on peut espérer tout au

moins préserver son capital. En fin de compte, toutefois, le dynamisme économique d'une région est ce qui détermine l'évolution de la valeur.

UBS Global Real Estate Bubble Index

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 montrent toutefois des mécanismes récurrents similaires caractérisant les excès du marché immobilier; par exemple, un découplage des prix par rapport aux revenus des ménages et loyers locaux, ou des distorsions de l'économie réelle, comme un emballement dans l'octroi de prêts et l'activité de construction. L'indice *UBS Global Real Estate Bubble Index* mesure, à l'aide de tels indicateurs, le risque de bulle immobilière dans différents marchés urbains.

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



Pas de gagnant net

Thomas Veraguth et Nena Winkler

À l'heure actuelle, nous ne craignons pas de forte correction des marchés immobiliers dans le monde. Sur fond de demande soutenue, les segments résidentiel et logistique/industriel offrent des flux de revenus stables. Les opportunités d'investissement sont toutefois limitées en cette fin de cycle.

La liquidité élevée du marché mondial et les taux d'intérêt ultrabas ont poussé vers le haut les prix de l'immobilier dit «core» – c'est-à-dire des objets de première qualité, très bien situés, générant des recettes locatives sûres. En conséquence, sur les cinq dernières années, les gains en capital ont contribué pour près de deux tiers au rendement total, soit le double de la moyenne à long terme. En raison des prix élevés, les rendements initiaux sont tombés à des nadirs historiques dans presque tous les segments. À l'heure actuelle, nous ne prévoyons pas de correction de valeur majeure, tout au plus une érosion progressive due à une suroffre prévisible.

Positionnement défensif

En ce moment, les investisseurs immobiliers professionnels renoncent de plus en plus à maximiser les rendements au profit de la qualité. Dans le contexte actuel, seules des stratégies de gestion active telles que le «value-added» avec un apport important de financement externe (repositionnement d'immobiliers, réduction de taux de vacance, risque élevé) et les investissements «opportunistes» (repositionnement d'immobiliers avec fort besoin de rénovation, risque très élevé) peuvent encore générer des gains en capital. Ainsi, les investisseurs privés tentent d'exploiter les écarts de valorisation entre différents objets présentant un potentiel de repositionnement et les prix du marché. Ils achètent également des immeubles à rénover avec des unités vacantes – et donc des risques opérationnels accrus – qu'ils modernisent ensuite pour en accroître la valeur.

Segments immobiliers mondiaux

Les *immeubles de bureaux* modernes et dans des emplacements centraux sont surtout demandés par les acheteurs institutionnels, dans toutes les

grandes villes analysées. Le besoin croissant d'espaces de coworking et de bureaux flexibles a stimulé le marché, mais cela reste un créneau restreint, ne dépassant pas 5% du marché. D'après CBRE, le taux de vacance moyen dans les métropoles européennes a fondu de plus de moitié, de 11% fin 2010 à un peu plus de 5% fin 2019. L'expansion de l'offre nouvelle est modeste dans la plupart des villes; c'est pourquoi les rendements de pointe pour les biens de haute qualité ont atteint des planchers, à environ 3%. Les investisseurs à endettement élevé ont tendance à se tourner vers les emplacements de deuxième ou troisième rang, pour y effectuer des rénovations ou des constructions à neuf. Cela dit, le ralentissement de l'économie mondiale présente un risque pour ce segment cyclique.

Les *surfaces de vente au détail* sont toujours pressurées par le comportement changeant des consommateurs et la généralisation du commerce en ligne. L'écart entre surfaces modernes et obsolètes se creuse. La perturbation du commerce de détail a eu un fort impact sur les marchés où l'e-commerce est très répandu, comme au Royaume-Uni et dans les marchés avec de larges surfaces de commerce de détail par habitant comme aux États-Unis. La valeur en capital des surfaces commerciales se corrige déjà et les rendements initiaux augmentent. À la fin de l'année dernière, selon MSCI, les valeurs en capital ont chuté de 17% et 5% respectivement par rapport à leurs sommets au Royaume-Uni (décembre 2015) et aux États-Unis (juin 2017). Des dépréciations supplémentaires sont probables.

