

Swiss Issues Immobilier
Mars 2014

Marché immobilier 2014

Structures et perspectives



Impressum

Editeur

Giles Keating
Head of Research and Deputy Global CIO
+41 44 332 22 33
giles.keating@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate & Regional Research
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Contact

immobilien.economicresearch@credit-suisse.com
+41 44 334 74 19

Page de couverture

Saint-Georges Center, Genève
(Architectes: Sauerbruch Hutton, Berlin)
Photographe: Jan Bitter, janbitter.de

Impression

galledia ag, Burgauerstrasse 50, 9230 Flawil

Clôture de rédaction

3 février 2014

Commandes

Directement auprès de votre conseiller ou dans toutes les succursales du
Credit Suisse
Exemplaires à l'unité (gratuits) via www.credit-suisse.com/publications ou fax
+41 44 333 56 79
Commandes internes via MyShop sous n° Mat 1511452
Abonnements avec publicode ISF (HOST: WR10)

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.
Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés.

Auteurs

Denise Fries
Fredy Hasenmaile
Philippe Kaufmann
Dr. Christian Kraft
Thomas Rieder
Daniel Steffen
Dr. Fabian Waltert

Participation

Andreas Bröhl

Sommaire

Synthèse	4
Surfaces habitables	7
Demande	7
Offre	14
Résultat du marché	18
Perspectives 2014 pour le marché du logement	24
Régulation du marché: que nous apprend le cas de Genève?	25
Surfaces de bureaux	31
Demande	31
Offre	33
Résultat du marché	35
Les cinq principaux marchés des surfaces de bureaux en détail	37
Zurich	38
Genève	40
Berne	42
Bâle	44
Lausanne	46
Perspectives 2014 pour les surfaces de bureaux	48
Surfaces de vente	49
Demande	49
Offre	54
Résultat du marché	56
Perspectives 2014 pour les surfaces de vente	58
Immobilier logistique: une possibilité d'investissement porteuse de croissance	59
L'immobilier comme placement	65
Placements immobiliers directs	65
Placements immobiliers indirects	70
Perspectives 2014 pour l'immobilier comme placement	73
Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux	75

Synthèse

Les signes qui suggèrent que le marché immobilier suisse a atteint un plafond se multiplient. Les prix continuent à grimper, mais la dynamique s'est enrayée et les taux de croissance fléchissent à tous les niveaux. L'atmosphère de ruée vers l'or semble, lentement mais sûrement, toucher à sa fin. Les segments de marché dynamiques sont de plus en plus tenus en échec par le renforcement des mesures de régulation. D'autres segments du marché, comme celui de la propriété à prix élevés ou le marché des surfaces de bureau, sont déjà confrontés à des prix ou loyers en baisse. Sur le marché du logement, si le OUI populaire «contre l'immigration de masse» étonne, il limite à moyen terme le potentiel de demande. Cependant, tous ceux qui s'attendaient à une dégringolade rapide et incontrôlée se trompent. En l'absence de hausse des taux marquée ou d'effondrement inattendu de la conjoncture, les fondamentaux demeurent suffisamment robustes pour que le marché, pour l'essentiel, se contente de faire du surplace. En fait, il s'agit là d'un scénario optimal pour un atterrissage en douceur avec le seul inconvénient que ce faisant, les risques accumulés au cours des dernières années ne se réduisent que lentement.

Surfaces habitables Page 7

Une accalmie se déroulant de manière optimale – mais alerte pas encore levée

Le marché du logement demeure stable. Le niveau de prix désormais atteint agit de plus en plus comme un frein et entraîne un déplacement de la demande vers les régions où la propriété du logement est moins chère. Les mesures de régulation jusqu'à présent engagées ainsi que les premières hausses des taux ont également contribué à ralentir la croissance des prix des maisons individuelles et du volume d'attribution de crédits et à réduire le risque d'un krach immobilier. D'autres démarches de régulation imminentes devraient prolonger la phase de ralentissement, jusqu'à présent optimale, pour la faire déboucher sur un équilibre tenable entre euphorie et panique. A moyen terme, seule la normalisation du niveau de taux sera suffisamment puissante pour imposer des corrections de prix. Il est donc trop tôt pour sonner la fin de l'alerte, notamment du fait que des fondamentaux intacts induisent une demande toujours élevée en espace habitable ne correspondant pas parfaitement à l'offre en termes régionaux: alors que les créations d'emplois concernent de plus en plus les centres-villes et, partant, que la pression de la demande est la plus forte dans les agglomérations, l'offre de logements présente une réaction peu conforme à la demande en termes régionaux et se reporte de plus en plus vers la périphérie. A la pénurie d'espace habitable persistante dans les centres-villes, avec de nouvelles hausses des loyers à court terme, viennent s'ajouter un nombre croissant de logements vacants et des problèmes d'absorption de logements en location dans les zones périphériques. Les risques latents d'un excès d'offre à moyen terme, déjà accrus compte tenu de la dépendance de l'absorption des logements de l'immigration, ont augmenté du fait de l'adoption de l'initiative «contre l'immigration de masse» et pourraient donc susciter une nervosité croissante.

Complément: le marché du logement à Genève Page 25

La tendance à la régulation du marché: les enseignements tirés du cas de Genève

Les causes de la pénurie d'espace habitable à Genève sont internes, tout au moins en partie. Confrontée à une pression à l'urbanisation élevée, du fait de l'immigration, l'offre d'espace habitable à Genève, par rapport à des régions similaires, ne réagit guère ou de façon insuffisante à l'excédent de demande. De larges pans du marché du logement genevois font l'objet de régulations strictes en termes de prix du terrain, de loyers, de rendements et de coûts de transformation, ce qui réduit les incitations pour les investisseurs. La conséquence: une production de logements trop faible. La pénurie s'est répercutée, ces dernières années, sous la forme de hausses de prix exorbitantes pour les logements situés en dehors de la zone régulée. La dichotomie du marché du logement genevois qui en résulte génère une discrimination croissante des nouveaux locataires et se traduit par des taux de déménagement relativement faibles, le niveau le plus élevé d'insatisfaction des résidents au sujet de leur situation résidentielle, en progression d'ailleurs, et un préjudice pour la qualité de la localisation à Genève. L'exemple de Genève fait apparaître au grand jour de nombreux effets secondaires non désirés lorsqu'on essaie d'intervenir sur la structure du marché en termes de fixation des prix pour produire un espace habitable bon marché. Avec le financement direct des personnes ou la création d'incitations à l'utilisation optimale de l'espace, il existe des instruments qui sont prometteurs en termes de

taux de réalisation des objectifs de la politique du logement. Une politique du logement dont les objectifs ne sont remis en cause que par une petite minorité.

Surfaces de bureaux Page 31

Perspective d'années de vaches maigres sur fond de surproduction liée aux taux bas

Les taux bas continuent à faire apparaître un nombre relativement élevé de nouvelles surfaces. Le jeu de la patate chaude de l'augmentation des surfaces, par lequel ce sont avant tout les propriétaires d'immeubles existants coûteux ou dont la qualité n'est plus convaincante qui font face à des surfaces vacantes, n'est donc pas prêt de se terminer. Le problème est renforcé par le fait que la demande en surfaces est inhabituellement timide. A la différence de cycles antérieurs, le secteur des prestations de services financiers en tant que demandeur est presque totalement exclu. Dans un contexte de taux d'offres records, d'augmentation du nombre de surfaces vacantes et de pouvoir de négociation croissant des locataires, le réservoir de projets toujours bien garni a de quoi surprendre. A présent, toutefois, même certains grands projets ont des problèmes de réalisation, car ils n'atteignent pas le taux de prélocation. Malgré une croissance économique appréciable, les entreprises sont demeurées circonspectes compte tenu des perspectives incertaines de la conjoncture internationale et ne font pas confiance à la situation. Nous tablons au total, au cours des prochains trimestres, sur des reculs des loyers et sur davantage de corrections de valeur.

Les cinq principaux marchés de surfaces de bureau en détail Page 37

La croissance se concentre sur quartiers des affaires extérieurs

En premier lieu, ce sont les deux marchés de la location les plus développés, Zurich et Genève, qui sont exposés à un excès d'offre croissant. Cependant, alors que sur le marché des surfaces de bureau de Zurich, l'offre importante de surfaces nouvellement créées, associée à la faiblesse de la demande, suscite des difficultés d'absorption, à Genève, l'absence de demande est seule responsable des difficultés actuelles. Un effondrement du nombre de projets de surfaces et une hausse vertigineuse des taux d'offre constituent, à Genève, des signes qui ne trompent pas: la demande retient littéralement son souffle. L'assouplissement du secret bancaire et les incertitudes pesant sur les privilèges fiscaux amènent les deux secteurs centraux de la demande à Genève (les services financiers et les activités de sièges d'entreprises) à geler leurs projets d'expansion. Les centres-villes en particulier se développent faiblement. A l'exception de Lausanne, la demande dans les Central Business Districts (CBD) des grands marchés de surfaces de bureau n'augmente que de manière infime. La croissance est au rendez-vous dans les quartiers des affaires élargis ou extérieurs, où se concentre, de plus en plus, la production de surfaces. Les surfaces vacantes devraient donc, avec le temps, se regrouper davantage en périphérie.

Surfaces de vente Page 49

Le spectre du commerce en ligne

En dépit d'un contexte économique attractif, le commerce de détail a derrière lui une année en demi-teinte. Sur fond de stagnation des chiffres d'affaires, de diminution des résultats et de persistance des défis structurels, la demande en surfaces est modeste. Le marché des surfaces de vente est toujours sous l'effet de la grande expansion intervenue entre 2004 et 2010, allant de pair avec une recrudescence de la compétition. La concurrence croissante du commerce en ligne modère encore davantage les besoins en nouvelles surfaces. Les anciens moteurs de croissance, comme la tendance à la filialisation et la pénétration du marché par des chaînes étrangères, sont toujours à l'œuvre, de façon affaiblie, mais sont confinés à un rôle modeste du fait des répercussions du commerce en ligne. La demande en surfaces dans l'ensemble modérée se traduit par une offre de surfaces existantes qui se maintient à un haut niveau. Ainsi, en dépit de taux bas et donc d'un contexte idéal pour les investissements immobiliers, les investisseurs restent prudents sur le marché des surfaces de vente. Nous tablons sur une poursuite du ralentissement de l'expansion des surfaces connue par le passé. De nombreux projets sont encore en préparation, mais certains d'entre eux le sont depuis de nombreuses années et affichent une probabilité de réalisation incertaine. En revanche, les investissements de transformation restent dynamiques, dans le sillage de la recrudescence de la concurrence. Au total, contrairement au marché des surfaces de bureau, le marché des surfaces de vente est relativement calme, avec des déséquilibres d'ampleur limitée. Des changements structurels dominent le marché. Ils séparent de plus en plus les gagnants des perdants. Les emplacements présentant des fréquences de passage et de trafic élevées comptent clairement parmi les gagnants. Leurs loyers, déjà élevés, sont appelés à connaître de nouvelles hausses. Les emplacements peu fréquentés, quant à eux, font les frais de la mutation structurelle.

**Complément: l'immobilier
logistique**
Page 59

Une possibilité d'investissement porteuse de croissance

Dans les pays anglo-saxons et, de plus en plus, en Europe, les immeubles logistiques se sont imposés en tant que classe d'actifs. Du fait de leurs rendements élevés en termes de cash-flow, ils dépassent, en moyenne, les rendements totaux d'autres catégories de placements immobiliers. Bien que les immeubles logistiques soient considérés comme relativement volatils du fait de leur dépendance par rapport aux exportations, ce segment de l'immobilier profite de plusieurs grandes tendances, ce qui s'est reflété, ces dernières années, par des taux de croissance constamment élevés du marché de la logistique. Outre les tendances continues de la division du travail et de la mondialisation, qui augmentent massivement le transport de produits semi-finis ou intermédiaires et de composants de marchandises, tout récemment, la montée en puissance du commerce en ligne et du commerce de détail «multi-channel» a considérablement accru l'importance des services logistiques et donc de l'immobilier logistique. En Suisse, les immeubles logistiques continuent en revanche à ne jouer qu'un rôle secondaire dans le domaine des placements immobiliers. Avec un volume d'investissement annuel d'environ 0.5 mrd CHF (nouvelles constructions), le marché est relativement modeste, et le pourcentage de propriété élevé. Plus de la moitié des halles d'entreposage et de transbordement est détenue par les utilisateurs qui en sont propriétaires. La location gagne cependant petit à petit en importance. Ces dernières années, des investisseurs institutionnels de Suisse et de l'étranger ont développé ou acquis plusieurs immeubles logistiques en Suisse. Les opportunités des immeubles logistiques résident, du point de vue des investisseurs, dans une anticipation de rendement élevée. En outre, les investissements dans des objets logistiques offrent des possibilités de diversification des portefeuilles axée sur l'immobilier commercial.

**L'immobilier comme
placement**
Page 65

Nouvelles hausses de taux déjà intégrées

En 2013, les placements immobiliers ont connu des évolutions disparates. Alors que les valeurs de marchés des placements directs poursuivaient généralement leur mouvement de hausse, les cours boursiers des placements indirects ont enregistré des revers. Cette tendance suggère que l'atmosphère de ruée vers l'or régnant sur le marché immobilier suisse touche, lentement mais sûrement, à sa fin. Plus d'un investisseur réagit instinctivement et se tourne de nouveau davantage vers la qualité. Les rendements initiaux bruts des immeubles d'habitation ont donc poursuivi leur chute dans les centres, alors que des transactions au sommet de l'échelle des rendements n'étaient plus observées que rarement, pour cause de divergences de conception des prix entre vendeurs et acheteurs. Malgré tout, la croissance des prix des immeubles d'habitation devrait poursuivre sur sa lancée en 2014, car les différences de rendement par rapport aux emprunts d'Etat demeurent considérables et la demande de placements est grande. Pour les surfaces commerciales, en revanche, compte tenu de l'assombrissement des fondamentaux, il n'y a plus guère de marge vers le haut, et l'augmentation de l'offre excessive de surfaces de bureau devrait de plus en plus se répercuter sur les évaluations. Une grande part de ces attentes semble déjà intégrée en Bourse, car les agios des fonds investissant dans des immeubles commerciaux sont considérablement inférieurs aux agios des fonds immobiliers résidentiels. Au total, la correction des agios de l'année écoulée pour les deux segments de fonds fournit des points d'entrée tactiques abordables; en effet, selon notre modèle, des hausses de taux modérées à l'avenir sont déjà prises en compte dans les cours actuels.

**Approfondissement
régional**
Page 75

Les marchés immobiliers en un clin d'œil

Les immeubles sont un bien particulier. Ils ne se transportent pas d'un endroit à un autre. Les caractéristiques de la localité avec laquelle l'immeuble est intimement lié ont donc une influence sur son utilité et sa valeur. Des tendances observées à l'échelle de la Suisse comme l'immigration internationale et ses répercussions sur le marché immobilier peuvent prendre des formes très distinctes sur des marchés partiels régionaux. Nous nous efforçons donc de montrer à nos clients les influences de spécificités régionales sur la structure et les développements de marchés immobiliers locaux avec encore plus de détail, et avons remplacé les pages d'aperçu cantonales par des factsheets électroniques informatives pour les 110 régions économiques de Suisse. Un peu à l'instar d'un ouvrage de référence électronique, nos factsheets permettent aux investisseurs immobiliers aussi bien privés que professionnels de comparer les marchés partiels régionaux et de découvrir ce qui distingue au fond les marchés immobiliers locaux.

Surfaces habitables

Le marché du logement suisse se trouve actuellement dans un «super cycle» porté par le faible niveau des taux d'intérêt et une immigration qui paraît intarissable. Cette constellation dure déjà depuis tellement longtemps que le caractère cyclique spécifique au marché immobilier risque de tomber dans l'oubli. Cependant, même les «super cycles» ont une fin – qu'elle soit due à une forte hausse des taux d'intérêt ou à une grave récession, hypothèses improbables actuellement, ou en raison d'une offre de logements devenue progressivement démesurée. Si ce dernier facteur devrait nous occuper plus intensivement à l'avenir, ce n'est pas encore le cas cette année. L'année 2014 restera placée sous le signe de la stabilité, que seules des limitations politiques irréflechies de l'immigration ou des réactions d'ordre réglementaire excessives peuvent menacer.

Demande solide de même intensité

Le niveau des prix élevé limite l'accès à la propriété du logement

Le renforcement de l'auto-régulation fait effet

En raison de l'importance de la part de capitaux de tiers lors de l'achat d'immobiliers, l'accent est souvent mis non sur la valeur immobilière, mais sur les coûts de financement courants. Tant que le renchérissement continu des propriétés du logement constaté ces dernières années s'accompagnait d'une baisse de la charge due aux intérêts passifs, et que le revenu des ménages était suffisamment élevé pour garantir le financement des crédits, la hausse des prix ne touchait guère les acheteurs. C'est à peine si l'on exprimait quelques inquiétudes quant à la vente à des conditions similaires dans un avenir lointain. Ce n'est qu'avec la réglementation adoptée à l'été 2012, imposant le financement d'un minimum de 10% du prix d'achat par des fonds propres, que le renchérissement considérable des propriétés du logement enregistré ces dernières années s'est répercuté sur les acheteurs, provoquant ainsi des décalages côté demande. Depuis lors, vu les prix élevés, les exigences minimales de fonds propres représentent pour de nombreux ménages un obstacle (trop) important. Ceci est dû au fait qu'en Suisse, les fortunes sont réparties de manière plus inégale que les revenus. C'est principalement pour cette raison que l'on constate une forte baisse de la demande dans le segment de prix élevé.

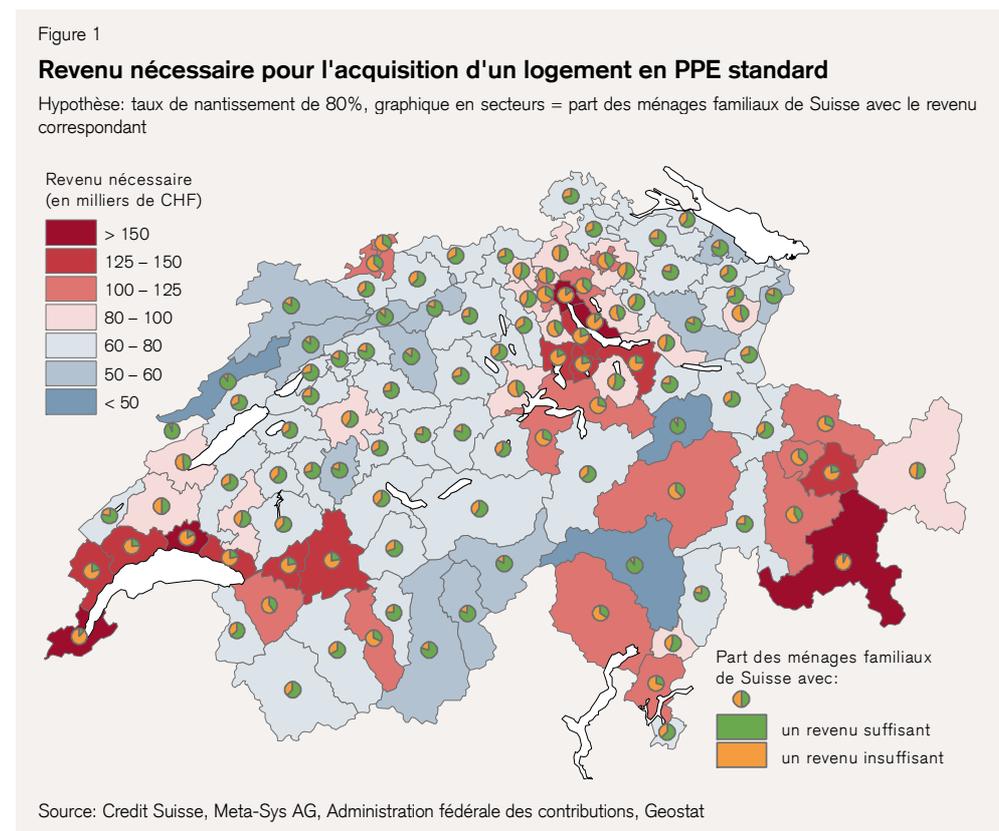
Capacité théorique à supporter la charge: des obstacles croissant dans l'accès à la propriété

En raison du niveau élevé des prix, outre l'exigence de fonds propres suffisants, la capacité à supporter la charge des appartements ou maisons compte elle aussi au nombre des obstacles, et rend l'accès à la propriété du logement difficile pour de nombreux ménages. Afin de protéger les clients des goulets d'étranglement en cas de hausse des taux d'intérêt, et d'éviter des défauts futurs, les banques recourent, malgré le faible niveau de taux, à des taux calculés théoriques nettement plus élevés. L'application d'un taux d'intérêt calculé théorique de 5%, correspondant à la moyenne à long terme d'une hypothèque fixe sur cinq ans avant la crise financière, majoré de 1% du prix d'achat pour les frais d'entretien, correspond, selon les régions, à des exigences difficiles à satisfaire en termes de revenu brut disponible. Selon la règle d'or du financement, les frais de logement ne devraient pas dépasser un tiers du revenu brut d'un ménage. La [figure 1](#), qui illustre l'application de cette règle de capacité à supporter la charge, montre les différences frappantes entre les régions en termes de conditions de revenu nécessaires à la garantie d'un financement hypothécaire, et explique pourquoi de nombreuses régions de la périphérie attirent fortement la demande en logements en propriété.