Les *immeubles résidentiels* sont de plus en plus marqués par la pression réglementaire, car l'urbanisation croissante jointe à une offre insuffi-

sante fait monter les loyers plus vite que les revenus dans la plupart des villes. En outre, les faibles taux d'intérêt ont fait grimper les prix de ces placements relativement défensifs. L'immobilier résidentiel fournit des recettes stables, de sorte que la demande des investisseurs ne diminuera pas, même dans un environnement de taux d'intérêt bas.

L'*immobilier logistique/industriel* continue d'être porté par les changements structurels. Avec la baisse des risques, les rendements de pointe des immeubles logistiques/industriels sont tombés partout dans le monde, passant de 8% en 2010 à environ 5% en 2018. Selon Prologis, le commerce en ligne, en pleine expansion, nécessite trois fois plus d'espaces logistiques que les magasins physiques, en raison de la taille de l'assortiment et du traitement des retours. Le choix d'un site logistique est déterminé notamment par la facilité d'accès, les niveaux de salaire, la polyvalence et les barrières à l'entrée. Il existe une forte demande d'espaces à proximité des bassins de consommateurs, permettant une livraison efficace et rapide. Etant donné que les immeubles logistiques/industriels nécessitent souvent des investissements substantiels de la part des locataires (équipements, automatisation), ceux-ci s'engagent généralement à long terme, ce qui garantit des flux de revenus durables.

Le point sur les principaux marchés

En *Europe*, les volumes de transactions sont en recul, malgré une demande encore soutenue grâce aux conditions de financement favorables et au manque d'alternatives de placement. Comme l'immobilier «core» n'offre plus de rendements satisfaisants, on a de plus en plus recours à des stratégies exigeant une gestion active.

À Paris naissent des opportunités intéressantes autour du mégaprojet d'infrastructures «Grand Paris» qui créera de nouvelles connexions de transport public d'ici 2030 et ouvrira ainsi de nouveaux sous-marchés pour les immeubles de bureaux, commerciaux et résidentiels. À Madrid et à Barcelone, où les loyers n'ont toujours pas retrouvé leurs sommets de 2007, la reprise du marché des bureaux crée un potentiel de croissance des recettes locatives, ce qui devrait stimuler quelque peu les rendements. Barcelone, mais aussi dans une certaine mesure Madrid et Milan,

à la traîne en matière de commerce en ligne, mais qui sont des pôles logistiques et industriels, bénéficient d'une forte demande, pour une offre encore limitée.

Aux *États-Unis*, les investissements immobiliers restent relativement attrayants – notamment dans les segments de la logistique et du logement – suite à la baisse des taux d'intérêt du marché, qui a élargi l'écart entre les rendements locatifs et les emprunts d'Etat à dix ans. Le *Brésil*, principalement São Paulo, offre un profil risque/rendement équilibré, sur fond de réformes structurelles et d'embellie macro-économique.

L'*Australie*, la *Chine continentale* et *Hong Kong* offrent des rendements initiaux assez peu attrayants, en raison du fléchissement de la croissance économique. L'immobilier résidentiel à Hong Kong, en particulier dans le segment haut de gamme, souffre de conditions de marché défavorables, tandis que la dégringolade du tourisme plombe les ventes au détail. Le grand gagnant de la région est le marché relativement stable de *Singapour*. Au *Japon*, les immeubles entièrement loués sont coûteux à l'achat; l'évolution du marché à Tokyo ou Osaka dépendra fortement des taux d'intérêt.

Logement et logistique/industrie encore relativement attractifs

Rapport risque/rendement, par marché et segment, 2019

	Total	Bureaux	Vente	Logement	Logistique/Industrie
Europe	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Allemagne	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Royaume-Uni	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Suisse	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Brésil	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Canada	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
États-Unis	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Australie	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Chine	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Hong Kong	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Japon	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■
Singapour	■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■	■ ■ ■ ■ ■

■ Défavorable ■ ■ ■ Equilibré ■ ■ ■ Favorable

Source: UBS

Berlin, entre marché et politique

Nena Winkler et Thomas Veraguth

Dans beaucoup de grandes villes, la hausse des coûts du logement pousse les autorités à intervenir sur le marché. Si le paquet réglementaire récemment adopté par le gouvernement berlinois constitue une petite révolution, il ne réussira toutefois pas à augmenter le nombre de logements «abordables».

L'urbanisation continue et la fragmentation des ménages attisent la demande de logements dans la plupart des grandes villes. En même temps, les exigences réglementaires de plus en plus complexes et l'inflation des coûts de construction entravent la production de logements neufs. L'excédent de demande persistant gonfle les loyers et les prix à l'achat. À cela s'ajoutent les coûts d'emprunts très bas – et en baisse – et l'appétit des investisseurs étrangers. Les décideurs politiques subissent des pressions croissantes pour mettre un frein à cette tendance.

Apprendre des expériences des autres

Une mesure très populaire, perçue trop souvent comme une panacée, est le plafonnement des loyers qui comporte généralement des effets secondaires indésirables. À San Francisco, par exemple, l'augmentation des loyers a été bridée à la fin des années 1970. En conséquence, les appartements locatifs ont été massivement convertis en copropriétés, ce qui a réduit l'offre de logements locatifs d'environ 15% et aggravé la pénurie. Les bâtiments neufs, non concernés par la réglementation, attirent quant à eux des ménages à hauts revenus, de sorte que le niveau des loyers à San Francisco a tout de même augmenté inexorablement.

À Genève, les interventions étatiques sur le marché et le contrôle des loyers freinent depuis la fin des années 1970 les investissements dans les logements locatifs, puisque l'entretien et les modernisations ne peuvent que difficilement être financés par l'ajustement des loyers. En conséquence, l'état du parc locatif s'est peu à peu dégradé.

De Charybde en Scylla

Une réglementation encore bien plus stricte se profile actuellement à Berlin. Après que les loyers ont plus que doublé en dix ans (tandis que le revenu brut moyen n'augmentait que d'un tiers environ), les politiciens ont réagi avec un projet de loi imposant un «Mietendeckel» (littéralement un «couvercle sur les loyers»). Celui-ci prévoit le gel des loyers pour une période de cinq ans au niveau de l'été 2019 et fixe également des plafonds pour les loyers.

Principales mesures du paquet législatif de Berlin sur le plafonnement des loyers

- ▶ Gel des loyers pendant cinq ans au niveau du 18 juin 2019
- ▶ Plafonds de loyer en fonction de l'âge du bâtiment et de l'équipement des habitations
- ▶ Bridage des loyers dépassant de plus de 20% les niveaux définis
- ▶ Coûts de rénovation transmissibles au locataire à hauteur d'un euro par mètre carré
- ▶ Sanctions pouvant aller jusqu'à 500 000 euros d'amende
- ▶ Sont exemptés des mesures les logements sociaux et les nouveaux bâtiments (habitables depuis le 1^{er} janvier 2014)

Cet ensemble de mesures radicales devrait entraîner une raréfaction croissante de l'offre de logements dans la capitale. En effet, d'une part, cela désincite à construire des appartements locatifs, du fait des conditions de marché moins favorables. D'autre part, les coûts réels de logement diminueront sur fond d'inflation positive et de croissance des revenus, ce qui devrait stimuler davantage la demande de logements en ville. L'urbanisation se poursuivant, cela accroîtra l'excédent de demande, déjà problématique. Pour les locataires actuels, il deviendra plus avantageux de rester dans leur appartement, ce qui assèchera le marché locatif pour les nouveaux entrants, en particulier les ménages les moins fortunés. En outre, la complexité du plafonnement des loyers impliquera des efforts administratifs considérables, à la charge du contribuable.