Même les objets standard sont trop chers pour la majorité dans de nombreuses régions

Pour ce faire, la [figure 1](#) illustre pour chaque région de la Suisse le montant du revenu brut nécessaire à l'acquisition d'un logement en propriété standard de 110 m² du parc immobilier existant, en appliquant le taux d'intérêt calculé théorique majoré d'un supplément pour les frais d'entretien. Les prix de référence régionaux ont été calculés sur la base des prix au mètre carré de l'ensemble des objets en propriété proposés sur les portails immobiliers. Sur l'ensemble de la Suisse, le revenu minimal nécessaire pour satisfaire aux conditions de capacité à supporter la charge mentionnées ci-dessus s'élevait l'année dernière à 95'000 CHF. Selon nos estimations, un appartement standard suisse d'un prix actuel de 660'000 CHF devrait être supportable selon la règle de financement (hypothèse: nantissement de 80%) pour 45% de l'ensemble des ménages familiaux helvétiques, un nouvellement construit avec la valeur moyenne actuelle de

845'000 CHF ne serait supportable que pour 28%. A titre de comparaison: selon l'Office fédéral de la statistique, la quote-part des logements en propriété s'élevait à peine à 37% fin 2010 en Suisse. Sur le plan régional, les revenus minimaux nécessaires pourraient varier fortement en fonction du niveau des prix régionaux. Nous indiquons ensuite pour chaque région la part des ménages familiaux de Suisse disposant du revenu brut nécessaire, afin d'en déduire une indication du pouvoir actuel de la demande. Dans près d'un tiers des régions, la majorité des ménages familiaux ne dispose pas du revenu nécessaire. Dans ce cas, les ménages doivent faire des concessions sur la taille, la qualité de finition, la situation ou l'âge de l'objet en propriété. Pour les ménages de personne seule, la capacité à supporter la charge pourrait représenter un obstacle encore plus difficile à franchir, puisque les ménages familiaux disposent en partie de deux revenus.



La propriété du logement à Genève, Zurich et Zoug n'est accessible qu'à une faible partie de la population

En termes de revenu nécessaire, le canton de Genève et la région du Pfannenstiel arrivent en tête, avec un salaire brut minimal de 178'000 CHF ou 166'000 CHF nécessaire par ménage pour ne pas menacer le financement d'un logement en propriété par étage moyen. A l'heure actuelle, l'acquisition d'un logement en propriété autour du lac Léman ou du lac de Zurich, ainsi que dans le canton de Zoug, n'est plus possible qu'à un petit cinquième de l'ensemble des ménages familiaux helvétiques. Il en va de même pour de nombreuses destinations touristiques où la propriété du logement, devenue hors de prix pour la plupart des nationaux, est vendue principalement sous la forme de résidences secondaires.

L'accessibilité: un critère important du choix du domicile

La distinction croissante entre lieu de résidence et lieu de travail

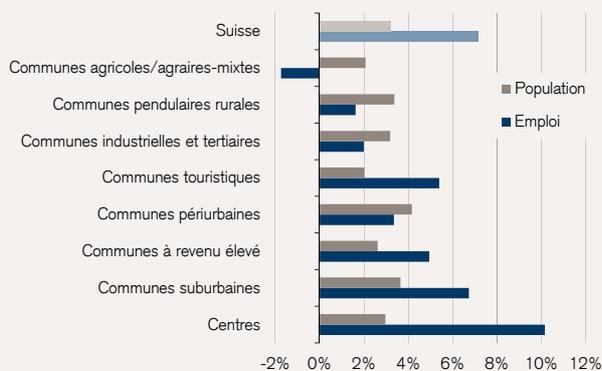
Les préférences des entreprises et des ménages ne sont pas identiques en termes de choix de l'emplacement. Différentes tendances catalysant ces différences font que le lieu de résidence et le lieu de travail coïncident de moins en moins. Selon le Microrecensement Transports 2010, la distance parcourue par personne et par jour a augmenté pour atteindre 37 kilomètres. Cette tendance est particulièrement alimentée par la division croissante du travail transformant des travailleurs en experts spécialisés. Afin d'exercer dans leur domaine de spécialisation et d'en tirer le maximum de valeur ajoutée – c'est-à-dire le salaire le plus élevé –, ces spécialistes sont prêts à accepter un trajet toujours plus long. En effet, plus l'activité est spécialisée, moins les emplois

correspondants sont fréquents, et plus le trajet domicile/travail est long. La disparité des prix entre la ville et la campagne est un facteur qui gagne encore en importance et qui incite particulièrement les ménages à tourner le dos aux localisations urbaines onéreuses. Si les entreprises exploitent, eux aussi, les possibilités d'optimisation de leur emplacement, ils restent cependant généralement en milieu urbain. La [figure 2](#) illustre les différentes préférences en termes d'emplacement entre entreprises et ménages. Alors que la croissance de la population se répartit de manière beaucoup plus régulière sur les différents types de communes, les postes de travail se concentrent principalement sur les centres. Cette tendance se renforce au vu des modifications du monde du travail. Si les postes de travail de l'industrie diminuent en région rurale, ils ne sont généralement pas remplacés de manière adéquate par des emplois du secteur des prestations de services, du moins pas en région rurale.

Figure 2

Les lieux de domicile et de travail coïncident de moins en moins

Croissance de la population et de l'emploi par type de commune, 2008–2011

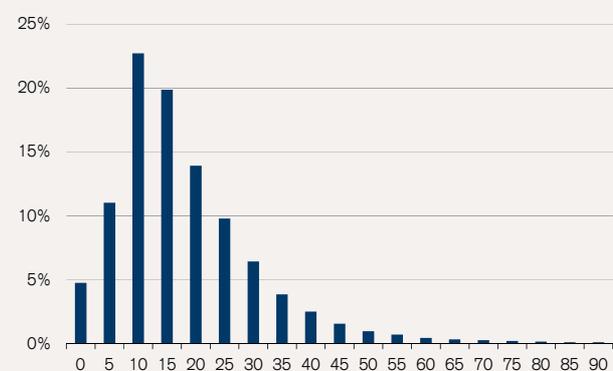


Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Figure 3

Temps nécessaire pour le trajet domicile/travail

Trajet du pendulaire avec le TIM en minutes, distribution de fréquences en %



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

L'accessibilité comme facteur décisif du choix du domicile

La séparation géographique croissante entre lieu de domicile et lieu de travail entraîne une hausse de la mobilité et de l'importance de l'accessibilité par les transports. Une estimation du relevé structurel effectué dans le cadre du recensement de 2011 permet de se faire une opinion sur le comportement des pendulaires de Suisse, et particulièrement sur la distance entre le lieu de domicile et le lieu travail que les employés sont prêts à accepter. Grâce aux informations relatives aux lieux de domicile et de travail par hectare, la durée du trajet par trafic individuel motorisé (TIM) peut être déterminée.

Les trajets domicile/maison (TIM) de plus d'une demi-heure ne sont guère tolérés

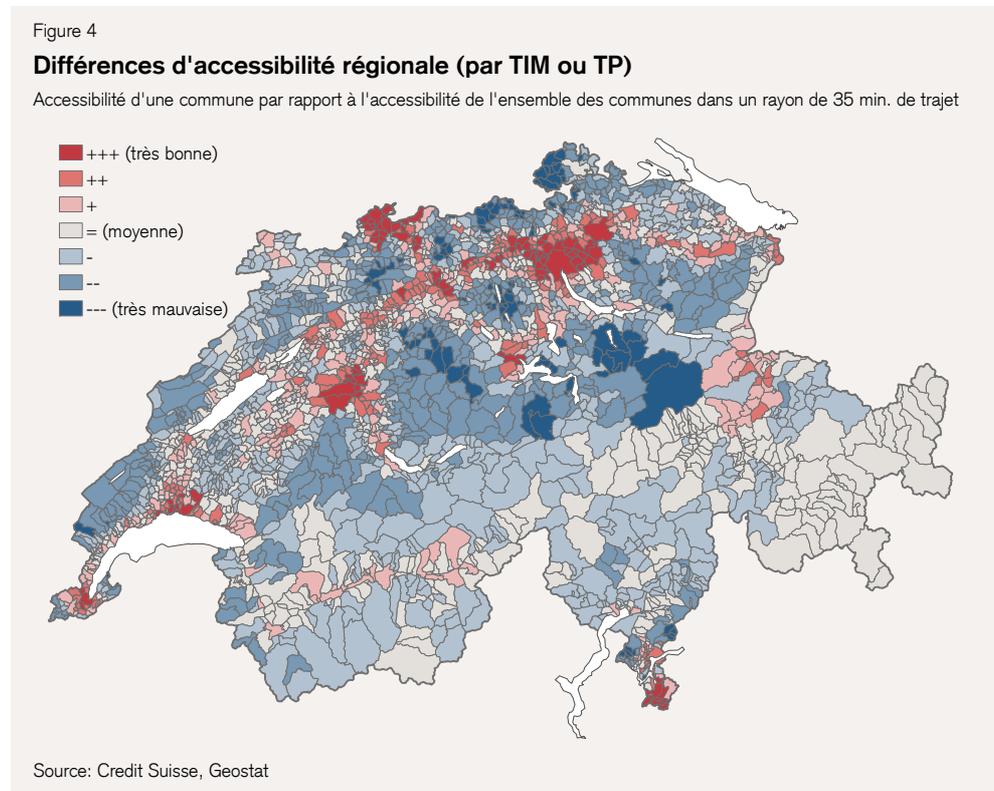
Dans notre modèle, nous tenons également compte des embouteillages sur le réseau routier suisse et supposons que les employés partent au travail à 7h15. Les trajets effectués avec les transports publics (TP) ne sont pas pris en compte dans ces temps de trajet. Les résultats (cf. [figure 3](#)) peuvent servir à déterminer l'attractivité de n'importe quelle localité pour les pendulaires, ainsi que le potentiel de demande pour des projets individuels de construction d'appartements. Ils indiquent que les ménages accordent beaucoup d'importance à l'optimisation de leurs trajets domicile/travail. La majorité des pendulaires n'y consacre pas plus de 10 à 24 minutes. Seul un peu moins d'un cinquième des employés accepte un temps de trajet de plus d'une demi-heure de voiture.

L'accessibilité régionale est décisive

Etant donné que le choix d'un lieu de domicile dépend généralement du lieu travail et des structures sociales, l'accessibilité régionale est un critère primordial. Il s'agit ici de l'accessibilité d'une commune par rapport aux chiffres d'accessibilité de l'ensemble des communes de la zone d'attraction personnelle. Pour un employé de Delémont par exemple, l'accessibilité de Zurich est peu pertinente. Il s'intéressera par contre davantage aux communes autour de Delémont en termes d'accessibilité régionale, tant avec le TIM que par les TP. Dans ce contexte, nous comparons l'accessibilité de chaque commune à l'accessibilité de l'ensemble des communes situées dans un rayon de 35 minutes (cf. [figure 4](#)). Cette approche exprime le mieux l'accessibilité régionale et identifie les sites de chaque région disposant non de la meilleure accessibilité nationale, mais régionale.

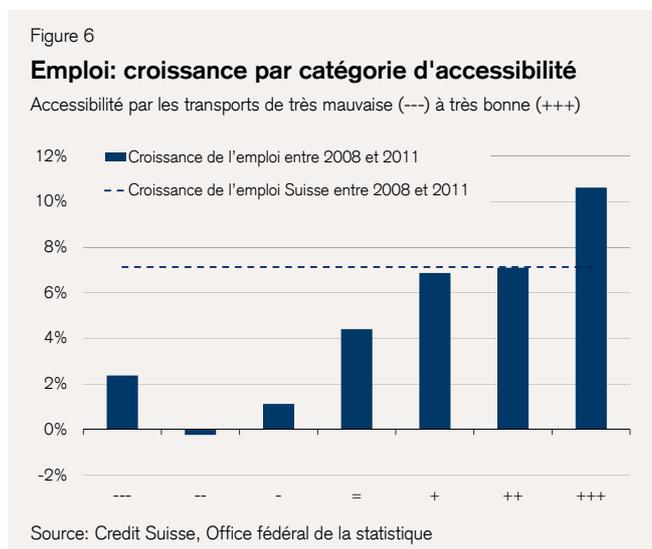
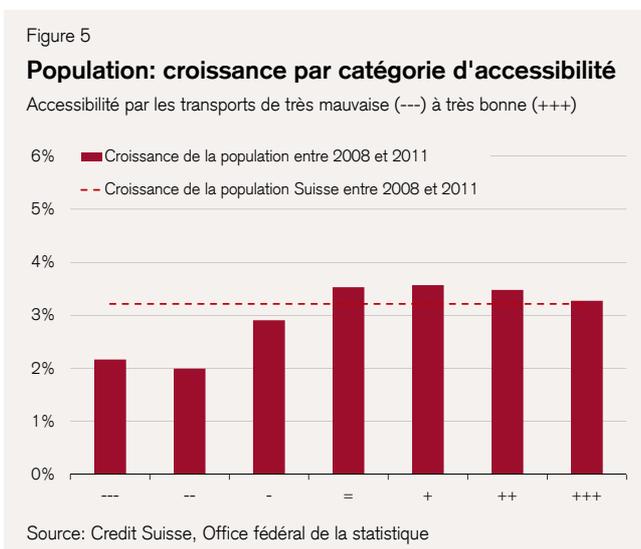
Identification des sites devant connaître un essor à venir

Au cours des dernières années, les fortes différences de prix régionales n'ont cessé de repousser la demande des sites onéreux vers les zones périurbaines. Les communes disposant d'une bonne accessibilité régionale en dehors des communes de domicile prisées, mais onéreuses, ont de fortes chances de profiter de ce décalage de la demande. La [figure 4](#) permet d'identifier dès maintenant les communes qui sortiront gagnantes d'une telle dynamique.



Les ménages ont tendance à renoncer à l'accessibilité pour économiser des frais de logement

Le calcul de la qualité d'accessibilité régionale présente donc un classement permettant de visualiser les différences de priorités entre les ménages et les entreprises. Dans le cas des ménages, les localités offrant la meilleure accessibilité n'enregistrent pas la croissance de la population la plus forte (cf. [figure 5](#)), car celles-ci sont devenues trop onéreuses pour certains ménages. C'est pourquoi les communes de troisième catégorie ont enregistré le plus grand nombre de nouvelles arrivées au cours des dernières années. Dans le cas des entreprises, les avantages d'une bonne accessibilité semblent par contre compenser le niveau de frais plus élevé, comme le souligne la croissance de l'emploi la plus importante dans les communes bénéficiant d'une très bonne accessibilité (cf. [figure 6](#)).



Une tolérance croissante vis-à-vis des trajets des pendulaires en TP

De manière générale, il faut s'attendre à ce que ces évolutions marquent de plus en plus la structure régionale de la demande en immobilier résidentiel. En période de prix élevés, d'emplois spécialisés et de croissance des ménages à deux revenus, les acheteurs potentiels chercheront davantage le meilleur compromis entre le niveau des prix, l'offre de logements et l'accessibilité. La répartition modale familiale, c'est-à-dire la répartition intrafamiliale du moyen de transport utilisé par les membres de la famille (voiture ou TP) joue également un rôle décisif dans le choix du lieu de résidence. Seuls peu de pendulaires sont prêts à effectuer un trajet de plus d'une demi-heure en voiture. La disposition à effectuer un trajet plus long en train pourrait par contre s'avérer de plus en plus importante, en raison de la meilleure utilisation et de la meilleure prévisibilité du temps nécessaire. L'accès mobile à Internet contribue considérablement à une meilleure acceptation des temps de déplacement en TP.

Concentration de la demande sur les agglomérations

La demande en biens immobiliers devrait donc se déplacer des zones mal viabilisées, ainsi que des grands centres onéreux vers les centres de taille moyenne et leurs petites agglomérations, situées le long des artères principales, situation que nous observons dès à présent. A l'écart des grands centres, la durabilité des centres régionaux en termes de demande dépendra fortement de l'évolution des centres d'activité régionaux. Le trajet domicile/travail entre le Rheintal saint-gallois et Zurich est par exemple trop long. Dans ces régions, la demande en logements est particulièrement marquée par l'accessibilité des sites industriels très répartis géographiquement, s'étant maintenus avec succès ces dernières années.

La demande croissante aux alentours des centres de taille moyenne augmente les exigences posées aux communes en matière d'aménagement. Le danger de voir apparaître un mitage progressif du territoire augmente particulièrement là où les sites s'adaptent aux besoins des pendulaires TIM. Les raccordements d'autoroutes permettent une forte accessibilité régionale par les TIM, en dehors des centres des villes, en pleine campagne, ce qui déclenche inévitablement une demande en logements. Dans les centres des villes, la demande en logements dépend par contre fortement d'une bonne accessibilité par les transports publics, d'autant plus que les gares du réseau ferroviaire régional sont souvent situées dans les centres.

Le marché du logement locatif sous l'emprise de l'immigration

Renforcement de l'immigration

Au cours des sept dernières années, les chiffres de l'immigration nette ont enregistré une évolution généralement stable. Dans son ensemble, celle-ci a fluctué dans une fourchette étroite variant entre 72'000 et 75'000 personnes. En 2008, un an après la levée des contingents, la fourchette avait enregistré une hausse, pour chuter et dépasser son plancher en 2010 des suites de la récession (cf. figure 7). La hausse de l'immigration observée ces dernières années avec environ 80'000 immigrants est donc légèrement surprenante. Parallèlement, dans le cadre de la reprise mondiale qui a suivi la crise financière, le nombre de citoyens suisses quittant le territoire est à nouveau légèrement supérieur à celui de ces dernières années; ce chiffre est cependant plus que compensé par la migration accrue en provenance de l'étranger.

Le manque de spécialistes comme raison importante de l'immigration élevée

La bonne situation générale de l'économie suisse et les conditions favorables qui en découlent sur le marché du travail ont posé les bases de la forte immigration. De la main-d'œuvre hautement qualifiée est nécessaire pour faire face au manque de spécialistes. Dans le cadre du baromètre de l'emploi, les entreprises interrogées indiquent pour le 3^e trimestre 2013 que dans 20% des cas, il leur a été difficile de trouver du personnel ayant une formation professionnelle supérieure, ou qu'elles n'en ont pas trouvé. Dans le cas de la main-d'œuvre disposant d'un diplôme universitaire, ce chiffre est légèrement inférieur (18%), alors que la main-d'œuvre ayant accompli un apprentissage n'est pas plus facile à trouver (12%). Une comparaison temporelle entre le manque de personnel hautement qualifié et le solde migratoire indique combien l'immigration correspond au besoin en personnel qualifié, et donc combien la situation de l'emploi sur le territoire suisse importe pour l'immigration (cf. figure 7).

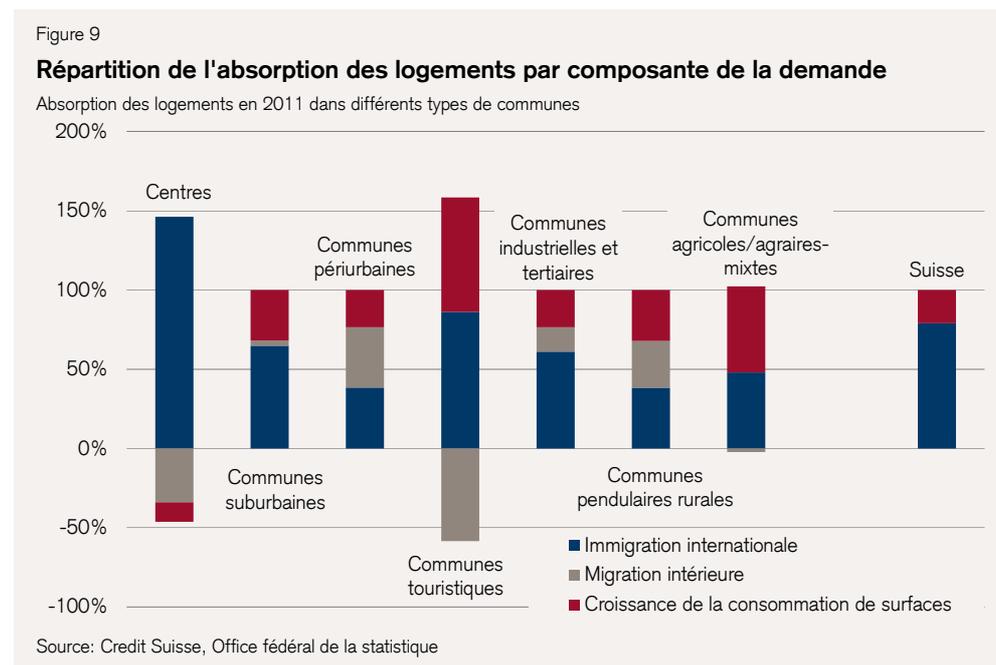
Le recul des Européens du Nord surcompensé par l'immigration en provenance d'Europe du Sud

Si le manque de main-d'œuvre qualifiée s'est désamorcé par rapport à 2012, le personnel qualifié reste difficile à trouver sur le territoire helvétique. En cas d'impasse au niveau national, il convient de se reporter sur la main-d'œuvre qualifiée étrangère. Selon les derniers chiffres disponibles pour 2012, 29% des employés immigrés ont été engagés dans les branches à forte création de valeur que sont les services financiers, l'informatique et le conseil. Ces chiffres soulignent le besoin en immigrés hautement qualifiés. Les branches du commerce, de l'hôtellerie et restauration et de la réparation n'arrivent qu'en seconde place (27%), avec la construction

(cf. figure 9). Par définition, la migration intérieure ne représente pas de moteur de la demande dans le solde migratoire à l'échelle de la Suisse. Avec à peine 21%, la hausse de la consommation due aux exigences croissantes de surfaces de la population locale est plutôt modeste. La croissance de la consommation est notamment due à la prospérité, aux taux de divorce croissant, à la tendance aux ménages de petite taille, à l'excédent des naissances et à la tendance aux résidences secondaires, pour ne citer que les principaux facteurs. Au cours des dernières années, une partie particulièrement importante de l'offre de logements était absorbée par la croissance de la consommation. La pression à l'urbanisation issue de l'immigration a cependant fait reculer cette hausse de la demande à travers la limitation de l'offre et la hausse des prix. Cette demande ainsi accumulée ne se manifeste cependant pas partout de la même manière. Une répartition spatiale par type de commune permet d'identifier les composantes de la demande absorbant le plus l'offre de logements.