Le plafonnement des loyers bride l'investissement

Les prémices de la nouvelle législation se faisaient déjà sentir à la fin de l'année dernière; les investisseurs attendent que l'incertitude sur la forme concrète des mesures se dissipe, ce qui a presque mis un coup d'arrêt aux transactions immobilières. Et cela devrait se poursuivre. Même si, en l'état actuel, les immeubles neufs ne sont pas concernés par le plafonnement, les investisseurs peuvent avoir des doutes quant à la rentabilité future de leurs actifs, craignant de nouvelles interventions du gouvernement.

Par ailleurs, les effets du plafonnement ne devraient pas s'arrêter aux frontières de la ville: en particulier le long des grands axes de circulation, la construction redoublera, aux dépens de Berlin. Mais cela prendra des années, car le secteur du bâtiment est aux limites de ses capacités.

Planifier plutôt que restreindre

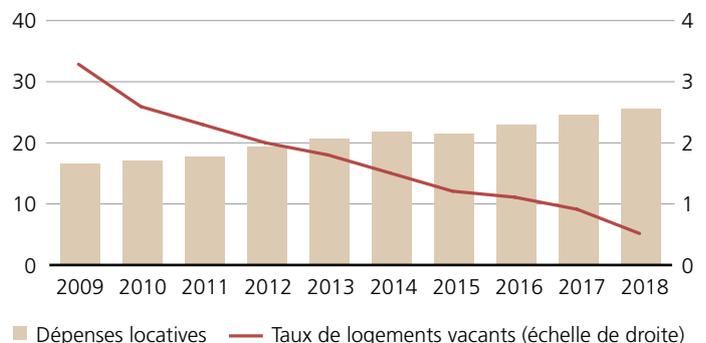
Les loyers à Berlin ont augmenté plus vite que dans les autres grandes villes allemandes ces dernières années. Cela dit, à 25%, la part des coûts de logement dans le budget moyen des ménages y est relativement basse par rapport aux autres grandes villes du pays – à Munich, ville chère, cette proportion est d'environ un tiers. Ainsi, livrés aux mécanismes du libre mar-

ché, les loyers dans la capitale pourraient certainement augmenter davantage, la limite étant posée par l'évolution des revenus.

En définitive, les mesures de contrôle des loyers ne s'attaquent qu'aux symptômes du problème et ne constituent pas une solution durable. Si l'on veut rendre le logement plus «abordable», il faut aborder le problème à la racine. Pour pallier durablement la pénurie d'habitations, il est indispensable d'encourager la construction à neuf et la densification des centres-villes, notamment en simplifiant la procédure de délivrance de permis de construire. Bien évidemment, tout plan d'aménagement urbain doit impliquer les juridictions environnantes.

Marge de manœuvre pour l'augmentation des loyers

Dépenses locatives du revenu brut et taux de logements vacants pour l'immobilier résidentiel à Berlin, en %



Sources: JLL, Statista, Statistik Berlin Brandenburg, 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: les stratégies d'investissement durable visent à prendre en considération et à intégrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le processus d'investissement et la construction du portefeuille. Les différentes stratégies sur le plan géographique et des styles impliquent des analyses ESG et une intégration des résultats en conséquence. L'intégration de facteurs 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 ou supérieurs à ceux des portefeuilles qui ne tiennent pas compte des facteurs ESG, de critères d'exclusion ou d'autres questions liées à l'investissement durable. En outre, dans ces portefeuilles, les opportunités d'investissement disponibles peuvent différer. 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 Mobiliarios 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: cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique selon le droit allemand. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information à la clientèle d'UBS Europe SE, Allemagne, dont le siège social est sis Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Francfort-sur-le-Main. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisé par la Banque centrale européenne (BCE) et soumis à la surveillance de la BCE, de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank) et de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, dont le siège est sis Wächtergasse 1, A-1010 Vienne. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'autorité autrichienne des marchés financiers (Finanzmarktaufsicht), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **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. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et d'investissement. **Brésil:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique en vertu du droit brésilien ou une analyse financière selon la définition figurant dans le document Comissão de Valores Mobiliários («CVM») Instruction 598/2018. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. et/ou d'UBS Consenso Investimentos Ltda., des entités relevant de l'autorité de CVM). **Chine:** le présent document a été préparé par UBS Switzerland AG, 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. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'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 soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'Autorité danoise de surveillance financière (Finanstilsynet), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **EAU:** UBS n'est pas autorisée dans les Emirats arabes unis (EAU) par la Banque centrale des EAU ni par l'Autorité fédérale de supervision des marchés financiers des Emirats. UBS AG Dubai Branch est agréée dans le DIFC par le Dubai Financial Services Authority. **Espagne:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique en vertu du droit espagnol. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Europe SE, Sucursal en España, dont le siège social est sis Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid. UBS Europe SE, Sucursal en España est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'autorité de surveillance espagnole (Banco de España), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. Elle est par ailleurs autorisée à fournir des services d'investissement en valeurs et instruments financiers, activité pour laquelle elle est aussi supervisée par la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). UBS Europe SE, Sucursal en España 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 la BCE. **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. **Grèce:** UBS Switzerland AG et ses filiales («UBS») ne sont pas agréées en tant qu'établissement bancaire ou financier en vertu du droit grec et ne fournissent pas de services bancaires et financiers en Grèce. Par conséquent, UBS ne fournit ces services qu'au départ de succursales établies hors de Grèce. Ce document ne peut être considéré comme une offre publique faite ou à faire aux résidents de la Grèce. **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». UBS AG Hong Kong Branch est enregistrée en Suisse avec une responsabilité limitée. **Inde:** UBS Securities India Private Ltd. (numéro d'identification de l'entreprise U67120MH1996PTC097299) 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Téléphone: +912261556000. Elle fournit des services de courtage avec le numéro d'enregistrement SEBI INZ000259830; des services bancaires d'investissement avec le numéro d'enregistrement SEBI: INM000010809 et des services

d'analyse financière avec le numéro d'enregistrement SEBI: INH000001204. UBS SA, ses filiales et sociétés affiliées peuvent posséder des dettes ou positions dans la société/les sociétés indienne(s) mentionnée(s). Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses filiales et sociétés affiliées peuvent avoir reçu une indemnisation pour des services liés à des titres ne relevant pas de la banque d'affaires et/ou des services non liés à des titres de la société/des sociétés indienne(s) mentionnée(s). La société/les sociétés en question peut/peuvent avoir été un client/des clients d'UBS SA, ses filiales ou sociétés affiliées durant les douze mois précédant la date de distribution du rapport d'analyse dans le cadre de services liés à des titres relevant ou non de la banque d'affaires et/ou des services non liés à des titres. S'agissant des informations sur les associés, veuillez vous reporter au rapport annuel disponible à l'adresse: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html.

Indonésie, Malaisie, Philippines, 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 demande de bien vouloir le détruire/supprimer et en informer UBS immédiatement. Toute transaction exécutée par UBS et tout conseil fourni par UBS à ce sujet en vertu du document ne vous aura été fourni qu'à votre demande spécifique ou exécutée selon vos instructions spécifiques, le cas échéant, et peut être considéré(e) comme tel(le) par UBS et par vous. 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.

Israël: UBS est un établissement financier international de tout premier ordre qui offre des services de gestion de fortune, de gestion d'actifs et d'investment banking à partir de son siège en Suisse et dans plus de 50 pays aux particuliers, aux entreprises et aux investisseurs institutionnels. En Israël, UBS est enregistrée en tant que «Foreign Dealer» en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd., une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd. est un Portfolio Manager titulaire d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. La présente publication est fournie à titre d'information uniquement et ne constitue aucune incitation ou offre d'achat. En outre, cette publication ne constitue pas un conseil en placement et/ou marketing d'investissement et ne saurait se substituer à un conseil en placement et/ou marketing d'investissement fourni par le titulaire de la licence concerné, et adapté aux besoins de chaque personne. Le terme «conseil» et/ou ses dérivés doivent être lu et interprété au regard de la définition du terme «marketing d'investissement» tel que défini dans la réglementation israélienne du conseil en investissement, marketing d'investissement et loi relative à la gestion de portefeuille, 1995 (Israeli Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law, 1995).