La demande se concentre particulièrement sur les centres

L'immigration exerce la plus forte pression sur les zones constructibles des centres. En chiffres absolus, près de la moitié de la demande issue de l'immigration, soit près de 33'000 personnes en 2011, se concentre sur des logements situés dans les centres. Elle y entraîne d'un côté des mouvements de migration intérieure, soit des mouvements d'exode de la population locale vers les communes périurbaines ou rurales, et de l'autre, entraîne une densification de la population locale sur moins de logements ou sur une surface moins importante par personne (cf. figure 9). Au total, le départ de la population locale des centres se chiffre à près de 7300 personnes (2011) pour toute la Suisse. Le manque de logements sur le territoire suisse touche principalement les centres. Les réserves de terrain à bâtir limitées et les fortes réticences vis-à-vis de la densification des constructions renforcent le problème, indépendamment des facteurs extérieurs. L'influence de l'immigration recule avec l'affaiblissement du caractère urbain des communes d'agglomération.



La population locale quitte également les communes touristiques, principalement pour des raisons de coût (env. 2600 personnes en 2011). Ces chiffres ne couvrent pas uniquement le flux de main-d'œuvre en provenance de l'étranger, mais généralement aussi la demande indigène en résidences secondaires; phénomène que reflète la hausse de la consommation. Par contre, les destinations de la migration intérieure sont principalement les communes périurbaines et rurales abordables pour les pendulaires. La part de consommation supplémentaire relativement faible dans les communes périurbaines signale des rapports qualité/prix suboptimaux pour la population locale, en raison de la récente forte hausse des prix, ainsi que de la demande accumulée. La force d'absorption de la consommation accrue par la population locale se reflète dans les communes rurales, où cette consommation n'est pas entravée. Ces communes ne sont pas visées par la migration intérieure, raison pour laquelle près de la moitié de la demande en logements est imputable à la composante «hausse de la consommation».

Le marché du logement locatif périphérique sort grand perdant

Au vu de l'intérêt accru des immigrants pour les centres, la diminution de l'immigration mentionnée précédemment de 70'000 à 50'000 personnes en 2015 soulagera quelque peu la situation du logement dans les zones. Etant donné que la majorité des immigrants louent d'abord un appartement, le marché du logement locatif sera le plus affecté par ce recul. La baisse de pression sur le marché locatif devrait freiner la croissance des loyers, voire faire baisser quelque peu les loyers libres dans certains cas. Pourtant, les zones les plus exposées à une baisse de la demande ne seraient pas tant les centres que les régions périphériques. En effet, la tendance actuelle qui voit la population locale contrainte de quitter les centres en raison du montant des loyers devrait se renverser en cas d'amélioration de l'offre de logements dans les centres, et nous misons sur un retour partiel des «expatriés».

La propriété du logement n'est concernée qu'indirectement

Les retombées sur le marché du logement en propriété ne devraient être, quant à elles, que fort limitées. Les prix de l'immobilier ont principalement été favorisés par le faible niveau des taux d'intérêt, secteur sur lequel l'adoption de l'initiative populaire «contre l'immigration de masse» n'a pas d'influence directe. La détérioration de l'emploi devrait cependant avoir de légères retombées négatives sur l'accession à la propriété du logement. Outre le revirement des taux et le renforcement des réglementations, un troisième facteur de ralentissement apparaît donc, ce qui pourrait avoir pour effet un léger recul des prix de l'immobilier pour fin 2014. Cependant, tant que les taux d'intérêt restent largement en dessous de leur moyenne historique, le niveau élevé des prix devrait rester solide.

A moyen terme, des retombées directes limitées sur le marché de l'immobilier

A moyen terme, nous ne tablons pas sur une limitation massive de l'immigration, même en cas de contingents. Les enseignements résultant des systèmes de contingentement antérieurs montrent que ceux-ci ne peuvent influencer l'immigration que de manière insuffisante. Les traités internationaux, le haut niveau de qualité de vie de la Suisse et les rémunérations élevées sont autant de facteurs qui continueront d'encourager l'immigration. Si les conditions macroéconomiques restent propices, une immigration de 40'000 à 50'000 personnes par an devrait rester possible, malgré le système de contingentement, d'autant plus que l'initiative promet de tenir compte des intérêts économiques de la Suisse lors de la définition des contingents. Nous ne tablons donc pas sur un effondrement de l'immigration, mais sur un recul unique, ce qui devrait limiter également les retombées directes sur le marché immobilier à moyen et long terme.

Offre: au bout du rouleau, toujours plus exclusive et mal placée

L'activité de construction de logements atteint ses limites

La construction de logements se maintient à un niveau élevé. Au cours de l'année dernière, nous estimons l'augmentation nette du nombre de logements à plus de 46'000. Exception faite de l'année 2009, marquée par la récession, la construction a achevé annuellement entre 44'000 et 48'000 logements au cours des sept dernières années (cf. figure 10). Nous prévoyons que la construction atteindra cette année la tranche supérieure de cette fourchette, si les conditions météorologiques le permettent. Ces chiffres correspondraient à la deuxième croissance de l'offre de logements en termes d'importance depuis 1995. Le secteur du bâtiment ne semble pas préparé à une hausse de la construction. En effet, malgré une croissance de l'emploi, ce secteur ne parvient pas à enregistrer un taux d'utilisation des capacités de plus de 80%. Des conditions météorologiques défavorables au cours des deux dernières années ont à nouveau fait chuter le taux moyen annuel d'utilisation des capacités à moins de 78%. Les spécialistes de la branche supposent que la création d'emplois se concentre surtout sur les activités à marge élevée de la branche de la construction dans le secteur d'entreprise générale/totale (EG/ET), ainsi que sur les travaux de génie civil. L'exécution des travaux, quant à elle, reste confrontée au manque de main-d'œuvre qualifiée et aux besoins d'optimisation des processus. Le nombre d'ordres entrants reste supérieur au nombre d'ordres traitables par le bâtiment. Cet état de fait se reflète dans la hausse continue du nombre de logements en construction et dans la croissance des carnets de commandes du secteur principal de la construction. A la fin de l'année 2013, environ 76'000 logements étaient enregistrés comme «en construction», soit de nouveau plus que l'année précédente.

Des carnets de commandes pleins à craquer laissent présager une poursuite de la construction de logements au-delà de 2014

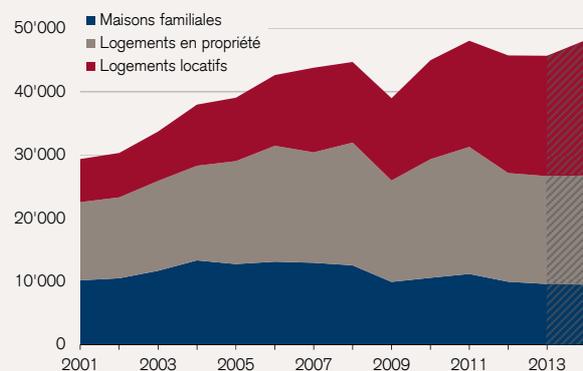
La lenteur de réaction de l'offre par rapport à la demande sur le marché est partiellement due aux problèmes structurels de la construction. Cela signifie également que la construction de logements devrait se maintenir pour un certain temps à un niveau élevé, indépendamment de la demande, en raison de retard observé dans la construction des logements planifiés. Et ce, d'autant plus que l'activité de planification ne donne aucun signe de ralentissement. Le nombre de

demandes de permis de construire déposées l'année dernière laisse présager l'arrivée d'un nombre particulièrement élevé de logements nouveaux sur le marché pour 2015 également. Etant donné que l'initiative sur les résidences secondaires ne prévoit plus d'autorisation de construire pour les résidences secondaires classiques dès 2013, les communes concernées ont vu déferler une vague de panique sous la forme de demandes accrues en permis de construire. Nous isolons cet effet dans la [figure 11](#), de manière à obtenir des informations non faussées sur la progression dans les autres communes. Même si le niveau très élevé de l'année précédente n'a pas pu être maintenu, l'activité de planification n'en est pas moins dynamique dans les communes non touchées par l'initiative relative aux résidences secondaires. Les carnets de commandes de nouveaux logements seront donc également bien remplis en 2015.

Figure 10

Augmentation nette par segment

Estimation Credit Suisse, en unités d'habitat, ombré: prévisions 2014

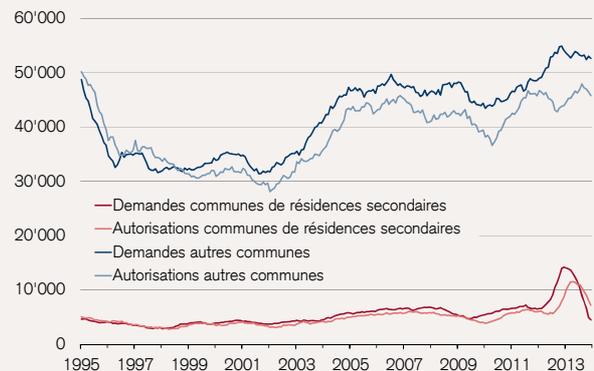


Source: Credit Suisse, Baublatt, Office fédéral de la statistique

Figure 11

Demandes de permis et autorisations de construire

Nombre d'unités d'habitat, moyenne mobile sur douze mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

Le boom de la construction touche à sa fin dans les régions touristiques

Alors que l'activité de construction dans les centres et les agglomérations se maintient à un niveau élevé, un grand nombre d'appartements nouveaux devraient être achevés en 2014, surtout dans les régions touristiques. Les résidences secondaires dont le permis de construire a été délivré avant fin 2012 et contre lesquels aucune opposition n'a été faite, peuvent être construites malgré l'initiative sur les résidences secondaires. Selon nos estimations, il s'agirait d'environ 7 000 logements sur les 13 000 demandes déposées au total entre mars et décembre 2012 dans les communes concernées par l'initiative sur les résidences secondaires (cf. [figure 11](#)). Avant la votation populaire de mars 2012, le chiffre des unités d'habitat autorisées (4400) était nettement moins important en moyenne à long terme. Certains projets pourraient donc être confrontés à des conditions de commercialisation difficiles au vu du flot d'offres momentanément. Etant donné que la saison de construction dans l'arc alpin est très courte pour des raisons climatiques, certains projets de construction ne pourront être achevés qu'en 2015, voire plus tard. L'effervescence est maintenant sensiblement retombée. Récemment, le nombre de demandes de permis de construire des logements déposées n'atteignait plus que la moitié du nombre enregistré au cours des dix années précédant la votation sur les résidences secondaires.

La construction de logements locatifs comme moteur de croissance unique

Tous les segments de la construction de logements ne contribuent pas de la même façon à la croissance de la construction. La construction de maisons individuelles enregistre un recul depuis quelques années et ne dépasse plus le seuil des 10 000 unités. La maison individuelle est devenue trop onéreuse dans les régions urbaines, d'où la perte d'importance rampante de cette forme de logement, certes prisée, mais peu économique en termes d'utilisation du sol. La construction de logements en propriété par étage semble également avoir dépassé son zénith. En 2011, la phase de faible taux d'intérêt avait certes stimulé la construction de plus de 20 000 logements, mais depuis lors les tendances à la saturation et les nouvelles directives de financement, plaçant la barre de l'accès à la propriété du logement nettement plus haut, ont invité les promoteurs à la prudence. Le niveau actuel d'environ 17 000 logements devrait également faire office de valeur indicative pour l'année en cours. La construction de logements locatifs reste ainsi le dernier moteur de la construction. Celle-ci se caractérise depuis plus de dix ans par des chiffres en hausse. Alors qu'en 2002, les près de 7 000 nouveaux logements en loca-

tion ne représentaient que près d'un quart de la construction de logements, l'année en cours devrait voir s'achever environ 21'000 logements, soit trois fois plus de logements locatifs. Depuis la crise financière, les immeubles de rendement restent une classe d'actifs prisée tant par les particuliers que par les investisseurs institutionnels. Malgré la baisse des rendements, les flux de capitaux dans le développement de logements en location se maintiennent, logements qui dominent maintenant nettement la construction de logements (près de 45%).

Risque latent d'une suroffre

Si l'on considère le courage et la confiance dans la capacité d'absorption du marché avec lesquels des constructions de grande envergure sont réalisées actuellement, même dans les régions périphériques, le risque de suroffre mérite bien qu'on y prête attention. Au cours des trimestres à venir, le marché du logement locatif devrait être dominé par de nouveaux défis, et ce, pour différentes raisons. D'abord, la phase de taux faible représentait déjà un moteur essentiel de l'expansion effrénée observée sur le marché de l'immobilier de bureau. Un scénario similaire ne peut être exclu pour le marché du logement, même s'il ne devrait représenter un problème éventuel qu'au moment où l'immigration fléchira sensiblement. Et c'est précisément cela, le maintien du flot continu d'immigrants, que, deuxièmement, l'adoption de l'initiative rend incertain politiquement parlant, même si l'ampleur d'un contingentement reste très vague. Les chiffres de l'immigration enregistreront en tout cas un recul dès 2015. Ne serait-ce que la situation de forte incertitude relative aux relations avec l'Union européenne freine l'immigration nette à venir de par son effet sur l'emploi, de sorte que celle-ci devrait se situer autour de 40'000 à 50'000 personnes. Troisièmement, des interventions renforcées des autorités réglementaires sur le marché du logement et les modifications de l'origine géographique des immigrants ont déjà modifié structurellement la demande, ce qui s'est ressenti sur le marché du logement locatif. En somme, les risques de suroffre à venir ont augmenté.

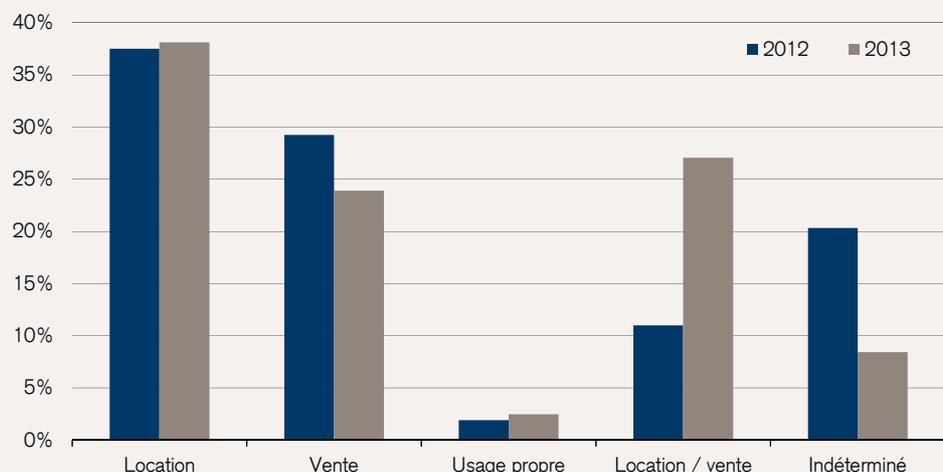
Des investisseurs immobiliers de plus en plus nerveux

Les modifications observées sur le plan de la demande devraient principalement toucher la construction de logements locatifs, puisqu'un nombre croissant de grands projets en cours se caractérise par la durée prolongée de leur réalisation. C'est la raison pour laquelle ce segment est de moins en moins à même de réagir rapidement à des fluctuations de la demande à court terme; une situation qui crée une nervosité croissante sur le marché. Celle-ci se manifeste dans le fait que de plus en plus de concepteurs n'indiquent pas au moment de la demande de permis de construire s'ils comptent vendre ou louer les logements une fois ceux-ci achevés. Tel est le résultat d'une analyse des permis de construire d'immeubles d'habitation (cf. figure 12). En 2012, les logements dont on ne savait pas s'ils seraient mis en location ou en vente représentaient environ 10% de l'ensemble des logements. En 2013, cette part avait fortement progressé pour atteindre 25%.

Figure 12

Utilisation prévue de logements dans les projets d'immeubles plurifamiliaux

Sur la base des permis de construire, part en % du total des logements autorisés



Source: Baublatt, Credit Suisse

La peur d'une hausse des taux et d'un durcissement de la réglementation se reflète dans une prudence accrue

La question se pose de savoir si la nervosité touche les promoteurs typiques de logements en propriété ou les concepteurs de logements locatifs. Le recul des autorisations délivrées pour des logements destinés à la vente et une analyse approfondie des maîtres d'ouvrage qui omettent consciemment d'indiquer l'utilisation finale de l'objet permettent de penser que les concepteurs de logements en propriété sont devenus plus prudents. La peur croissante de voir les intérêts passifs prendre leur envol pendant la phase de construction ou de voir la réglementation se durcir à nouveau, risquant de ralentir les ventes des logements en propriété, pourraient en être la cause. Par conséquent, les objets planifiés sont de plus en plus souvent adaptés aux deux utilisations. Les investisseurs s'assurent ainsi la possibilité de louer les logements si les acheteurs font grise mine. Etant donné la qualité de finition élevée habituelle des appartements en propriété, ce type d'objet s'avérera sans doute relativement onéreux comme logement locatif, ce qui rendra difficile leur commercialisation au vu de la dégradation de l'environnement de marché, d'autant plus que les logements en location du segment de prix supérieur font déjà face à des problèmes de commercialisation croissants.

Un aménagement du territoire qui ne répond pas à l'immigration

Plus des deux tiers des immigrants s'installent dans les centres et les communes suburbaines, c'est-à-dire précisément dans les communes que nous avons identifiées en page 13 comme étant très demandées pour des raisons d'accessibilité régionale. On aurait donc pu s'attendre à ce que l'offre en logements s'élargisse pour répondre à cette demande accrue, mais ce n'est pas le cas. En 2007, l'immigration s'est renforcée avec la levée des contingents. Depuis lors cependant, ni les centres, ni les communes périurbaines n'ont contribué à satisfaire la demande accrue en logements par une hausse de l'offre correspondante. La seule réaction observée a été celle des communes situées en dehors des zones urbaines, celles-ci ayant encore augmenté leur offre en logement entre 2007 et 2013. Dans la première phase du boom de la construction de logements, de 2003 au début du renforcement de l'immigration, les communes urbaines avaient cependant participé de manière relativement importante à l'extension de l'offre; ce qu'elles n'ont plus pu ou plus voulu faire par la suite (cf. figure 13).

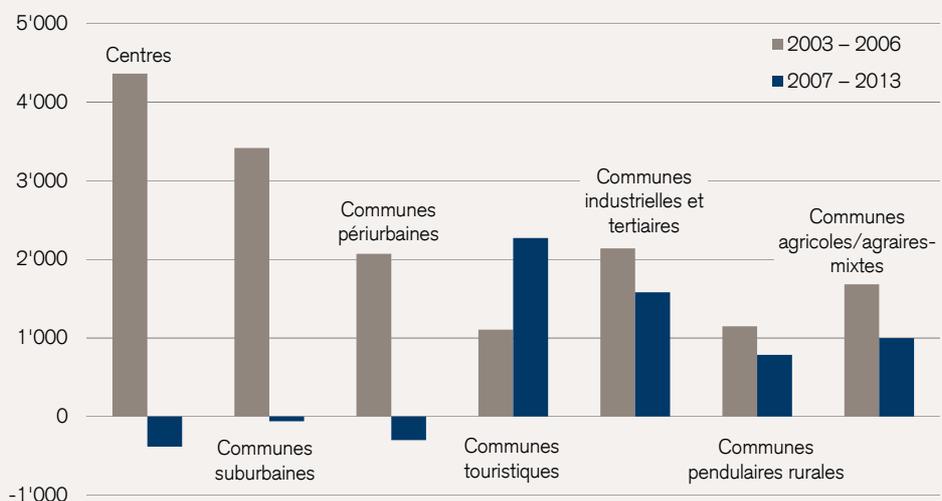
Peu de construction de logements durable

L'offre insuffisante, notamment dans les centres, a entraîné des hausses de prix et l'exode de la population locale vers des zones périphériques n'offrant qu'une accessibilité inférieure à la moyenne. Du point de vue de l'aménagement du territoire, cette politique est insensée car elle soutient un mitage progressif illimité, alors que des infrastructures onéreuses doivent être construites; de surcroît, en cas de fléchissement de la demande, l'offre de logements supplémentaire en périphérie risque de ne plus être exploitée à pleine capacité. Sans compter le préjudice occasionné aux nombreux ménages qui se voient contraints de quitter le lieu où ils se sentent chez eux en raison du manque de logements.

Figure 13

Modification de la construction de logements avant et après le début de l'immigration

Croissance absolue de la construction de logements à partir du niveau de début de période



Source: Credit Suisse, Baublatt

Résultat du marché: une accalmie bienfaisante, mais l'alerte n'est pas levée

Les défis augmentent

Si le ralentissement de la dynamique des prix rassure quelque peu, le niveau des prix, par endroits vertigineux, continue de soulever bien des inquiétudes, alors que la prudence semble rester de mise. Les conditions-cadres devraient cependant changer en cours d'année, car les autorités de surveillance préfèrent miser sur la sécurité et renforcer la réglementation. Le OUI à l'initiative populaire «contre l'immigration de masse» freinera également sensiblement la demande à moyen terme. Les défis auxquels sont confrontés les acteurs du marché en sont d'autant plus grands, alors que l'année dernière était déjà marquée par des problèmes de vente et par la baisse des prix dans le segment haut de gamme. Les nouvelles constructions du segment des logements locatifs sont également confrontées depuis peu à des conditions de marché plus difficiles. Cet environnement laisse moins de place à l'erreur. Les projets de construction doivent être mûrement réfléchis en termes de site, de réponse aux attentes des groupes cibles et de niveau des prix pour pouvoir trouver leur place sur un marché soumis à des défis toujours plus importants. Dans ce contexte, la divergence régionale entre la demande et l'offre est pré-occupante.

Une durée d'insertion très différente selon les régions

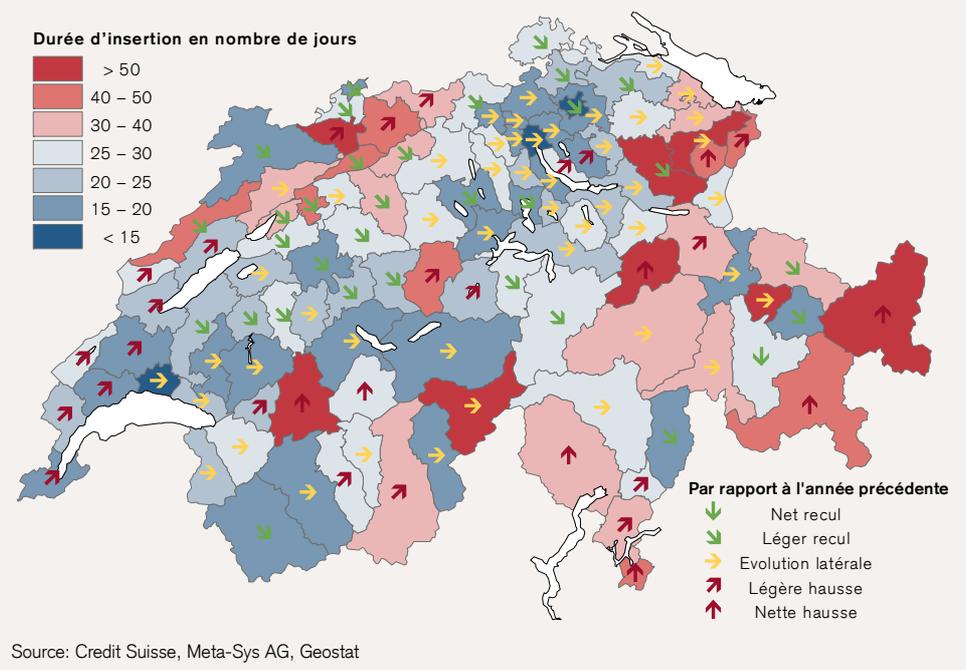
La durée d'insertion n'a diminué que pour les maisons individuelles

L'année dernière a enregistré une absorption des logements rapide, sans grand changement par rapport à l'année précédente. Ce résultat est obtenu par l'analyse de la durée d'insertion des logements sur les portails en ligne. En 2013, le temps d'insertion des logements en location était en moyenne de 23 jours, soit une durée identique à l'année précédente. Dans le cas des appartements en propriété, la durée d'insertion s'est prolongée d'un jour, c'est-à-dire que les objets étaient proposés en moyenne pendant 69 jours. Les maisons individuelles, par contre, ont trouvé un nouveau propriétaire en cinq jours de moins que l'année précédente, soit en moyenne en 34 jours seulement.

Figure 14

Durée d'insertion des logements locatifs en 2013

Durée d'insertion en jours et variation par rapport à l'année précédente, parc immobilier existant



Etant donné que l'acquisition d'un logement en propriété représente une décision importante, généralement liée à la prise d'une hypothèque, les objets en propriété prennent généralement plus de temps à trouver acheteur. Pourtant, l'écart important entre les appartements en proprié-

té et les maisons individuelles est étonnant. On pourrait peut-être s'attendre à ce que l'offre de maisons individuelles soit rare, mais c'est le contraire qui se produit. Cela s'explique en partie de manière statistique. Le relevé de la durée d'insertion ne comprend que les objets du parc immobilier existant. Sur le marché des appartements en propriété, les nouvelles constructions sur lesquelles la demande se concentre sont nombreuses. Moins prisés, les appartements en PPE du parc immobilier sortent perdants, nécessitant deux fois plus de temps que les maisons individuelles pour changer de propriétaire. Cet écart important s'explique encore autrement: la maison individuelle semble rester un objet prisé et sa durée d'insertion est bien moins importante que celle d'un appartement en propriété.

Les logements en location trouvent rapidement preneur dans l'Arc lémanique et autour de Zurich

Au vu de la croissance rapide de la construction de logements locatifs, notamment en dehors des régions urbaines, la durée d'insertion permet de tirer des conclusions sur la rapidité probable de location d'objets dans les différentes régions. La figure 14 montre que Lausanne, Zurich et Winterthur enregistrent les durées de publication locative les plus courtes, avec 14 jours en moyenne. Cet indicateur souligne une fois de plus le manque important de logements dans les centres. De manière générale, la région de Zurich, la Suisse centrale et l'Arc lémanique enregistrent les durées d'insertion les plus courtes. La location d'appartements dans les régions périphériques prend par contre beaucoup plus de temps: les appartements sont proposés pendant plus de 50 jours en moyenne. Le Tessin, ainsi qu'une grande partie de la Suisse orientale et du nord du Jura jusqu'au Rhin (sauf le canton du Jura et les communes proches de Bâle) connaissent actuellement des conditions de marché assez difficiles.

Augmentation des surfaces vacantes due au manque de concertation

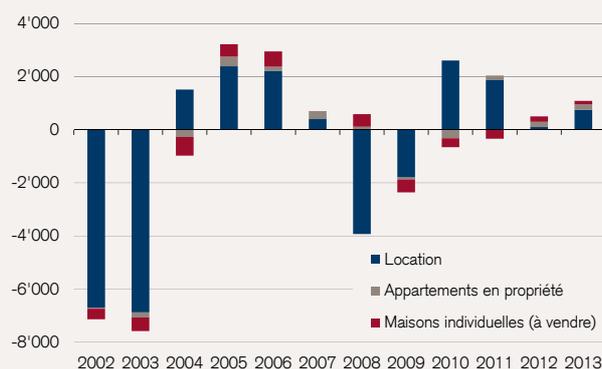
Légère hausse du taux de vacance en 2013

Bien que la demande ait pu récemment absorber les près de 46'000 logements dernièrement construits, le taux de vacance a légèrement augmenté. Au total, le nombre de logements inoccupés a enregistré une hausse de 1086 unités, et le taux de vacance représente 0.96% au 1^{er} juin 2013 (2012: 0.94%). Le marché indique ainsi un écart entre l'offre et la demande. Celui-ci touche en premier lieu le segment des logements locatifs, qui a enregistré une légère hausse du taux de vacance, alors que les taux de vacance sont restés pratiquement stables dans le segment des logements en propriété destinés à un usage propre (cf. figure 15 et 16).

Figure 15

Variation des taux de vacance par segment

En nombre d'unités de logements

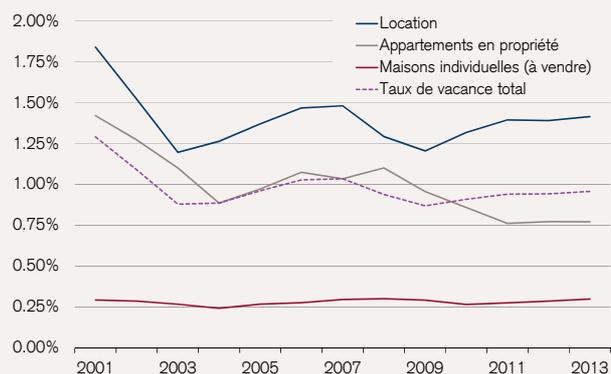


Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Figure 16

Taux de vacance par segment, 2013

En % du stock de logements du segment considéré



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Nouvelle hausse attendue en 2014, principalement dans le segment des logements en location

Pour 2014, nous tablons sur une nouvelle hausse du taux de vacance. Celle-ci ne devrait pas tant être imputée à une offre globale trop importante qu'à des extensions de l'offre aux mauvais endroits. Ces dernières ne sont qu'insuffisamment équilibrées par les mouvements migratoires car la demande – comme nous l'avons montré ci-dessus – se répartit de manière tout à fait différente. Cependant, l'offre n'étant pas excédentaire dans son ensemble, le taux de surfaces vacantes ne devrait pas dépasser 1% pour l'ensemble du territoire. Au vu du report croissant de la construction de logements sur les logements locatifs, la hausse attendue devrait se concentrer sur cette forme de logements. Etant donné la persistance de taux d'intérêts bas, nous prévoyons peu de changements importants des taux de vacance pour les logements en propriété et

les maisons individuelles, comme les années précédentes. Cela sous réserve de réglementations contraignantes supplémentaires qui pourraient modifier de manière significative l'attractivité de la propriété du logement.

Un taux de vacance nettement supérieur à 1% pour 2015

A moyen terme, nous tablons sur une accélération de la tendance actuelle à une légère hausse des taux d'inoccupation. La diminution attendue de l'immigration nette dès 2015 devrait réduire la demande en logements d'environ 10'000 unités. Ces logements sont déjà en phase de construction et seront mis sur le marché, même en cas de ralentissement de la planification de constructions nouvelles. D'ici 2015, le taux de vacance devrait passer de 0.96% actuellement à environ 1.2% au maximum. Etant donné que la majorité des immigrants louent d'abord un logement, le marché du logement locatif sera le premier touché par le recul de l'immigration.

La croissance des taux de vacance touche exclusivement les nouvelles constructions

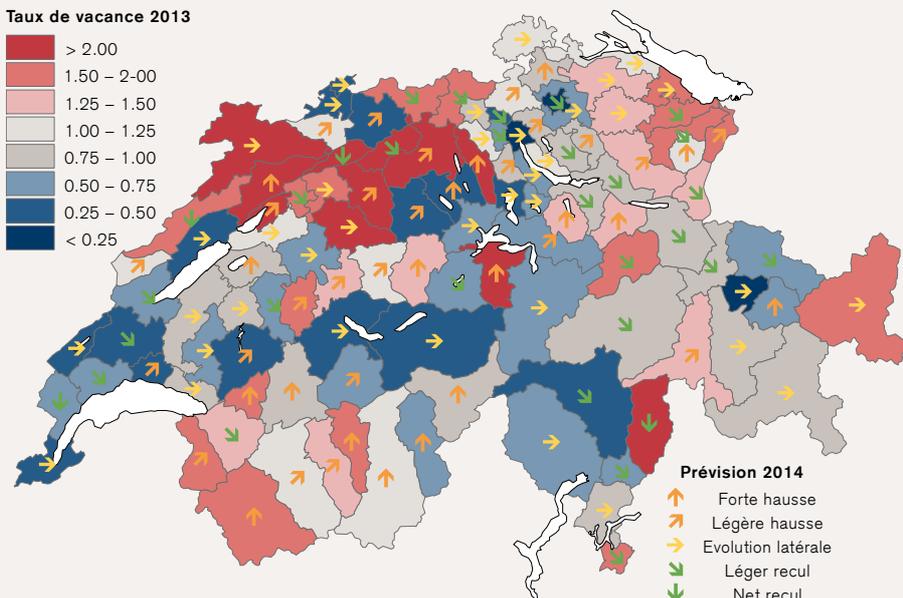
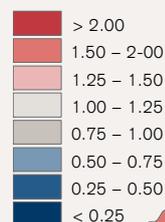
Au niveau régional, les surfaces vacantes ont enregistré un net recul particulièrement dans les régions centrales, caractérisées par le manque de logements. De manière générale, moins la région est urbaine, plus le nombre de logements inoccupés est important. Certaines régions périphériques, telles que le Toggenbourg, l' Hinterland glaronnais, la région de Conches et l'Oberthurgau, par exemple, sont cependant parvenues ces dernières années à diminuer leur taux de vacance grâce à une légère croissance de la population liée à l'immigration. Par contre, l'offre et la demande coïncident de moins en moins dans certaines autres régions, comme nous l'avons déjà mentionné. Ce phénomène touche particulièrement les cantons d'Argovie, de Soleure et du Jura (cf. figure 17). Ceux-ci enregistrent des taux de vacance généralement proches de ou supérieurs à 2%, soit plus du double de la moyenne nationale. Il est inquiétant de voir que dans certaines régions, malgré un taux de vacance élevé, la construction de logements bat son plein, ce qui devrait entraîner une hausse du taux de vacance dans ces régions en 2014 également. Font exception les régions argoviennes situées dans les zones d'attraction de Zurich. Comme le montre la figure 14, les durées d'insertion de ces régions ne signalent pas encore de problèmes de location. Dans les zones où peu de logements modernes ont récemment été mis sur le marché, l'absorption ne devrait pas poser problème non plus. Dans les autres régions tendant à la suroffre, le taux de vacance devrait par contre surtout concerner les nouvelles constructions. La nouvelle structure de l'immigration, se composant de plus en plus de ressortissants peu aisés d'Europe du Sud, se reflète sur la difficulté croissante d'absorption des nouvelles constructions, ce que confirmait dès la mi-2013 le taux de vacance élevé dans les nouvelles constructions. Leur part dans le taux de vacance, qui oscillait entre 11% et 13% depuis des années, a augmenté à plus de 15%. Le taux de vacance du parc immobilier existant a, quant à lui, légèrement diminué.

Figure 17

Taux de vacance en 2013 et perspectives pour 2014

En % du stock de logements

Taux de vacance 2013



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Geostat

La croissance des prix s'essouffle

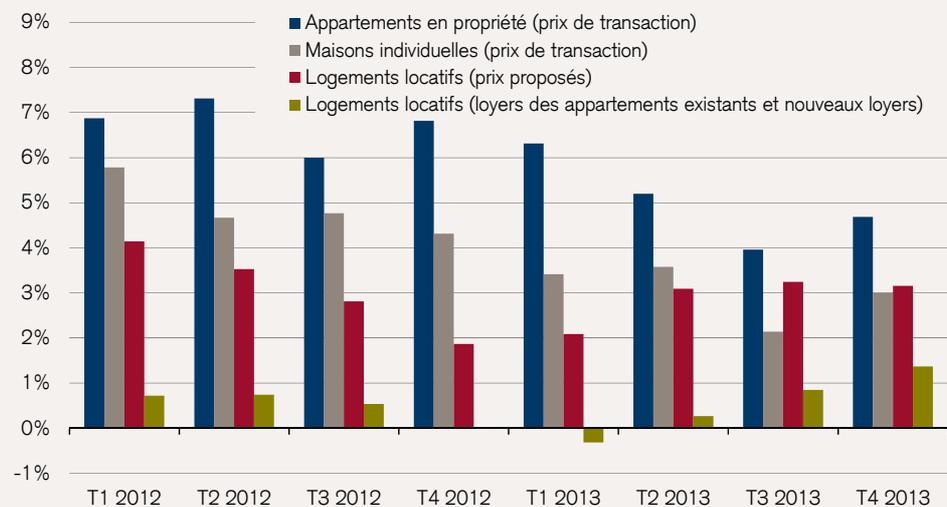
Poursuite de la divergence entre les loyers de l'offre et les loyers des appartements existants

Les loyers des logements proposés sur le marché en 2013 ont continué de croître malgré l'activité de construction intense dans le segment des logements locatifs (cf. figure 18). Avec 3.2%, la hausse enregistrée était même plus importante que celle de l'année précédente, et légèrement supérieure à la croissance annuelle depuis l'an 2000 (3.1%). Le moteur principal de la croissance des loyers devrait toujours être la pénurie de l'offre en logements locatifs dans de nombreux centres. Etant donné que cette pénurie ne devrait pas s'affaiblir, nous misons également pour l'année en cours sur une hausse similaire des loyers. La chute du taux d'intérêt de référence et l'inflation négative ont, quant à elles, permis une baisse des loyers du parc immobilier. La hausse de 1.4% enregistrée par l'indice des loyers de l'Office fédéral de la statistique (2000–2013: +1.5% p.a.) est principalement imputable aux objets dont le locataire a changé, puisque ceux-ci sont également pris en compte dans l'indice de manière limitée. La récente diminution du taux d'intérêt de référence ne devrait en outre se faire ressentir qu'en cours d'année sur les données, de telle sorte que nous ne misons pas sur une croissance des loyers des appartements existants en 2014. L'écart entre les loyers du marché et les loyers des appartements existants se creuse donc encore, ce qui affecte le fonctionnement du marché du logement locatif. Un trop grand clivage entre les loyers des appartements existants et les loyers du marché entraînerait un effet de «lock-in», tel que présenté dans la parenthèse sur le marché du logement de Genève (cf. page 25–30). Les locataires des appartements existants restent cantonnés dans leurs appartements locatifs pour des raisons de coûts, malgré l'évolution de leurs besoins en espace habitable. Les taux de déménagement diminuent et la structure du stock de logements est de plus en plus mal répartie entre les ménages.

Figure 18

Evolution des prix des logements en propriété et en location

Croissance en comparaison annuelle en %



Source: Wüest & Partner, Office fédéral de la statistique

La propriété enregistre un ralentissement de la croissance des prix

La croissance des prix des logements en propriété s'est sensiblement affaiblie en 2013 (cf. figure 18). Par rapport à l'année précédente, les prix des appartements en propriété ont encore progressé de 4.7%. Le ralentissement que nous attendions suite au durcissement des directives financières introduites à l'été 2012 par les banques s'est donc réalisé. Le besoin en capital plus élevé exerce un effet de frein sur les prix. La croissance des prix de transaction est actuellement inférieure à la croissance enregistrée en 2012 (6.8%), ainsi qu'à la croissance moyenne depuis 2000 (4.9% p.a.). Du point de vue des prix proposés, nous avons constaté une stagnation au cours des derniers trimestres, et nous misons sur un nouvel affaiblissement de la poussée des prix dans les données relatives aux transactions. Exception faite du segment haut de gamme, des reculs de prix ne sont pas encore prévus actuellement. Les fondamentaux économiques sont trop stables pour cela. Il en va de même des maisons individuelles (MI) dont les prix ont encore pu enregistrer une hausse de 3.0% en 2013 (2012: 4.3%, 2000–2013: 3.2% p.a.).

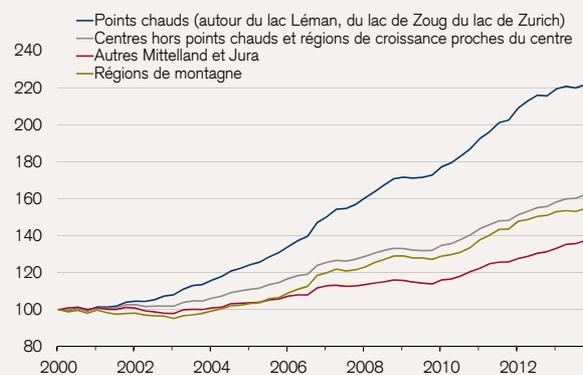
Des régions à prix élevés et à faible croissance des prix

Le besoin réglementaire en capital plus élevé n'a pas seulement freiné la croissance des prix, mais a également reporté la demande des régions à prix élevés vers des régions moins onéreuses. En principe, les ménages qui peinent à réunir les fonds nécessaires ont trois possibilités. Ils peuvent diminuer leurs exigences en termes de surface, opter pour des objets moins onéreux ou se reporter vers des régions plus abordables. Il n'est donc pas étonnant que le ralentissement soit le plus marqué dans les régions très chères. Autour du lac Léman ou du lac de Zurich, ainsi que dans le canton de Zoug, où les prix avaient le plus progressé ces dernières années (cf. figure 19), la croissance des prix s'est littéralement effondrée (cf. figure 20). Un fort ralentissement s'est également fait ressentir dans les régions de montagne. Certaines d'entre elles, telles que l'Engadine, par exemple, sont également des régions à prix élevés. Par ailleurs, l'insécurité relative aux conditions de l'initiative sur les résidences secondaires pourrait avoir joué un rôle dans la retenue des prix. Dans les autres régions marquées par le report sensible de la demande, la dynamique des prix s'est également quelque peu affaiblie, pour se maintenir maintenant à un niveau de croissance plus élevé que dans les régions onéreuses.