Italie: cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique en vertu du droit italien. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Europe SE, Succursale Italia, dont le siège est sis Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Milan. UBS Europe SE, Succursale Italia est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité italienne de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de la Banque d'Italie (Banca d'Italia) et de l'autorité de surveillance des marchés financiers (CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE.

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-Héliier, Jersey, JE2 3BX.

Luxembourg: la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois. Elle est distribuée uniquement à des fins d'information aux clients d'UBS Europe SE, Luxembourg Branch, dont le siège est sis 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch, est soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de la Commission de Surveillance du Secteur Financier du Luxembourg, auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE.

Mexique: le présent document est distribué par UBS Asesores México, S.A. de C.V. («UBS Asesores»), une société affiliée d'UBS Switzerland AG, constituée en tant que conseiller en investissements non indépendant en vertu de la loi régissant le marché des valeurs mobilières du fait de sa relation avec une banque étrangère. UBS Asesores est une entité réglementée soumise à la surveillance de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores («CNBV»), qui réglemente exclusivement UBS Asesores concernant la fourniture de services de gestion de portefeuille, ainsi qu'en égard aux services de conseil en matière d'investissements en titres, d'analyse et d'émission de recommandations de placement individuelles, de sorte que la CNBV ne dispose d'aucun pouvoir de surveillance, notamment sur tout autre service fourni par UBS Asesores. UBS Asesores est enregistrée devant la CNBV sous le numéro 30060. La présente publication ou documentation d'UBS vous a été fournie car vous avez indiqué à UBS Asesores être un Investisseur qualifié sophistiqué établi au Mexique. La rémunération du ou des analyste(s) ayant préparé ce rapport est exclusivement déterminée par les cadres dirigeants du service d'analyse et par la direction d'une entité d'UBS Groupe à laquelle ledit/lesdits analystes est/sont rattaché(s).

Nigeria: UBS Switzerland AG ainsi que ses filiales («UBS») ne sont pas agréées, supervisées ni réglementées au Nigeria par la Banque centrale du Nigeria (CBN) ou par la Commission boursière nigériane (SEC); elles n'exercent pas d'activités bancaires ou d'activités d'investissement au Nigeria.

Portugal: UBS Switzerland AG n'est pas agréée pour exercer des activités bancaires et financières au Portugal et UBS Switzerland AG n'est pas non plus placée sous la surveillance des autorités de réglementation portugaises (Banque du Portugal «Banco de Portugal» et Commission des opérations de bourse «Comissão do Mercado de Valores Mobiliários»).

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. Veuillez faire savoir à UBS si vous ne souhaitez plus recevoir de communication.

Royaume-Uni: le présent document a été émis par UBS Wealth Management, une division d'UBS SA, autorisée et réglementée en Suisse par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. Au Royaume-Uni, UBS AG est autorisée par la Prudential Regulation Authority et est soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de la réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. Membre de la Bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle de détail d'UBS Wealth Management.

Singapour: 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 demande de bien vouloir le détruire/supprimer et en informer UBS immédiatement. Les clients d'UBS AG Singapour Branch sont priés de contacter UBS AG Singapore Branch, laquelle est un conseiller financier exempté en vertu du Singapore Financial Act (Cap. 110), une banque de commerce en gros autorisée par le Singapore Banking Act (Cap. 19) et une entité réglementée par la Monetary Authority of Singapore, pour toute

question liée à, ou résultant de, l'analyse ou du rapport. **Suède:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit suédois. Elle est distribuée uniquement aux clients d'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 soumise à la surveillance conjointe de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque centrale allemande (Deutsche Bundesbank), de l'autorité de surveillance des services financiers fédéraux allemands (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) et de l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. UBS Europe SE est un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par la BCE. **Taiwan:** cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taïwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects.