Figure 19

Evolution des prix pour la propriété du logement

Différents composants (PPE et MI); indice: 2000 = 100

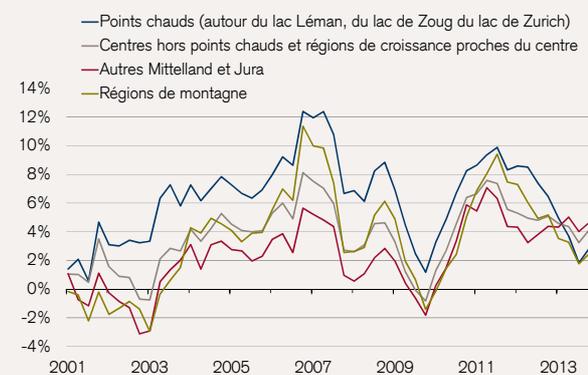


Source: Credit Suisse, Wüest & Partner

Figure 20

Taux de croissance annuel des prix de la propriété du logement

Différents composants (PPE et MI); taux de croissance en %



Source: Credit Suisse, Wüest & Partner

L'évolution des prix de la propriété et celle des revenus ne sont pas encore en équilibre

Malgré la baisse du taux de croissance des prix de la propriété du logement, la surévaluation reste d'actualité. En effet, les hausses de prix sont (encore) trop élevées par rapport à la croissance des revenus des ménages. L'écart se creuse donc encore entre prix et revenus. A moyen et long terme, ces deux valeurs devraient évoluer au même rythme. Si une évolution excessive des prix est certes possible à court terme, celle-ci doit cependant se corriger tôt ou tard. Contrairement aux années précédentes, nous ne basons plus notre analyse régionale de la surévaluation sur l'évolution des prix des appartements en PPE, mais sur l'évolution des prix pondérée des appartements en propriété et des maisons individuelles. Nous traduisons ainsi de manière plus tangible le fait que, dans les régions rurales, la maison individuelle reste la référence.

Des surévaluations observées principalement autour du lac Léman et du lac de Zurich

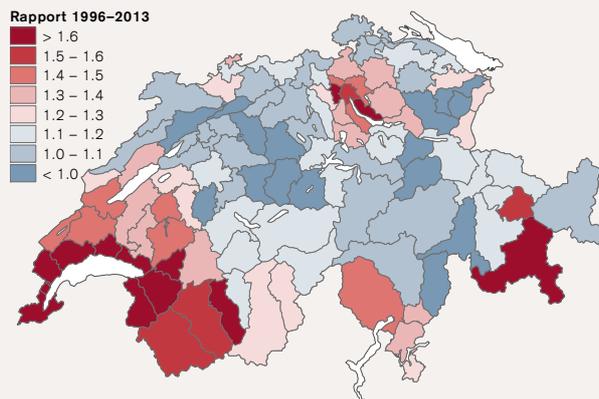
Nous considérons l'évolution des prix dans 48 régions sur 106 comme non durable. Les prix excessifs concernent ainsi la moitié du stock de logements suisse. Des variations de la demande ou une brusque hausse des taux d'intérêt peuvent entraîner des corrections de prix importantes dans ces régions. Ce type de choc n'est certes pas en vue actuellement, mais cela ne change rien à la surévaluation en elle-même. En revanche, dans de grandes parties du Mittelland, de Suisse orientale et de Suisse centrale, les prix des logements en propriété se maintiennent toujours à un niveau durable. Les surévaluations les plus importantes sont observées autour du lac Léman et du lac de Zurich (cf. figure 21). Dans le cas de Genève, nous parlons même depuis des années de l'existence d'une bulle des prix. Ainsi, les prix des logements en propriété dans le canton de Genève enregistrent une croissance 2.4 fois supérieure à celle des revenus. Outre les points chauds bien connus autour du lac Léman et du lac de Zurich, nous observons également une évolution des prix non durable dans un nombre croissant de régions avoisinantes. Dans l'absolu, les prix sont encore relativement faibles dans certaines de ces régions, telles que la région du Gros-de-Vaud, par exemple. Ces dernières années, ces différences de prix ont fait qu'un nombre croissant de ménages ont réalisé leur rêve d'accession à la

propriété dans cette région. Ce qui a eu pour effet corollaire une hausse des prix dans ces régions nettement plus importante que celle des revenus de la population locale. Celle-ci peut de moins en moins se permettre d'être propriétaire de son logement. Pour de nombreuses régions touristiques, ce phénomène n'a rien de nouveau.

Figure 21

Evaluation régionale des prix de la propriété du logement

Evolution des prix PPE/MI par rapport à l'évolution des revenus



Source: Credit Suisse, Geostat

Figure 22

Critères d'une bulle immobilière

- ✓ Vrai ~ Pas assez manifeste ✗ Faux
- Liquidité excessive
 - Appétit du risque supérieur à la moyenne
 - Longue phase de hausse des prix immobiliers
 - Décorrélation des prix immobiliers par rapport à l'évolution des revenus
 - Part élevée de transactions immobilières spéculatives
 - Croissance importante/démesurée des volumes de crédits hypothécaires en raison de la pression sur les marges auprès des institutions de crédit hypothécaire
 - Examen du crédit insuffisant lors de l'octroi de crédits hypothécaires (en raison de mauvaises incitations)
 - Activité de construction excédentaire et surenchère de l'offre

Source: Credit Suisse

Critères d'une bulle immobilière

Outre la durabilité de l'évolution des prix, nous suivons depuis longtemps déjà d'autres indicateurs importants, pouvant donner les signes distinctifs d'une bulle immobilière (cf. figure 22). Par rapport à l'année précédente, notre évaluation du marché n'a guère changé. Les prix se sont dissociés de l'évolution des revenus dans bon nombre de régions et augmentent maintenant depuis déjà plus de 13 années consécutives. Cette évolution est encore stimulée par les taux hypothécaires historiquement bas et par un goût du risque retrouvé. Par contre, nous ne constatons toujours pas de part élevée de transactions immobilières spéculatives. En outre, on ne peut pas non plus parler de lacunes dans l'examen du crédit lors de l'octroi de crédits hypothécaires. Le monitoring de l'octroi de crédits hypothécaires par les banques, effectué par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), y veille. Grâce à une immigration toujours forte et aux faibles taux d'intérêt hypothécaires, un excédent de l'activité de construction n'est pas encore à l'ordre du jour. Le danger de suroffre croît cependant dans toujours plus de régions. Par conséquent, il convient d'accorder plus d'attention à cet indicateur à l'avenir.

Conclusion: une surévaluation, oui; une bulle, non

En conclusion, on peut dire qu'il n'y a pas de bulle immobilière sur le marché immobilier résidentiel suisse. Il convient cependant de ne pas perdre de vue le nombre croissant de régions dans lesquelles le niveau de prix n'est plus durable. Si, depuis peu, les mesures réglementaires freinent la croissance des prix, elles ne pourront cependant pas l'enrayer totalement en cours d'année. Etant donné que les autorités de surveillance misent sur la sécurité, il faut s'attendre à un renforcement de la réglementation cette année. L'accalmie devrait donc se poursuivre conformément aux attentes, jusqu'à ce que les taux directeurs remontent à moyen terme. Suivront alors non seulement un ralentissement de l'envolée des prix, mais inévitablement des corrections de prix, similaires à celles observées actuellement dans le segment des prix élevés.

Perspectives 2014 pour le marché du logement

Apaisement bénéfique, mais l'alerte n'est pas levée

Le marché du logement continuera sur la voie de la stabilité cette année. Le dynamisme s'atténue quelque peu, mais se déplace sur le plan régional. Les taux d'intérêt relativement bas, associés à l'immigration, constituent une incitation forte pour la construction de logements locatifs, qui représentent désormais une part de 44% de la production d'espace habitable estimée pour 2014, laquelle devrait être de 48'000 unités. Grâce à une immigration aussi élevée que l'année précédente, il n'y aura toujours pas de logements vacants dans les centres et leurs agglomérations en 2014. Comme, ces dernières années, l'activité de construction s'est accélérée principalement en dehors des centres et de leurs agglomérations, le déséquilibre régional entre la demande et l'offre y entraînera, une augmentation modérée du nombre de logements locatifs vacants. Nous misons pour 2015 sur une plus forte hausse du taux de vacance car la situation d'incertitude laissée par l'initiative «contre l'immigration de masse» ne restera pas sans conséquence sur l'immigration à moyen terme. Dans ce contexte, le marché du logement locatif souffrirait en premier lieu. La demande d'accès à la propriété du logement demeure également élevée en raison des taux d'intérêt. Tout comme les investisseurs et propriétaires d'immeubles de rendement, les personnes à la recherche de maisons individuelles se tournent davantage vers les régions périphériques, une tendance imputable aux exigences réglementaires croissantes auxquelles sont soumis les débiteurs hypothécaires ainsi qu'aux niveaux de prix élevés à de nombreux endroits. Les déplacements géographiques ont une influence également sur le modèle d'évolutions de prix régionales: c'est dans les régions à prix élevés que la dynamique s'est le plus ralentie au cours de l'année 2013. En dehors des «hot spots», les taux de croissance sont désormais plus élevés, en raison du déplacement de la demande dans l'espace. Pour cette seule raison, le thème de la surévaluation demeurera à l'ordre du jour dans le courant de l'année. Par rapport à l'année précédente, nous diagnostiquons, dans six régions supplémentaires et donc dans un total de 48 régions une surévaluation résultant d'une hausse des prix disproportionnée par rapport à l'évolution long-terme des revenus. Dans le sillage d'un redémarrage à la hausse des taux, des corrections de prix seront inévitables. Les risques d'effondrement des prix se sont en revanche récemment réduits.

Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<i>Evolution démographique:</i> l'immigration devrait se maintenir à un niveau élevé en 2014, de sorte que la croissance, avec 1.2%, devrait s'inscrire au même niveau que l'année dernière.	↗	→
<i>Evolution des revenus:</i> en 2014, les impulsions seront de nouveau modestes. Les augmentations une nouvelle fois modérées du revenu nominal seront amoindries par une inflation de nouveau légèrement positive.	↘	↘
<i>Niveau des taux d'intérêt:</i> la Banque nationale suisse continuera à mettre l'évolution du cours de change au premier plan et poursuivra sa politique de taux bas. Le Libor restera donc bas en 2014. Le processus de normalisation des hypothèques Fix devrait en revanche se maintenir, de sorte qu'il faut tabler en 2014 également, sur des taux d'intérêt en légère progression.	→	→
	Hyp. Libor ↗ Hyp. Fix	Hyp. Libor ↗ Hyp. Fix
Offre		
<i>Evolution du parc de logements en 2014:</i> nous tablons, en raison d'un réservoir de projets très bien garni et d'un nombre très élevé de logements en construction, sur une augmentation nette élevée de 48'000 logements, dont toujours plus de logements en location.	→	↗
<i>Evolution prévue à moyen terme:</i> le nombre de demandes de permis de construire, ajusté des effets de l'initiative relative aux résidences secondaires, a légèrement baissé en 2013. Mais le niveau reste très élevé et le réservoir de nouveaux logements restera très fourni en 2015.	↗	→
Résultat du marché		
<i>Taux de vacance:</i> nous prévoyons en 2014 une légère augmentation des taux de vacance, notamment sur le marché de l'immobilier locatif, où il y a un déséquilibre géographique entre la demande et l'offre. En ce qui concerne la propriété du logement, il faut compter sur une augmentation des taux de vacance, notamment dans le segment de prix élevé.	↗ (propriété)	↗ (propriété)
	↗ (location)	↗ (location)
<i>Prix:</i> les prix de la propriété du logement augmenteront également en 2014. En raison des directives renforcées sur les fonds propres, l'augmentation devrait être plus faible que l'année précédente et se maintenir sous la moyenne historique. Dans le segment des logements en location, l'augmentation des prix sera modérée.	↗ (propriété)	↗ (propriété)
	↗ (location)	↗ (location)
<i>Performances (rendement total):</i> le rendement total devrait, cette année, être un peu inférieur au niveau de l'année précédente. Les rendements de cash-flow devraient selon nous être situés à peu près au même niveau que l'année dernière, avec des perspectives un peu moins bonnes pour les immeubles commerciaux. En revanche, les appréciations devraient être un peu inférieures à l'année précédente.	→	↘

Source: Credit Suisse

Régulation du marché: que nous apprend le cas de Genève?

Les centres urbains suisses, mais désormais aussi leurs régions limitrophes souffrent depuis des années d'une pénurie de logements, sans qu'une amélioration de la situation soit en vue. Les appels réclamant une intervention sur la structure du marché pour créer plus d'espaces habitables – et surtout, plus de logements «abordables» – se multiplient. Cependant, on ne saurait ignorer les effets contre-productifs d'un tel dirigisme sur la prestation de coordination de la structure du marché. La politique du logement à Genève en est l'illustration. En Suisse, plus que dans tout autre pays, les structures étatiques fédérales permettent aux différentes collectivités territoriales de fixer leur propre plan de route pour faire face aux problèmes. L'expérience acquise devrait absolument permettre de cerner les améliorations à apporter et les erreurs à éviter.¹

Crise du logement aigüe et prolongée

Le thème de la pénurie de logements est récurrent à Genève depuis des années: il marque les campagnes électorales, enflamme les tribunes et dissuade les personnes en quête de logement. Qu'on en juge à l'accueil emblématique réservé par un département de l'Université de Genève à ses nouveaux étudiants: «Genève souffre d'une grave pénurie de logements, en particulier pour les appartements à loyer modéré. Nous vous recommandons de commencer vos recherches au plus vite.» Il n'est donc pas surprenant que la pénurie de logements soit définie très précisément dans la loi du canton de Genève, ce concept s'appliquant lorsque la courbe d'offres en logements disponibles passe sous la barre des 2%. Dans les faits, le taux d'inoccupation du canton de Genève se situe depuis des décennies sous cette limite, stagnant même sous 0.4% depuis 2001. Selon la définition, Genève souffre donc, depuis de nombreuses années, d'une pénurie de logements aigüe, qui, loin de s'être infléchie avec le temps, a encore empiré. L'attractivité de la place de Genève, moteur économique important de la Suisse, en pâtit. Quelles sont les causes de cette pénurie?

L'offre ne satisfait pas le dynamisme de la demande

Le canton de Genève a connu un réel boom au cours des dernières années: durant la seule période de 2005 à 2011, 38'165 nouveaux emplois ont été créés. En tenant compte de la croissance de l'emploi et du phénomène pendulaire, nous estimons que Genève a été confrontée à une demande de 36'700 logements entre 2001 et 2011. En revanche, le parc immobilier ne s'est élargi que d'environ 21'800 logements sur la même période. On évalue donc à 1490 le manque annuel de logements sur le marché, alors que le taux d'inoccupation était déjà très bas en 2001 (0.38%). Force est de constater une stagnation de l'activité de construction à Genève, malgré la forte demande. Entre 2005 et 2011, le parc immobilier du canton s'est élargi de 4%, autrement dit une progression inférieure à 0.7% par an. Les parcs immobiliers d'autres centres en expansion, p. ex., la région de Zurich (6.1%) ou de Zoug (10.6%) ont connu une croissance beaucoup plus dynamique sur la même période. Genève n'a donc clairement pas réussi à adapter l'offre en logements à la pression de la demande.

Répercussions sur le quotidien genevois

Cette évolution impacte la vie quotidienne à Genève: chaque jour, 90'000 pendulaires se rendent entre autres à Genève depuis la région frontalière française, car ils ne trouvent ou ne peuvent pas payer un logement en Suisse. Ce nombre a doublé au cours des dix dernières années. Ces frontaliers ne sont pas nécessairement des étrangers, mais on compte aussi un nombre croissant de Suisses, bien formés. Entre temps, cette catégorie de travailleurs possède même sa propre appellation: les expulsés immobilier. A Genève, un salarié sur trois vit hors du canton. L'afflux de pendulaires provoque engorgement des trains et embouteillages. 100'000 véhicules circulent chaque jour entre Lausanne et Genève. La pénurie de logements a provoqué une surchauffe des loyers qui dépassent aujourd'hui de plus de 120% leur niveau de 2000 sur l'ensemble de l'arc lémanique. A titre de comparaison: durant la même période, les loyers au niveau national n'ont augmenté que de 50%, et aucune autre région suisse n'a connu de hausse excédant 61%. Le prix des appartements en propriété est même 3.4 fois plus cher qu'en 2000 – une valeur record. On ne peut s'étonner de la dégradation de la perception subjective des Genevois: les résidents de la région lémanique se disent plus insatisfaits de leurs conditions

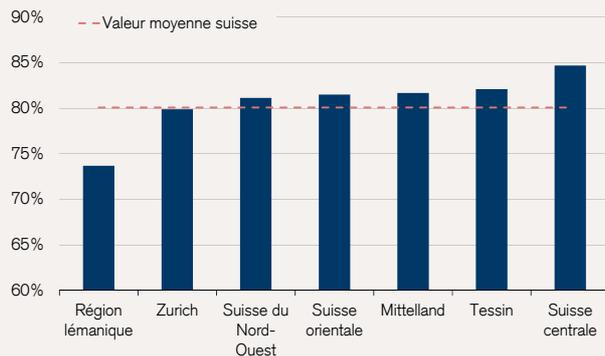
¹ Cf. l'analyse exhaustive des problèmes de la politique genevoise du logement effectuée par Avenir Suisse en 2012, incluant aussi des propositions de solutions: Marco Salvi (2012): «Une pénurie fait maison – le malaise immobilier genevois: ses causes, ses remèdes», Avenir Suisse, Zurich.

d'habitation que partout ailleurs en Suisse (cf. figure 23), et leur niveau de satisfaction a connu la plus forte baisse depuis 2010 (cf. figure 24). Même si la proportion de personnes se déclarant satisfaites est de 74%, la valeur diffère significativement de la moyenne suisse. Il est à noter que cette étude, ne reflète que l'opinion des résidents, les sensibilités des expulsés immobilier n'étant pas prises en compte. Pourquoi Genève occupe-t-elle une position à part en Suisse?

Figure 23

Satisfaction en valeur absolue relative aux conditions d'habitation

En % des personnes interrogées

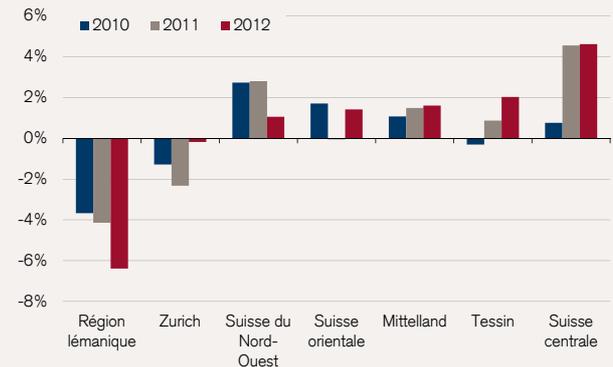


Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 24

Evolution de la satisfaction relative aux conditions d'habitation

Déviations de la satisfaction par rapport à la moyenne suisse, en points de pourcentage



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Objectifs adéquats – résultats indésirables

Il est frappant de constater que le marché foncier et du logement genevois se situe parmi les plus réglementés en Suisse. L'objectif des interventions de l'Etat est d'offrir des logements abordables à la population. En réalité, les appartements à Genève sont devenus rares, et les loyers ont augmenté davantage que partout ailleurs en Suisse. Aujourd'hui, les uns blâment l'ingérence étatique, alors que d'autres sont convaincus de leur insuffisance. Afin de déterminer les causes de la pénurie de logements, la question est de savoir si la crise a été causée *malgré* ou *en raison* de la réglementation. A cet effet, il convient de jeter un regard analytique sur les différentes dispositions réglementaires.

Zones de construction limitées

Tout d'abord, le marché foncier du canton de Genève est très limité. Cette situation ne s'explique pas seulement par les conditions géographiques, mais aussi par le fait que Genève est entourée d'une ceinture verte spacieuse, la zone agricole. Cette zone représente 46% de la surface utile totale du canton, conformément à la dernière statistique de la superficie suisse, légèrement inférieure à la moyenne suisse (48%). Selon la statistique cantonale de 2012, la surface agricole de Genève représente même 53% de la superficie utile totale. Genève, un canton urbanisé, bénéficie donc d'une proportion plus élevée de zones rurales que certains cantons plus ruraux, tels que Bâle-Campagne ou Soleure. Les espaces verts augmentent sans aucun doute la qualité de vie des zones urbaines, mais ils génèrent des coûts d'opportunité. Dans le cas de Genève, les zones agricoles limitent les zones constructibles, restreignant l'espace disponible pour les habitations et repoussant les personnes à la recherche d'un logement vers le canton de Fribourg ou le Bas-Valais. Au lieu d'ouvrir les zones agricoles genevoises à la construction, on reclasse des zones fribourgeoises – entraînant une hausse croissante des flux pendulaires.

Les limitations de rendement découragent les investissements dans la construction de logements

Cependant, la restriction des zones constructibles n'est pas seule responsable du manque de nouveaux logements à Genève. La zone à bâtir se subdivise elle-même en zone ordinaire et en zone de développement. Cette dernière se superpose aux zones constructibles, et représente environ un tiers des terrains à bâtir. Son objectif principal est de promouvoir la densification. Le marché du logement de la zone de développement est très strictement réglementé. L'Etat y décide des prix des terrains et des loyers ainsi que du niveau de rendement des nouvelles propriétés foncières. Il s'agit ainsi d'éviter la construction d'immeubles de rendement non adaptés aux besoins de la population. L'Etat garantit un rendement aux investisseurs, mais il limite momentanément le prix de la zone constructible à 1238 CHF/m². Wüest & Partner estime, quant à

lui, la valeur marchande médiane des terrains pour immeubles d'habitation à Genève à environ 4520 CHF/m², avec une très large fourchette de prix. En conséquence, le prix effectif de la zone constructible est massivement sous-estimé, et il reste bloqué, même en cas de demande accrue. Par conséquent, les investisseurs sont privés des revenus liés à l'évolution de la valeur, rendant la réalisation de projets de construction relativement peu attrayante.

La bureaucratie bloque l'activité de construction

La loi genevoise arrête aussi que les nouveaux immeubles de la zone de développement doivent proposer une part minimum de logements sociaux, ou qu'un pourcentage du bien foncier revient durablement à l'Etat ou à une organisation à but non lucratif pour y proposer de tels logements. L'objectif de cette politique est de créer 35'000 logements sociaux entre 2007–2017 pour répondre à la crise du logement et des loyers élevés. Ce projet est financé par l'Etat, à hauteur de 35 millions CHF par an. Jusqu'à ce jour, les résultats sont très décevants: depuis 2007, seuls 1850 logements ont été annuellement construits, avec une part plafond de 552 logements sociaux. Les 35 millions CHF investis annuellement par l'Etat dans le parc des logements sociaux ne sont qu'une goutte dans l'océan. L'objectif d'éliminer la pénurie de logements semble dépendre d'une part accrue d'investissements privés dans la construction. Toutefois, le contrôle des loyers, du prix foncier et du rendement brident l'incitation financière à construire de nouvelles habitations. Les différentes contraintes compliquent la planification et l'approbation de projets résidentiels, les rendant encore moins attrayants.

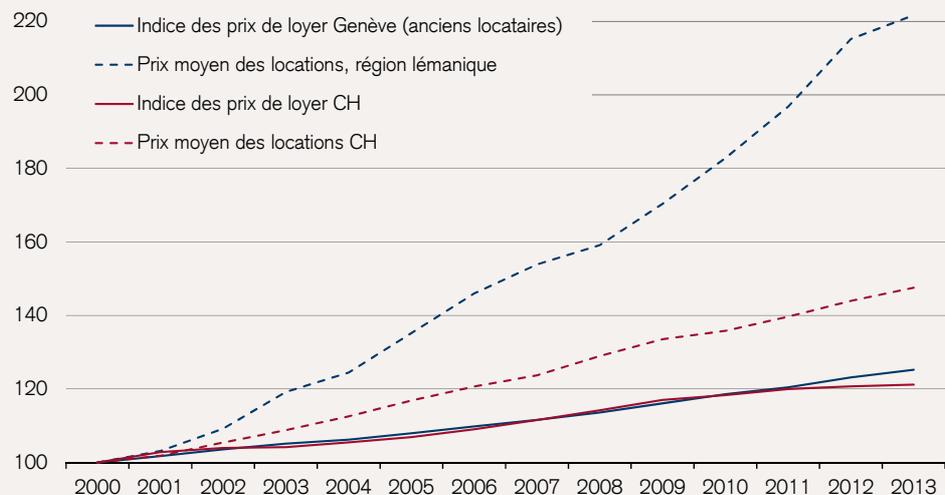
Les nouveaux locataires sont victimes de discrimination

Le marché du logement genevois s'illustre par une forte demande faisant face à une offre insuffisante, réglementée au niveau des prix. En conséquence, la demande excédentaire se reporte massivement sur la partie non réglementée de l'offre, entraînant la flambée des prix pour laquelle Genève est désormais célèbre (cf. figure 25). Mais tous les résidents de Genève ne paient pas un loyer excessif: au nom de la protection des locataires, la politique du marché du logement de Genève crée des insiders (locataires de longue date), payant des loyers comparativement très bas. Les outsiders (nouveaux locataires) en font les frais, devant s'acquitter des loyers les plus élevés de Suisse – s'ils parviennent à se loger. Ces perdants sont surtout de nouveaux arrivants, de jeunes locataires à la recherche d'un premier appartement ou de jeunes familles qui ne trouvent pas de logement à leur convenance qui ne soit pas hors de prix. Cette discrimination est une conséquence inévitable du droit au bail et s'observe aussi ailleurs en Suisse. Par contre, l'offre étant moins régulée ailleurs en Suisse, les différences de prix des loyers – et donc les effets discriminatoires – y sont beaucoup plus faibles.

Figure 25

Comparaison des indices de prix de location officiels et proposés

Indice: 2000 = 100



Source: Office fédéral de la statistique, Banque nationale suisse, Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse

Dix années d'attente pour toucher le jackpot

Néanmoins, construire à Genève n'est pas totalement inintéressant, car les zones de développement n'accueillent pas seulement des logements en location. Les promoteurs peuvent vendre une partie des appartements créés au titre d'appartements en propriété, même si les prix, fixés par l'Etat, sont maintenus autour de 6500 CHF/m². L'Etat veut ainsi permettre aux familles de classe moyenne d'accéder à la propriété à un prix abordable. Ces prix sont similaires dans tous les quartiers, et ils restent valables en cas de revente au cours des dix premières années. Ces appartements sont naturellement très prisés. Après une période d'attente de dix ans, ces biens acquis au prix fixé par l'Etat peuvent être vendus sur le marché libre, à un prix très supérieur. Il en résulte des bénéfices de 50% et plus, dont l'effet de levier peut encore être augmenté significativement en recourant à des capitaux étrangers. Il n'est donc pas surprenant que tout le monde s'arrache ces logements, et pas seulement les familles de classe moyenne.

Une intervention sur le marché en appelle une autre

Au début de l'année dernière, l'«affaire des Tulettes» à Cologny a fait la une. 149 unités d'un lotissement de 250 logements ont été vendues comme appartements en propriété. Par la suite, il s'est avéré que seule une vingtaine de propriétaires occupent eux-mêmes leur logement. De nombreux propriétaires ont acheté deux, trois appartements, ou plus, pour les louer. La période de dix ans écoulée, ils touchent le jackpot. De telles pratiques sont parfaitement légales, mais elles ne sont pas conformes à l'esprit de la loi. Prochainement, le gouvernement genevois veut combler cette lacune en conditionnant l'achat des objets à leur occupation par les propriétaires. Cet exemple montre qu'une intervention sur le marché en appelle une autre. Souvent, de vraies cascades réglementaires peuvent découler de l'apparition incessante de nouvelles failles. Ainsi, le problème se déporte, et, avec le temps, le marché étouffe sous l'excès réglementaire et ne peut plus remplir sa fonction de fournisseur de logements.

Parc de logements suranné par manque d'incitations à la rénovation

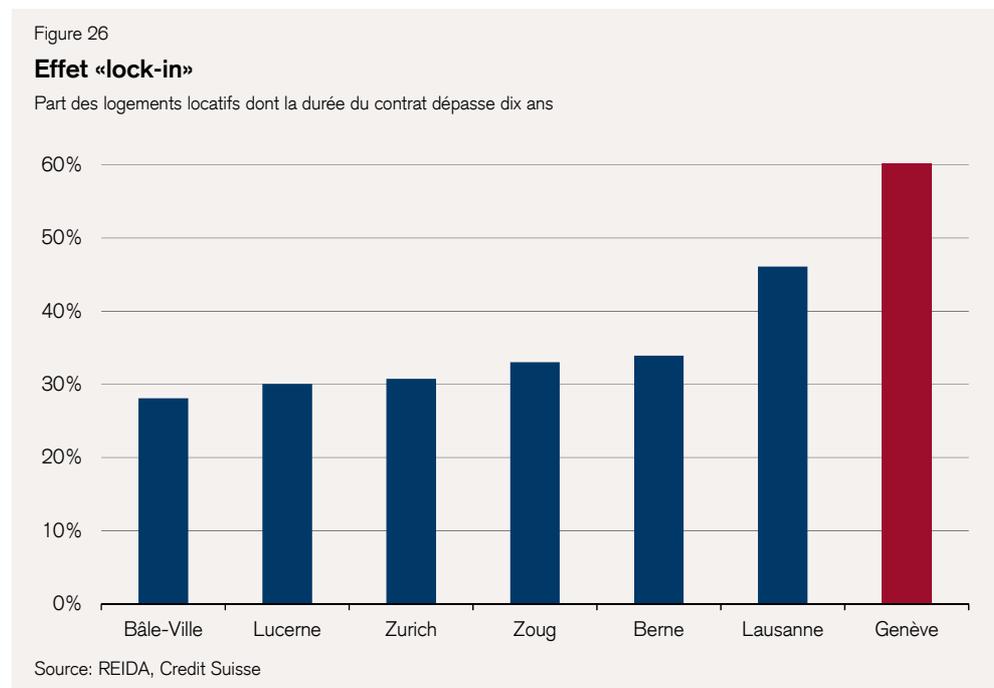
La Loi sur les démolitions, transformations et rénovations de maisons d'habitation (LDTR), affectant les logements déjà existants sur l'ensemble du territoire genevois, constitue également une législation unique en Suisse dans son application. Conformément à la LDTR, les démolitions de bâtiments résidentiels sont uniquement autorisées si la sécurité d'hygiène ou l'intérêt public l'exigent, ou si les bâtiments de remplacement permettent une augmentation substantielle de la surface résidentielle. Les réaffectations de logements ne sont généralement pas autorisées. Ces restrictions légales visent à empêcher la substitution des appartements du marché locatif au profit des surfaces commerciales, une intention louable au vu de la pénurie de logements. Par ailleurs, les démolitions et les transformations ne sont autorisées que si les logements neufs ou rénovés répondent aux besoins de la population, l'accent étant principalement mis sur la notion de «loyer abordable». Le loyer abordable est calculé sur la base du revenu médian imposable, et il est ajusté par le Conseil d'Etat tous les deux ans. Après rénovation, les loyers sont bloqués pendant trois à cinq ans, et, en cas de démolition et construction de bâtiments de substitution, cette disposition est étendue à une période de cinq à dix ans. Cela signifie que les coûts ne peuvent être répercutés que partiellement, voire pas du tout sur les locataires. Les bailleurs sont donc incités à ne rénover leurs immeubles ou à les remplacer qu'en cas d'extrême nécessité. La rénovation des façades nécessite une autorisation de construire qui va induire une limitation du retour sur investissement (contrôle par l'Etat). De nombreux bâtiments genevois se caractérisent donc par un air décrépi, qui nuit à l'attractivité de la ville – autre exemple d'une conséquence indésirable de la régulation.

Genève ignore les connaissances en matière de construction

Genève souffre donc d'une pénurie de logements, mais aussi de la vétusté de son parc immobilier. Plus de 80% des appartements n'ont pas été rénovés depuis au moins 40 ans. Il s'agit encore d'un record absolu parmi les villes suisses. En outre, la LDTR ne permet pas de gérer le marché du logement efficacement: de vieux bâtiments ne sont pas démolis et remplacés en privilégiant l'espace habitable, et moins de nouveaux logements sont créés grâce aux rénovations (p. ex., dans les combles). La pénurie de logements s'en trouve exacerbée. Par ailleurs, les rénovations effectuées sont souvent très insuffisantes. Généralement, en Suisse, on rénove plusieurs appartements situés le long de la même gaine technique. A Genève, par contre, la rénovation d'appartement se fait au gré de la rotation des locataires, ne permettant de remplacer qu'un tronçon de la tuyauterie verticale. Au final, les rénovations sont inutilement onéreuses, sans présenter d'avantages pour le propriétaire ou le locataire. La LDTR, visant à augmenter la surface du parc immobilier, a surtout généré des développements indésirables.

Blocage du marché du logement en raison d'une protection forte des locataires

La loi de protection des locataires en vigueur sur l'ensemble du territoire suisse, combinée à la réglementation de l'offre, vient encore renforcer le blocage du marché du logement. La protection des locataires limite la hausse des loyers quand les locataires conservent leur appartement. Plus la validité d'un contrat de location est longue, plus la différence entre le loyer d'origine et le loyer payé sur le marché est importante. La grande disparité des prix explique une plus faible rotation des locataires à Genève. Les locataires restent dans des appartements trop grands eu égard à leurs besoins, cependant moins chers que ne le seraient des appartements de taille modeste en cas de déménagement. En conséquence, le marché du logement genevois est largement bloqué et inefficace. La [figure 26](#) montre que Genève a la plus forte proportion de contrats de location de longue durée de toutes les villes suisses. L'effet «lock-in» y est d'autant plus manifeste que dans les autres centres helvétiques. Ailleurs, la protection des locataires et d'autres outils, tels que les loyers basés sur les coûts, entraînent aussi un effet «lock-in», mais dans une moindre mesure. Cette constatation est confirmée par le faible taux de déménagement. A Genève, on constate un taux de déménagement de moins de 11% sur l'ensemble du parc immobilier, inférieur à celui de zones rurales telles que Glaris ou Nidwald, alors que ces chiffres sont généralement plus bas en zone rurale que dans les villes. Hors migration internationale, et en tenant uniquement compte des déménagements intra- et intercantonaux, seuls les cantons de montagne d'Uri, des Grisons et du Tessin présentent une fréquence de déménagement plus basse que Genève.



Densification de la zone urbaine élargie

La pénurie de logements à Genève n'existe donc pas malgré, mais, dans une large mesure, *en raison* de la réglementation étatique. Le réel problème de Genève tient à la coexistence de trois objectifs en concurrence mutuelle: Genève veut continuer à croître, garantir des loyers modérés et maintenir une large zone agricole. Genève ne poursuivra son développement qu'à condition d'augmenter son parc immobilier et donc d'élargir ses zones constructibles – ou les loyers continueront leur forte progression. La densification est une idée évidente pour résoudre le conflit entre les objectifs. Le 9 février, une proposition de loi imposant la densification de la construction à Genève a été approuvée. C'est certainement un pas dans la bonne direction. Cependant, la densité de population du centre-ville genevois, s'élevant à 11'800 habitants/km², est déjà 2.7 fois plus élevée que celle du centre-ville zurichois. Une interrogation se pose donc quant à l'utilité d'une hausse de la densité. Par contre, dans la région métropolitaine élargie de Genève, la densité est seulement de 540 habitants/km², deux fois moins que dans la zone correspondante de Zurich. La densification devrait donc surtout concerner la zone urbaine élargie. En outre, des reclassements de zones agricoles sont prévus à l'horizon 2030, pour stimuler la construction de logements. Le plan directeur prévoit un total de 50'000 foyers supplémentaires

d'ici 2030, sur la base d'une palette de mesures. La cadence actuelle s'en trouverait quasiment doublée. Il demeure cependant incertain de savoir si ces nouveaux objectifs pourront être atteints. L'amendement de 2006, prévoyant la subvention d'un tiers des appartements construits dans les zones de développement, contre deux tiers auparavant, constituait un réel assouplissement. Mais la construction de logements n'en a pas été significativement impactée.

Bilan: Un projet Win-Win se solde par un échec cuisant

La réglementation du marché du logement dans le canton de Genève a clairement manqué ses objectifs au cours des dernières années. Les interventions sur la structure de prix ont entraîné des dommages collatéraux de plus en plus visibles avec le temps. Par manque d'incitations, l'offre demeure inférieure à la demande. Par ailleurs, un marché aux prix en grande partie réglementés appelle des hausses de prix encore plus fortes pour les appartements du marché libre, entraînant une forte iniquité entre insiders et outsiders. L'agglomération de Zurich, par exemple, a connu une pression de la demande comparable à celle de Genève au cours des dernières années, mais sa réglementation moindre a permis de satisfaire la demande et de conserver un statut de marché du logement attrayant. Les locataires genevois actuels, prétendument gagnants, sont insatisfaits de la politique de logement de leur ville, comme l'indique la [figure 23](#). De plus en plus exposés aux logements de mauvaise qualité, les locataires y restent même si les habitations ne répondent plus à leurs besoins. Un marché du logement aussi réglementé produit peu d'appartements, et conduit à une répartition suboptimale. A cette situation s'ajoutent des possibilités de densification inexploitées en raison du manque d'incitations au renouvellement, et de la progression du mitage causé par les expulsés immobilier.

Exploiter les mécanismes du marché au lieu de les brider

L'exemple concret de Genève sert, à ce titre, de démonstration pour éviter de reproduire les mêmes erreurs face aux défis posés aux marchés du logement des centres urbains suisses. D'abord et avant tout, il faudrait absolument éviter de définir un «juste prix». Un tel prix est en contradiction avec un marché libre. Le prix découle toujours du jeu de l'offre et de la demande. Seul un prix résultant d'une libre concurrence tient compte de toutes les composantes significatives, appelant ainsi des allocations pertinentes. Des prix locatifs peu onéreux ne s'obtiennent qu'en promouvant les incitations à créer une large offre. Un certain cadre réglementaire n'est pas contre-indiqué d'un point de vue économique, s'il a pour but une protection des locataires, une aide personnelle aux ménages défavorisés ou un prélèvement sur la valeur ajoutée en cas de reclassements. Il permet ainsi d'atteindre les objectifs escomptés, corrigeant les résultats du marché dans l'orientation souhaitée par la société. Pour ce faire, les mécanismes du marché doivent donc être aussi peu limités que possible.

Surfaces de bureaux

Dans l'ombre des débats sur la surchauffe du marché de l'immobilier, le marché de l'immobilier de bureau a vu se développer un déséquilibre entre l'offre et la demande. Le faible niveau des taux stimule depuis un certain temps la construction de nouveaux bâtiments de bureaux. Depuis 2009 cependant, l'offre croissante des surfaces existantes correspond de moins en moins aux préférences et aux besoins quantitatifs en termes de surfaces de nombreux secteurs de services, qui cherchent à optimiser les surfaces pour réaliser des économies. Quels sont les problèmes concrets? Où risque-t-on de rencontrer l'offre excédentaire la plus importante? Combien de temps faudra-t-il pour que l'offre et la demande s'équilibrent à nouveau?

Demande: évolution de l'emploi avec peu d'impact sur le besoin de surfaces

L'évolution robuste de l'emploi se poursuit mais les moteurs de croissance se modifient

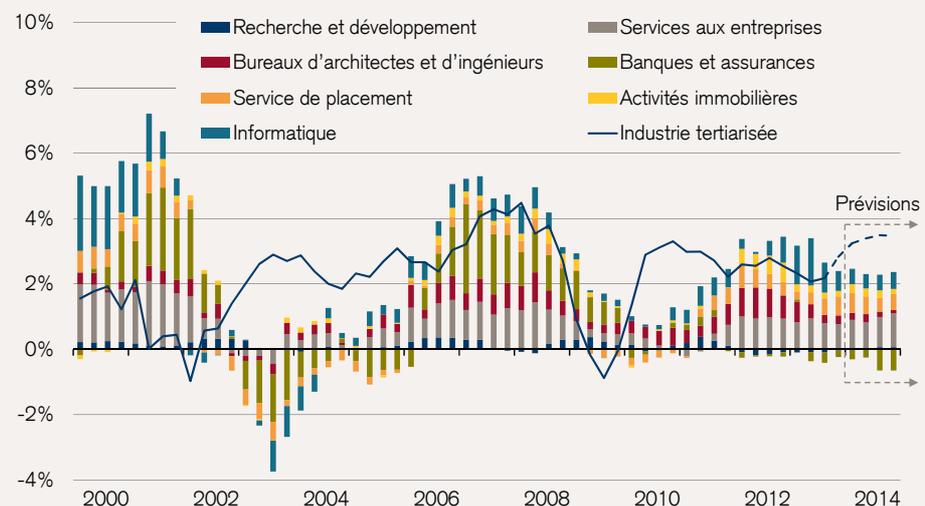
La demande en surfaces de bureaux est restée quasiment la même en 2012 et 2013. Au cours des dernières années, ce sont surtout les prestataires de services en lien avec la construction, le conseil aux entreprises et les autres prestataires de services aux entreprises, ainsi que les entreprises de services informatiques qui ont enregistré une hausse de l'emploi et fait partie des principaux intéressés en termes de surfaces de bureau. Nous misons cependant sur une évolution des moteurs de croissance dans le courant de l'année. Au vu des tendances à la saturation d'un marché ayant enregistré récemment une forte progression, nous tablons sur un ralentissement de la dynamique de croissance pour les prestations associées au bâtiment, telles que les architectes et ingénieurs, ainsi que pour les entreprises immobilières.

En revanche, les solides perspectives conjoncturelles et les meilleures perspectives dont profitent les entreprises axées sur l'exportation devraient permettre aux prestataires de services aux entreprises classiques, tels que le conseil, les cabinets d'avocats ou les agences de relations publiques et de marketing, de connaître une certaine reprise. Les efforts d'économies réalisés par les pouvoirs publics devraient cependant freiner la forte progression de l'emploi dans le domaine de l'administration. En outre, l'environnement du marché et de l'emploi reste, lui aussi, difficile dans le domaine financier (cf. figure 27). La défaillance du secteur financier comme demandeur important de surfaces est l'une des principales raisons à l'infléchissement de la demande en surfaces dans le cycle actuel.