Version 06/2019. CIO82652744

© UBS 2020. 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 Zuerich 3, Intershop Holding AG 3, Mobimo Holding 3, 4, PSP Swiss Property 1, 2, 3, 4, 5, Swiss Prime Site 1, 2, 3, 4, 6; Zug Estates 3

1. 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'investissement banking.
2. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en tant que gérantes/cogérantes lors de la souscription ou du placement de titres de cette société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des douze derniers mois.
3. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour des services d'investissement banking qui seront fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois.
4. UBS Fund Management (Switzerland) AG a la propriété effective de plus de 5% du total du capital social émis de cette société.
5. Un employé d'UBS SA est un dirigeant, un administrateur ou un membre du comité consultatif de cette société.
6. UBS Switzerland AG, ses sociétés affiliées ou ses filiales détiennent une position nette longue supérieure à 0,5% du capital social émis de cette société.

Au 13 janvier 2020

UBS Real Estate Local Fact Sheets

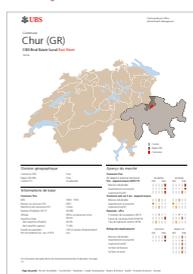


Utile pour vos décisions d'investissement

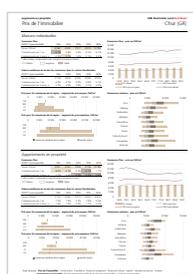
Les *UBS Real Estate Local Fact Sheets* contiennent pour chaque commune suisse les informations statistiques les plus importantes concernant le marché immobilier local. Elles peuvent être utilisées à diverses fins, pour des décisions d'investissement, des analyses de marché ou des comparaisons avec d'autres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

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

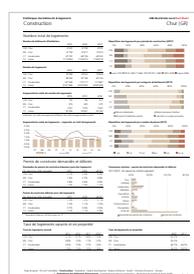
APERÇU DU MARCHÉ



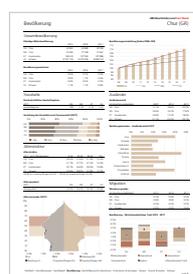
PRIX DE L'IMMOBILIER



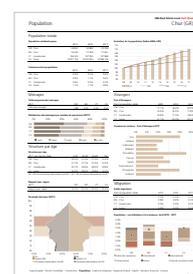
CONSTRUCTION



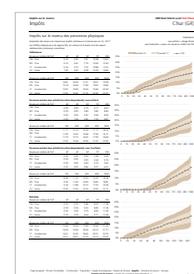
POPULATION



REVENU



IMPÔTS



Aperçu et prévisions

Sauf mention contraire, toutes les données sont des pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