Figure 27

Croissance de l'emploi et prévisions

Comparaison annuelle avec contributions à la croissance



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

La rationalisation accélère la tertiarisation opérationnelle

Au vu de l'amélioration des perspectives d'exportation, la demande en surfaces de bureaux devrait connaître une certaine reprise, non seulement grâce à la tendance à la hausse de l'emploi dans les branches classiques de bureau, mais également grâce aux emplois créés dans le secteur des prestations de services dans les entreprises industrielles (cf. figure 27). Les difficultés existant depuis quelques années sur le marché en raison des fluctuations des cours de change et de la faiblesse de la demande ont contraint de nombreuses entreprises à procéder à des restructurations. Les efforts de développement et de contrôle enregistrés dans l'automatisation industrielle sont généralement réalisés sur un poste de travail dans un bureau, entraînant une croissance du besoin en surfaces tertiaires dans l'industrie. Cette évolution se reflète nettement dans l'évolution de la structure de l'emploi du secteur des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM): Selon Swissmem, la part de l'emploi du secteur de la recherche, du développement et des activités d'étude est passée de 15.4% en 2009 à 19.6% en 2012. En revanche, la part de l'emploi dans le domaine de la production, du montage et de la maintenance a enregistré une baisse de 52.5% à 45.2% au cours de la même période.

Inhibiteur de demande 1: les entreprises industrielles construisent elles-mêmes leurs surfaces tertiaires

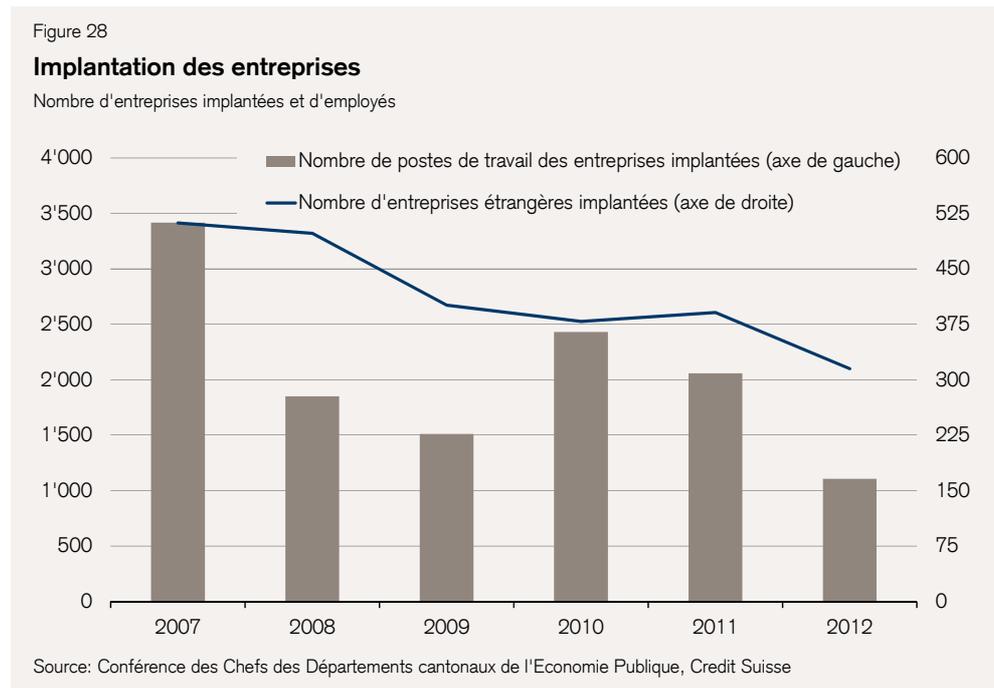
La croissance de l'emploi doublement forte (branches de bureau et tertiarisation industrielle) ne se reflète cependant que de manière limitée dans la croissance de la demande de surfaces. Trois facteurs freinent l'évolution de la demande. D'abord, les entreprises industrielles sont rarement demandeuses d'immeubles de location, même en cas de demande plus importante en surfaces tertiaires. Elles construisent et exploitent généralement leurs propres bâtiments, en fonction des exigences spécifiques à la branche, bâtiments qui sont souvent à la fois site de production, bâtiment tertiaire et centre logistique. Le marché locatif propose peu de solutions répondant aux besoins de ce type d'entreprises hybrides présentes dans de nombreux secteurs. Ces entreprises ne deviennent des locataires de surfaces de bureaux que lorsqu'elles présentent une séparation opérationnelle et géographique nette de leurs unités administratives. Les exemples les plus connus sont les activités des sièges de grands groupes industriels à Zurich, Zoug et Genève.

Inhibiteur de demande 2: l'attrait du site souffre de la réforme fiscale et des régularisations

Deuxièmement, il est de plus en plus difficile de faire signer de nouveaux baux à ces entreprises internationales. Le nombre d'entreprises nouvellement implantées et notamment le nombre de nouveaux emplois créés par ces implantations ont nettement chuté depuis 2007 (cf. figure 28). Si les raisons sont multiples, l'incertitude liée à la planification due aux mesures inconnues de la réforme de l'imposition des entreprises III (RIE III) pourrait jouer un rôle capital dans ce ralentissement. La Suisse doit abolir les réglementations spéciales en place sous la pression internationale croissante et trouver de nouvelles solutions afin de conserver son attrait en tant que site international. L'accent sera mis sur deux mesures: la baisse des taux d'imposition sur le bénéfice ordinaire entre 12% à 14% et l'introduction de nouvelles réglementations spéciales de type «licence box» (taxation privilégiée des produits de licence). La décision sur ces mesures est toujours en attente et leur réalisation ne devrait pas démarrer avant 2018. Les entreprises internationales à la recherche d'un site d'implantation attendront sans doute un signal clair, de manière à pouvoir évaluer la fiabilité à long terme de l'attrait du site dans une période marquée par des réformes fiscales et des initiatives nuisibles à l'économie. C'est pourquoi l'année 2014 ne devrait guère enregistrer d'impulsions spécifiques à la demande de la part des entreprises. Dans le pire des cas, l'une ou l'autre des entreprises établies pourraient tourner le dos à la Suisse.

Inhibiteur de demande 3: de nombreuses grandes entreprises ont terminé leur optimisation des surfaces pour le moment

Troisièmement, la croissance de l'emploi ne devrait pas entraîner directement de demande de surface supplémentaire, car une grande part du potentiel de demande a déjà été exploitée au cours des cinq à dix dernières années. La liste des grandes entreprises de prestation de services prometteuses à forte valeur ajoutée s'étant implantées au cours des dix dernières années sur de nouvelles surfaces importantes ou comptant le faire prochainement est longue et fortement répartie géographiquement. Pratiquement tous les conseillers d'entreprise, contrôleurs fiscaux, assurances, banques ou prestataires de services proches des banques, ainsi que les entreprises d'informatique et de communication, ont entrepris des mesures d'optimisation des surfaces ou sont dans une phase avancée de ce processus. Grâce à une exploitation efficace des surfaces dans des environnements de travail modernes, ces entreprises ont généralement besoin de moins d'espace dans leurs nouveaux bâtiments que dans les anciens, et ont souvent prévu des zones de réserve destinées à accueillir la croissance de l'activité de bureau encore solide.



Nous estimons à environ 850'000 m² la superficie occupée au cours des cinq dernières années ou dans un avenir proche par des entreprises de prestation de services à forte valeur ajoutée de plus de 200 collaborateurs. Ce chiffre correspond à un tiers des surfaces louées nécessaires aux entreprises de cette catégorie (2.5 millions de m²). Le potentiel locatif pour de nouvelles surfaces diminue donc à environ 1.7 million de m², c'est-à-dire qu'annuellement, 15% des employés devraient être transférés vers de nouvelles surfaces pour occuper tous les nouveaux immeubles locatifs prévus. Les entreprises dont on sait que le potentiel d'amélioration est élevé en raison de l'ancienneté de leurs bâtiments sont donc particulièrement courtisées. La concurrence sans merci bat déjà son plein sur le marché des surfaces de bureau, ce qui accroît par conséquent le pouvoir de négociation des locataires.

Offre: La phase de taux d'intérêt bas a renforcé l'extension cyclique excessive

Deux vagues d'expansion depuis l'an 2000

Du point de vue de l'évolution du chiffre d'affaires, deux vagues d'activité de construction intense dans le domaine des immeubles utilisés commercialement ont déferlé sur la Suisse. La première a connu son apogée en 2002 pour entraîner une augmentation des socles de surfaces vacantes en de nombreux endroits, encore bien des années plus tard. La deuxième vague, qui s'est formée en 2009 pour diminuer suite à la récession, reste très forte en valeur absolue. Les investissements dans la construction de nouveaux immeubles tertiaires ont enregistré une croissance similaire en 2011 et 2012, avec un certain décalage (cf. figure 29).

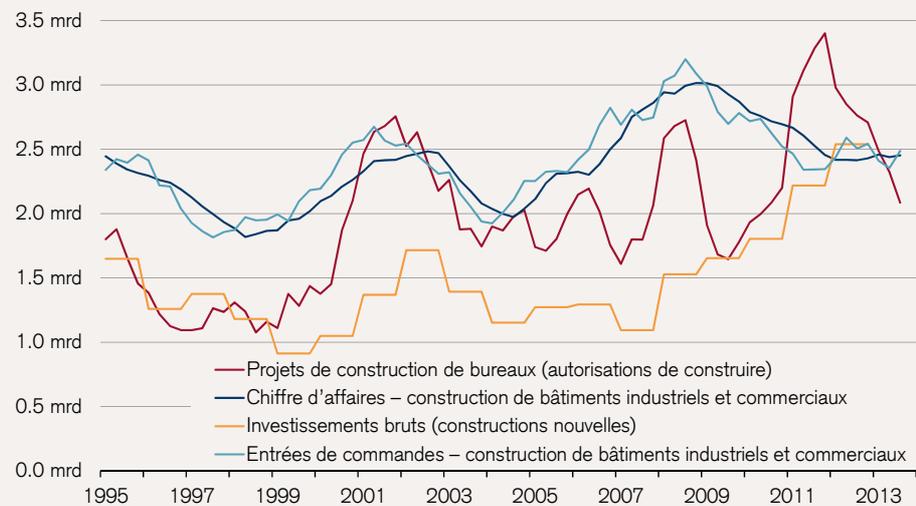
Volume de constructions nouvelles et de transformations excédentaire en raison des taux d'intérêt

Par rapport aux vagues d'expansion antérieures, ces deux vagues présentent cependant une anomalie: selon les autorisations de construire, un grand nombre d'objets se trouve toujours en planification, bien que le marché des surfaces de bureau se soit transformé en un marché locatif depuis longtemps et que les socles de surfaces vacantes se maintiennent à un niveau nettement plus élevé qu'au cours du cycle précédent. Si cette évolution ne se reflète sur les chiffres d'affaires de la construction commerciale que sous la forme d'un haut niveau constant, les statistiques des investissements dans la construction laissent, quant à elles, apparaître une tout autre tendance. Enregistrant 48% en 2012, les investissements dans des surfaces de bureaux étaient nettement supérieurs aux chiffres du cycle précédent (cf. figure 29). L'affaiblissement marginal de la planification de surfaces de bureaux malgré le retournement de tendance sur le marché pourrait être imputable au faible niveau des taux d'intérêt. Les volumes des travaux de transformation autorisés et des nouvelles constructions sont donc toujours supérieurs à la moyenne à long terme.

Figure 29

Indicateurs de planification et d'activité de construction de surfaces de bureaux

En CHF

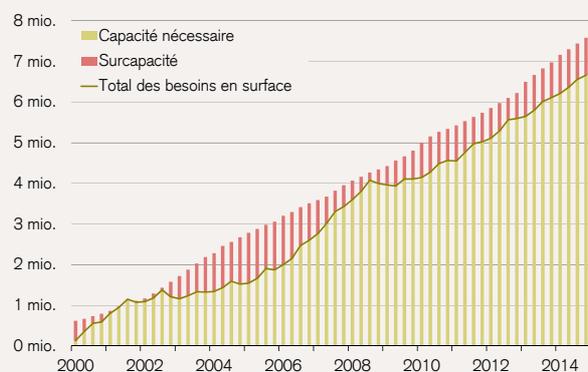


Source: Office fédéral de la statistique, Société suisse des entrepreneurs, Baublatt, Credit Suisse

Point culminant cyclique de l'activité de construction atteint en 2013

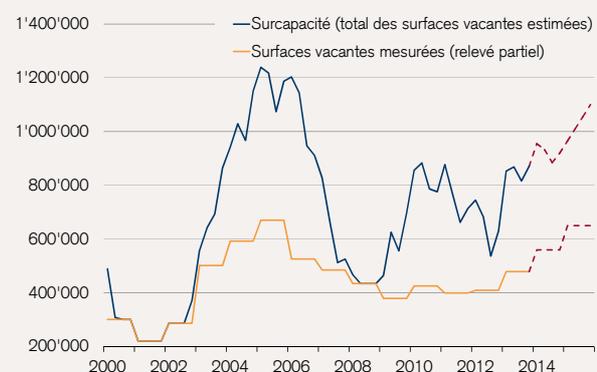
Cependant, le marché commence à se réguler par lui-même car les travaux ne commencent généralement qu'après avoir enregistré un certain nombre de prélocactions. L'évolution de la demande décrite précédemment, ainsi que l'offre excédentaire croissante font des prélocactions un obstacle toujours plus difficile à franchir, ce qui repousse la construction de nouvelles surfaces locatives en de nombreux endroits. C'est la raison pour laquelle nous estimons que la réalisation des projets en attente continuera à prendre du retard, ou sera même annulée. Côté investissements, le point culminant de la construction de surfaces devrait avoir été atteint en 2013. Au vu du maintien des chiffres de planification à un niveau élevé, aucun ralentissement marquant du niveau des investissements et aucune correction rapide de la surproduction cyclique ne sont cependant à attendre avant 2015.

Figure 30

Demande de surface et croissance des surfacesEn cumulé depuis 2000, en m²

Source: Baublatt, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 31

Surcapacité et évolution des surfaces vacantesSurfaces vacantes en m² (relevé partiel correspondant à 43% du marché des surfaces de bureau)

Source: Offices statistiques, Credit Suisse

Plus d'un million de m² de surcapacité d'ici 2015

Des démarrages des travaux retardés suite à un manque de prélocactions ne peuvent donc plus empêcher une surcapacité sur le marché suisse des surfaces de bureau. En effet, la phase de taux faibles entraînant des surinvestissements dure depuis trop longtemps déjà. La capacité totale du marché suisse des surfaces de bureau est d'environ 50 millions de m², dont près de

deux tiers sont déjà occupés par des entreprises industrielles et de prestation de services. Etant donné que ces entreprises sont enregistrées comme maître d'ouvrage en cas de constructions nouvelles, et qu'elles occupent elles-mêmes les bureaux une fois leur construction terminée, la surcapacité dans ce domaine ne devrait pas être élevée. Nous pouvons donc estimer que les surcapacités toucheront particulièrement les près de 15 millions de m² prévus pour être loués. Selon nos estimations, depuis 2001, alors que le marché était dans une large mesure équilibré, une surcapacité de 900'000 m² a été construite (surfaces vacantes du relevé partiel des statistiques publiques comprises, cf. figure 30).

Nous revoyons donc nettement à la hausse notre estimation de l'année dernière en termes de suroffre. En effet, non seulement la planification de surfaces est restée dynamique, mais il convient en outre de tenir compte des chiffres en baisse de l'utilisation de surfaces par collaborateur. La forte corrélation entre l'évolution générale de la surcapacité et les surfaces vacantes mesurables vient confirmer cette estimation (cf. figure 31). Par conséquent, nous nous attendons d'ici 2015 à ce que les surfaces inoccupées mesurables officiellement passent de 480'000 m² à 650'000 m², et à ce que l'excédent de capacité total passe, quant à lui, à 1.1 million de m². Plus de 60'000 postes de travail devraient être créés pour absorber cette surcapacité, ce qui correspond à la croissance de l'emploi des branches de bureau classiques, administration publique comprise, au cours des quatre dernières années. Dans les régions économiques zurichoises du Glatttal, du Furttal, du Limmattal ainsi que dans le Knonaueramt et dans les environs de Winterthour, le parc immobilier devrait encore connaître une croissance du nombre de surfaces sur le marché supérieure à la moyenne. Dans l'Arc lémanique, les régions alternatives de Lausanne et de Genève, c'est-à-dire Morges/Rolle, Nyon et Vevey/Lavaux se distinguent particulièrement par une forte planification de surfaces de bureaux.

Résultat du marché: Des loyers proposés loin de la réalité

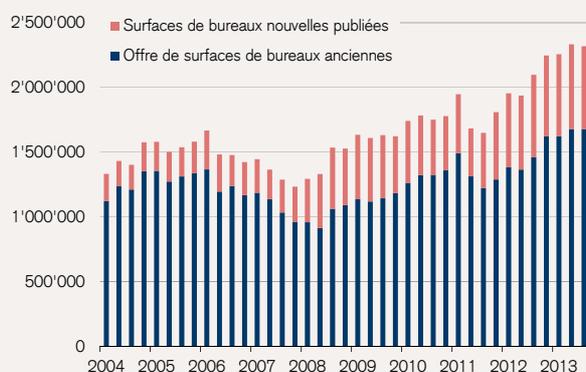
Hausse du taux d'offre à 4.6%

Les deux vagues d'expansion des années 2002 et 2009 ont déjà fait fluctuer l'offre de surfaces publiée en ligne par le passé. Cependant, la situation s'aggrave: bien avant leur achèvement, les nouvelles surfaces proposées et les annonces de prélocation nécessaires viennent concurrencer les efforts de relocation des propriétaires d'immeubles existants. C'est pourquoi le nombre de surfaces de bureaux proposées à la location au cours d'un trimestre a augmenté pour atteindre 2.3 millions de m² (cf. figure 32). Le taux de l'offre (location de nouvelles surfaces comprise) a donc augmenté également par rapport à l'année précédente, pour atteindre actuellement 4.6% du parc de surfaces de bureaux du pays. La tendance devrait se maintenir.

Figure 32

Situation de l'offre sur le marché des surfaces de bureau

Somme des surfaces de bureaux offertes sur un trimestre en m²

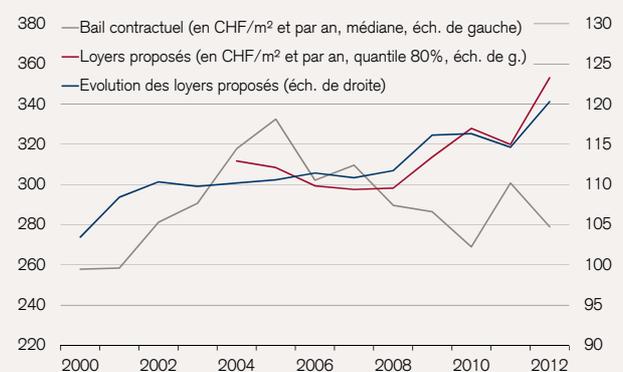


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Figure 33

Evolution des loyers

Loyers contractuels par année de conclusion et loyers proposés (absolus et indexés)



Source: Meta-Sys AG, Wüest & Partner, REIDA, Credit Suisse

La suroffre entraîne de fortes disparités entre les loyers proposés et les loyers contractuels

Croire encore à une hausse des loyers dans un environnement de marché où les surfaces vacantes augmentent et où les locataires sont étroitement courtisés est une erreur, même si les chiffres statistiques de l'offre suggèrent autre chose. La [figure 33](#) présente l'évolution des loyers proposés pour les surfaces de bureaux en fonction de deux sources: indexée et en valeur absolue du quantile 80%, c'est-à-dire pour les 20% de surfaces proposées les plus chères. Si les évolutions des deux sources concordent, les deux séries chronologiques évoluent depuis 2008 en sens contraire des prix médians des conclusions de contrat, basés sur un échantillon de près de 4000 contrats individuels.

Ces résultats sont à mettre au compte des problèmes liés à la location de surfaces onéreuses, dominant de plus en plus les chiffres de l'offre et faussant par conséquent à la hausse l'évolution des prix. En revanche, le prix moyen des surfaces dont le contrat a été conclu après 2007 a chuté à moins de 300 CHF/m² et par an, pour se stabiliser entre 280 et 300 CHF. Entre 2006 et 2008, les loyers contractuels et les loyers proposés étaient encore relativement équilibrés face à l'offre décroissante, tournant autour de 300 CHF. Ces chiffres étant manifestement biaisés, il convient donc de soumettre l'évolution des loyers proposés observée ces dernières années à la critique dans l'environnement de marché actuel, et non de la relever à sa valeur nominale.

L'année 2014 sera marquée par des loyers en baisse

L'année en cours devrait également voir les bailleurs tenter de maintenir les loyers à un niveau élevé aussi longtemps que possible. En effet, des loyers moins importants diminuent les revenus et donc la valeur de l'immeuble. Il est plus avantageux de maintenir le loyer au niveau actuel lors de nouveaux contrats, et de concéder aux locataires la prise en charge des coûts pour l'aménagement ou une location gratuite sur une certaine durée. Cette formule a relativement bien fonctionné jusqu'à présent. Cependant, au vu de l'offre excédentaire croissante, la pression exercée à la baisse sur les loyers effectifs augmente pour éviter les périodes d'inoccupation prolongées. Aussi anticipons-nous des loyers de marché en forte baisse en 2014.

Résultat du marché: Une surproduction liée au faible niveau des taux

La figure 34 récapitule l'évolution des 20 plus grands marchés pour l'immobilier de bureau suisse. Au 3^e trimestre 2013, près de 1.7 million de m² de surfaces de bureaux étaient proposés. Selon nos estimations, la surface de bureaux totale suisse s'élevait en 2013 à près de 50.3 millions de m², ce qui correspond à une croissance de 1.3% par rapport à l'année 2012. Au sein du parc, le taux de l'offre de 3.3% reste certes constant en comparaison annuelle, mais un excédent d'offre apparaît de plus en plus nettement sur les principaux marchés. Le problème touche principalement le marché de Zurich et les régions environnantes, telles que le Glattal et le Limmattal, ainsi que l'immobilier de bureau de Genève, qui a atteint un taux de l'offre à deux chiffres (10.4%). La baisse des loyers, restée inaperçue jusque fin 2013 en raison de chiffres de l'offre biaisés, en sera la conséquence. Sur les immobiliers de bureau moins importants des centres urbains moyens, les excès sont par contre nettement moins marqués.