	10 ans ¹	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ³
Contexte									
Conjoncture et revenus									
Produit intérieur brut (réel)	1,8	1,9	2,5	1,3	1,7	1,9	2,8	0,8	1,1
Produit intérieur brut par habitant (réel)	0,8	0,6	1,3	0,2	0,6	1,1	2,0	0,0	0,3
Salaires (réels)	0,6	0,9	0,9	1,5	1,1	-0,1	-0,4	0,0	0,3
Inflation et taux d'intérêt									
Inflation annuelle moyenne	0,0	-0,2	-0,1	-1,1	-0,4	0,5	0,9	0,4	0,5
Taux directeur de la BNS ^{4,5}	-0,3	0,0	-0,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0
Rendem. des emprunts de la Conf. à 10 ans ⁴	0,4	1,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7
Démographie et emploi									
Population	1,0	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	0,7	0,8	0,8
Taux de chômage	3,0	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2	2,6	2,5	2,5
Emploi (équivalents temps plein)	1,1	1,3	0,9	0,8	0,1	0,6	1,8	1,2	0,5
Logement									
Logements en propriété									
Prix à l'offre des appartements en propriété	2,0	3,4	2,2	1,5	1,0	0,2	-1,9	-1,6	0,0
Prix à l'offre des maisons individuelles	2,6	4,7	1,3	2,3	1,3	2,4	1,1	0,5	0,5
Croissance des crédits hypoth. aux particuliers	3,7	5,1	3,5	3,4	2,8	2,6	2,6	2,8	2,5
Logements locatifs									
Loyers à l'offre	0,8	2,9	2,2	1,0	-1,3	-1,0	-2,1	-1,3	-1,0
Loyers à l'offre, logements neufs	-0,6	1,3	5,8	-1,5	-3,4	-3,3	-2,3	-1,1	-1,5
Loyers existants	0,8	0,4	1,2	0,9	0,2	1,2	0,7	0,5	0,0
Taux d'intérêt hypothécaire de référence ⁴	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5	1,3
Rendement cash flow net ⁶	4,0	4,1	4,2	4,0	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5
Rendement du capital ⁶	3,1	2,8	1,9	4,3	4,3	3,1	3,5	3,5	2,5
Rendement total ⁶	7,2	7,1	6,2	8,4	8,3	6,7	7,1	7,0	6,0
Vacance et construction de logements									
Taux de logements vacants	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
Permis de constr. par rap. au stock de logements	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1
Commercial									
Surfaces de bureaux									
Loyers de l'offre	1,0	5,4	0,2	3,0	1,2	-1,0	-2,2	-0,1	-0,5
Quote-part de l'offre	6,7	6,3	6,6	6,9	6,6	6,7	6,8	7,0	7,0
Rendement cash flow net ⁶	4,2	4,3	4,4	4,2	3,9	4,0	3,7	3,5	3,5
Rendement du capital ⁶	1,7	0,8	0,0	0,8	1,0	2,0	2,7	3,0	2,0
Rendement total ⁶	5,9	5,1	4,4	5,0	4,9	6,0	6,5	6,5	5,5
Surfaces commerciales									
Loyers de l'offre	0,5	1,5	-3,3	-1,1	-3,2	0,3	0,1	0,9	-0,5
Rendement cash flow net ⁶	4,1	4,2	4,2	4,1	3,6	3,8	3,7	3,7	4,0
Rendement du capital ⁶	1,5	2,3	1,1	1,2	1,1	0,7	-0,2	0,0	-0,5
Rendement total ⁶	5,6	6,5	5,3	5,3	4,8	4,5	3,5	3,7	3,5
Bourse									
Actions immobilières									
Rendement total	11,6	-6,9	13,6	9,6	11,7	10,1	-2,1	37,0	-
Volumes journaliers moy. en bourse (mio. de CHF)	27,0	21,9	20,5	30,1	27,2	29,0	32,2	42,6	-
Primes estimées ⁷	16,4	8,2	5,6	12,5	17,7	25,3	22,7	29,5	-
Volatilité	9,7	10,1	8,0	13,0	11,8	8,7	8,7	7,9	-
Fonds immobiliers									
Rendement total	6,4	-2,8	15,0	4,2	6,8	6,6	-5,3	20,7	-
Volumes journaliers moy. en bourse (mio. de CHF)	22,8	20,8	19,3	25,4	22,6	27,9	25,4	30,6	-
Agios estimés ⁷	24,5	17,5	19,2	28,9	27,2	28,0	22,6	28,9	-
Volatilité	8,4	8,4	7,6	12,1	9,2	8,8	8,9	9,1	-
Indice de référence									
Rendem. total des fondations de placement immob.	5,5	5,7	5,1	5,8	5,8	5,4	4,9	4,2	-
Rendem. total du Swiss Performance Index	9,4	24,6	13,0	2,7	-1,4	19,9	-8,6	30,6	-
Volatilité du Swiss Performance Index	13,4	12,8	10,6	18,4	15,5	8,8	12,7	11,1	-
Rendem. total du Swiss Bond Index («AAA»)	2,6	-3,3	8,5	2,4	1,6	-0,1	0,3	3,5	-

¹ Moyenne: 2010 à 2019

² Extrapolations/Pronostics UBS (situation au 14 janvier 2020)

³ Pronostic UBS

⁴ En fin d'année

⁵ Libor à 3 mois (CHF) jusqu'à 2018

⁶ Investissement direct dans des immeubles existants

⁷ Surcote par rapport aux valeurs nettes d'inventaire des actions immobilières (primes) et fonds immobiliers (agios)

Sources: OFS, Bloomberg, OFL, DocuMedia, MSCI, SECO, Wüest Partner, UBS