Figure 34

Aperçu des 20 principaux marchés pour l'immobilier de bureau

Surfaces du parc (sans nouvelles locations) en m², au 3^e trimestre 2013; loyer moyen (brut) 2013 pondéré en fonction des surfaces en CHF/m² et par an; tendances pour 2014

Régions économiques	Parc de surfaces de bureaux	Surface proposée*	Taux de l'offre*	Tendance de l'offre	Loyer moyen*	Tendance des prix
Zurich-Ville	6'386'000	260'000	4.1%	↗	382	↘
Genève	4'042'000	422'000	10.4%	→	435	↘
Berne	3'275'000	39'000	1.2%	↗	228	→
Bâle-Ville	2'278'000	44'000	1.9%	↗	250	→
Lausanne	2'117'000	86'000	4.1%	→	290	→
Glattal	1'692'000	70'000	4.1%	↗	224	↘
Lucerne	1'387'000	18'000	1.3%	↗	215	→
Saint-Gall/Rorschach	1'382'000	18'000	1.3%	↗	194	→
Aarau	1'291'000	15'000	1.1%	↗	211	→
Lorzenebene/Ennetsee	1'221'000	45'000	3.7%	→	243	→
Lugano	1'142'000	45'000	4.0%	→	261	↘
Unteres Baselbiet	939'000	20'000	2.1%	↗	223	→
Winterthour-Ville	737'000	31'000	4.2%	→	227	→
Baden	678'000	10'000	1.4%	→	217	↗
Neuchâtel	618'000	18'000	2.9%	↗	213	→
La Sarine	609'000	29'000	4.7%	↗	291	↘
Limmattal	566'000	35'000	6.1%	↗	186	→
Olten/Gösigen/Gäu	566'000	20'000	3.5%	→	160	↗
Oberes Baselbiet	561'000	15'000	2.7%	↗	197	→
Oberland-Ouest	558'000	9'000	1.6%	↗	211	↘
Suisse	50'265'000	1'680'000	3.3%	↗	304	↘

Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

* Parc immobilier

Les cinq principaux marchés de surfaces de bureau en détail

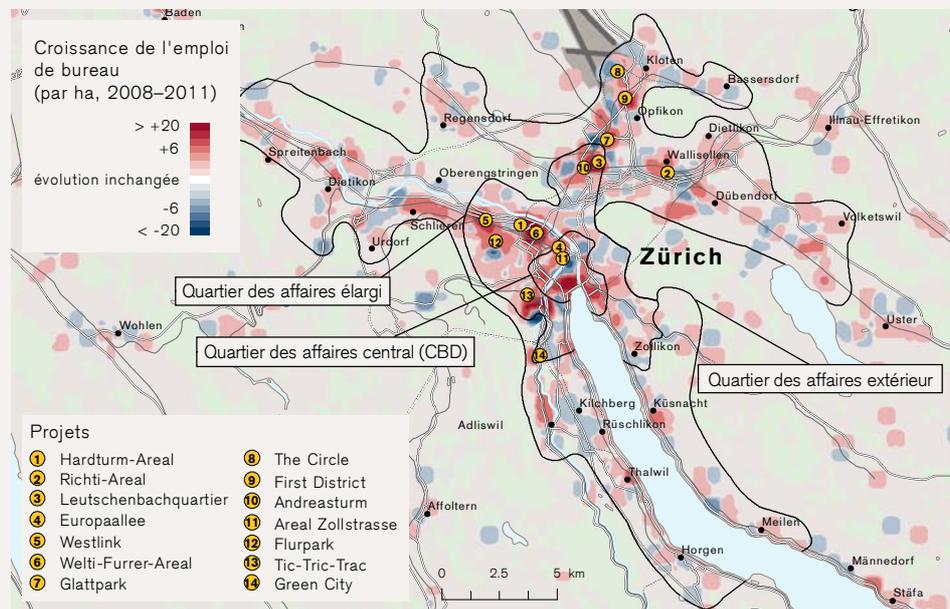
Les cinq plus grands marchés pour l'immobilier de bureau suisse réunissent 40% de l'ensemble des surfaces de bureaux de Suisse. Ceux-ci présentent donc un intérêt non seulement du point de vue de leur évolution générale, mais particulièrement du point de vue des délocalisations observées au sein de ces différents immobiliers de bureau, ou entre leurs quartiers d'affaires très différents. Ce type de modification permet de tirer des enseignements sur les tendances et évolutions sur l'ensemble du territoire.

Zurich

Figure 35

Foyers de la croissance de l'activité de bureau

Evolution de l'emploi dans les branches de bureau classiques, en chiffres absolus par hectare, 2008–2011



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Office fédéral de la topographie, Geostat

2008 à 2011: forte croissance de la demande en dehors du CBD

Le marché de l'immobilier de bureau se modifie depuis un certain temps et a affiché avec 14% une croissance moyenne de l'activité de bureau entre 2008 et 2011 légèrement plus marquée que les autres marchés pour l'immobilier de bureau. Cette expansion a été particulièrement remarquée dans le quartier d'affaires élargi, sur les sites importants que sont Zurich-Ouest et Zurich-Sud, où l'activité de bureau a enregistré une progression de 20%, soit 10'700 nouveaux collaborateurs. L'expansion s'est avérée particulièrement dynamique dans le secteur Gare Hardbrücke/Turbinenplatz/Hardturmstrasse, où sont implantés de nombreux prestataires de services informatiques et de télécommunication, ainsi que certaines fonctions back-office du SIX Group. Ne serait-ce que dans le secteur du conseil juridique et fiscal, audit compris, l'emploi a enregistré une croissance de 1300 personnes, ou 44%, dans le quartier d'affaires élargi, alors qu'il a reculé dans le Central Business District (CBD) de 460 personnes, soit 7%.

Maintien des mouvements de délocalisation

Avec 3200 postes créés, l'activité de bureau classique n'a plus enregistré qu'une croissance modérée (6%) dans le CBD de Zurich. Celle-ci est due à 78% aux activités de sièges sociaux d'entreprises, aux conseils aux entreprises, ainsi qu'aux prestataires de services d'information. Ces branches ne semblent plus privilégier les centres-villes comme elles le faisaient auparavant. En revanche, l'emploi a chuté chez les prestataires de services financiers, ces derniers ayant commencé de longue date à renforcer leurs sites extérieurs au détriment du CBD pour optimiser leurs charges, jouant ainsi un rôle de pionnier de la délocalisation. Les entreprises de conseil ont suivi dans leur sillage, délocalisant également leurs sites vers le quartier des affaires élargi. Le quartier des affaires extérieur, qui a enregistré une croissance de 12% entre 2008 et 2011, a surtout trouvé preneur parmi les branches à forte croissance. Il s'agit en premier lieu du conseil aux entreprises, de l'informatique et des prestataires de services en lien avec la construction et l'activité immobilière. Cette tendance à la délocalisation subsiste aujourd'hui. Allianz Versicherung s'est par exemple implanté en novembre dernier sur le terrain Richti. D'autres grandes entreprises, telles que Zürich Versicherungen (Leutschenbach), UPC Cablecom (terrain Richti) et SIX Group, n'achèveront l'optimisation de leur site qu'en 2014/2015. Par la suite, les délocalisations importantes devraient se faire plus rares à Zurich.

Le marché zurichois sous le signe de l'augmentation des surfaces vacantes

La croissance généralement stable enregistrée entre 2008 et 2011 a pu empêcher jusqu'ici un excédent massif des offres sur le marché de l'immobilier de bureau zurichois. Ne serait-ce que dans le CBD et dans le quartier d'affaires élargi qui couvrent ensemble la zone urbaine dans une large mesure, l'activité de bureau a enregistré jusqu'en 2011 une hausse de près de 16'000 postes, ce qui correspond à une demande de surfaces d'environ 270'000 m². Avec

une surface estimée à 240'000 m², la construction ne couvrirait cependant pas tout à fait la demande. Les surfaces inoccupées de la zone urbaine ont chuté de 57'000 m² jusqu'en 2011 pour s'établir à 134'500 m². Cette situation de marché équilibrée en combinaison avec le faible niveau des taux a cependant maintenu la construction de surfaces de bureau à un niveau élevé, ce qui pose aujourd'hui des problèmes d'absorption sur le marché de Zurich. Par la suite, les surfaces vacantes du centre-ville ont enregistré une nouvelle croissance, pour s'établir à 184'000 m². Si la phase de prélocation s'est déroulée de manière satisfaisante dans de nombreux projets avancés dans le quartier du Leutschenbach, sur le terrain Richti à Wallisellen et dans le quartier de la gare centrale de Zurich (Europaallee), les retards constatés dans le lancement des travaux dans d'autres projets indiquent cependant des problèmes actuels de mise sur le marché de nouvelles surfaces. Ainsi, la deuxième phase de construction du projet Westlink à Zurich Altstetten prévoyait au départ uniquement des immeubles de bureaux. Cependant, il semblerait que l'on prévoit maintenant une affectation mixte Tower et Kubus, alors que ceux-ci ne se trouvent pas encore en phase de construction. Selon les médias, l'attente est de mise même sur le site exceptionnel de la zone Welti-Furrer, entre la Prime Tower et la Mobimo Tower, où l'on entend d'abord observer l'évolution du marché de l'immobilier de bureau.

Le Glatttal fait face à des difficultés

Il n'en va pas autrement de la région nord de Zurich, où les projets planifiés sont sujets à des incertitudes croissantes. Particulièrement touché, le Glattpark est pris entre les grands projets The Circle et First District à proximité de l'aéroport (124'000 m²), la région dynamique de Zurich-Nord qui enregistre une hausse des capacités dans le quartier de Leutschenbach et à Oerlikon (Tour Andreas, 20'000 m²) et la zone urbaine en pleine expansion, même au-delà de l'Europaallee (quartiers Zollstrasse, Flurpark, Tic-Tric-Trac, Green City). Si tout se passe comme prévu, une surface à louer de plus de 50'000 m² devrait voir le jour dans le Glattpark au cours des deux à trois prochaines années, assainissements non compris. Une expansion de ce type risque de dépasser les capacités du marché.

Les loyers proposés dévoilent un grand nombre de surfaces onéreuses peinant à trouver preneur dans le CBD

Les chiffres de l'offre ne peuvent cacher ni ces bouleversements, ni l'offre excédentaire qui se crée. La hausse des surfaces de bureaux proposées dans le CBD est significative. Avec 146'000 m², l'offre de cette zone dépasse pour la première fois celle du quartier d'affaires extérieur (cf. figure 36). En raison des projets de constructions nouvelles mentionnés ci-dessus, les surfaces du parc immobilier seront cependant également confrontées à des problèmes en dehors du CBD au cours des années à venir. Le problème lié aux surfaces existantes inoccupées dépassera ainsi le seul cadre du CBD pour toucher tous les quartiers d'affaires. Dans le contexte de cette situation de marché difficile, les statistiques de l'offre ne reflètent pas correctement l'évolution des prix du marché dans le CBD. Cette hausse du loyer ne reflète que la part la plus importante de surfaces vacantes onéreuses existantes (cf. figure 37). Par contre, l'évolution des loyers et le niveau pondéré en fonction de la surface observée pour les objets du parc immobilier dans le quartier d'affaires élargi et dans le quartier d'affaires extérieur devrait être tout à fait représentatifs. Nous nous attendons à ce que la tendance à la baisse des loyers pour les surfaces proposées à la location s'affirme encore davantage au cours des trimestres à venir.

Figure 36

Evolution de l'offre de surfaces de bureaux

Somme des surfaces existantes publiées trimestriellement en m²

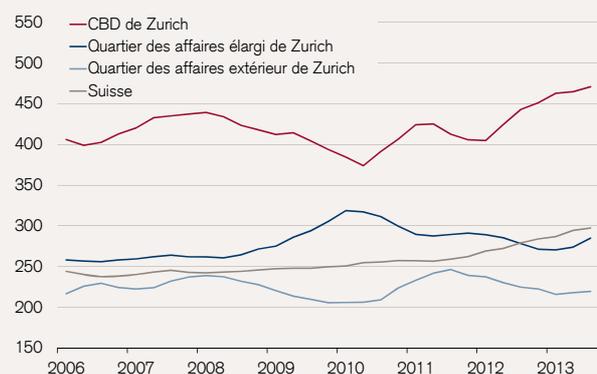


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Figure 37

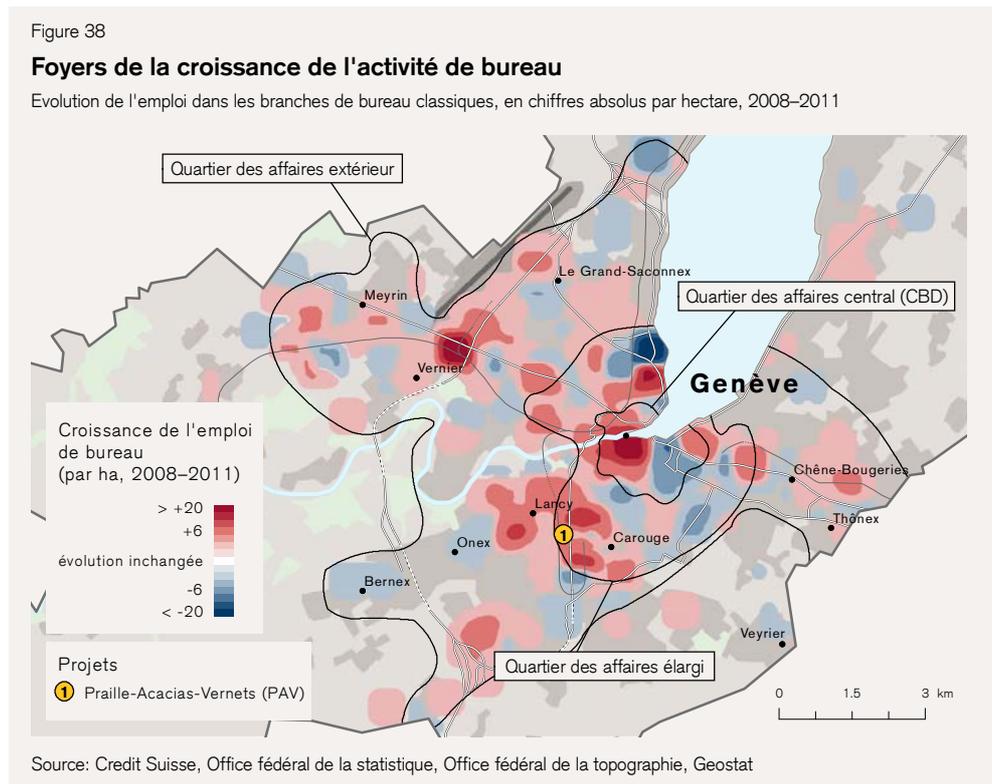
Evolution des loyers proposés

Moyenne des loyers bruts pondérée en fonction des surfaces, en CHF/m² et par an



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Genève



CBD: en croissance malgré le manque de place

Entre 2008 et 2011, l'emploi des branches de bureau classiques a augmenté à Genève de 6000 nouveaux postes. Comparée aux chiffres d'autres grands marchés de l'immobilier de bureau, cette croissance de 11.4% est inférieure à la moyenne. Un tiers de celle-ci est imputable aux activités de sièges sociaux et de conseil aux entreprises, qui ont ainsi enregistré à Genève une croissance de l'emploi de 43% en trois ans pour devenir, en 2011, le deuxième groupe demandeur (12%), juste derrière les services financiers (35%). Dans le Central Business District (CBD), ces branches se sont véritablement affrontées: alors que les banques ont, de longue date, délocalisé leurs collaborateurs du CBD vers le quartier d'affaires extérieur et élargi (UBS: Carouge; Credit Suisse: Lancy; HSBC: Vernier) et supprimé 530 postes dans le CBD entre 2008 et 2011, la branche des activités de sièges sociaux et de conseil aux entreprises enregistrait 610 nouveaux employés. Cette croissance, qui se concentre principalement sur les sites du sud de la rive du Rhône, est impressionnante au vu du manque de place du CBD, malgré lequel l'activité de bureau a enregistré 1600 nouveaux postes, soit une croissance de 6%, correspondant à celle du CBD de Zurich. En dehors du CBD, les zones de croissance existantes à proximité de l'aéroport, de la zone de développement à long terme de Praille-Acacias-Vernets (PAV) et de Lancy ont affiché une forte expansion.

La crise financière, le différend fiscal et la RIE III mettent la demande à l'épreuve

Exception faite du grand projet PAV, où la planification du lotissement Pont-Rouge prend forme (projet prévoyant 110'000 m² de surface de bureaux d'ici 2020), le marché est fortement marqué par les travaux de transformation. En 2012, un volume de construction d'un montant de 100 millions de CHF a été autorisé pour la transformation, l'assainissement et l'extension de bureaux dans le canton de Genève. Ce chiffre dépasse même de 40% le nombre d'autorisations de constructions nouvelles. Genève a longtemps souffert de la faible activité de construction et du manque de surfaces tertiaires, ce qui s'est traduit par une hausse des loyers et un choix limité. La situation a cependant bien changé aujourd'hui et la faible activité de construction a permis d'éviter une offre excédentaire plus importante. Pour le site de surface de bureaux qu'est Genève, la part élevée de la demande provenant des banques, des activités de sièges sociaux et des conseils aux entreprises (47%) représente cependant un double défi. D'abord parce que, depuis la crise financière de 2008 et l'assouplissement du secret bancaire, les banques sont mises sous pression et économisent notamment en optimisant leurs surfaces. Ensuite parce que la Suisse se voit contrainte, pour faire face à la pression internationale croissante, de supprimer des régimes spéciaux sur l'impôt sur le bénéfice dans le cadre de la réforme de l'imposition des entreprises III (RIE III). Cependant, la part de recettes de l'impôt sur les bénéfices prélevée annuellement par Genève, provenant d'entreprises de type holding, sociétés de domicile ou mixtes, est supérieure à la moyenne. Selon le Département fédéral des fi-

nances (DFF), cette part était de 27.6% en moyenne entre 2007 et 2009. Les entreprises concernées sont des entreprises du segment très demandeur des activités de sièges sociaux. Il est donc impératif pour le site de Genève et son marché de l'immobilier de bureau de trouver une solution. Une approche applicable à d'autres sites représente cependant un dilemme pour le canton de Genève. La baisse des taux ordinaires de l'impôt sur le bénéfice permettrait certes d'empêcher la délocalisation de sièges d'entreprises mobiles, mais cela entraînerait une perte de recettes fiscales pour le canton en raison du niveau actuellement élevé du taux d'imposition sur le bénéfice effectif maximal sur le site principal (24.2%). Les grands gagnants de cette stratégie seraient principalement les entreprises du domaine de la recherche et du développement. Indépendamment de l'approche choisie, l'incertitude actuelle en termes de planification freine certaines entreprises dans leurs investissements, puisqu'il n'a pas encore été décidé du contenu précis de la RIE III, et que sa réalisation ne devrait pas démarrer avant 2018. Centre international, Genève est une localisation intéressante. Cependant, pour éviter le départ des prestataires de services et continuer à en attirer de nouveaux, la ville a besoin d'une politique claire pour franchir ces obstacles.

Forte hausse de l'offre de surfaces et de surfaces vacantes

Les surfaces inoccupées reflétaient en 2013 l'étendue des nouveaux problèmes de commercialisation auxquels est confronté le canton. Avec 84'000 m² de surfaces inoccupées, il enregistre actuellement son niveau le plus élevé depuis 1999. Ces chiffres correspondent à une croissance de 60% par rapport à l'année précédente, voire de 225% par rapport à 2011. La croissance du taux de vacance se concentre principalement sur deux sites: la zone urbaine, comprenant principalement le CBD et le quartier d'affaires élargi, sans Carouge, et l'excellent quartier situé à proximité de l'aéroport et de la ville aux alentours de Vernier. En zone urbaine, les surfaces provisoirement inoccupées de Merck Serono, en phase de devenir un campus biotechnologique, ont certainement influencé la hausse enregistrée en 2013. A Vernier, plusieurs étages du Blandonnet Business Center sont proposés à la location, ce qui devrait avoir causé une hausse des surfaces vacantes de 10'000 m².

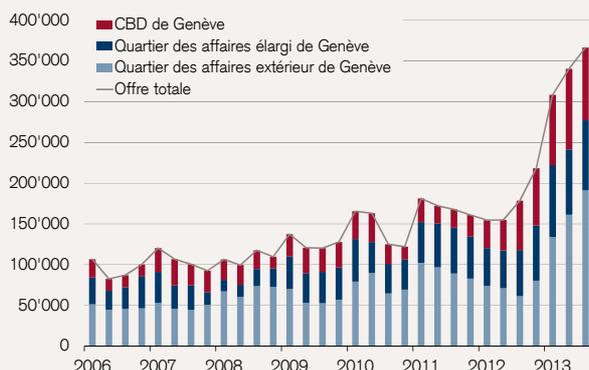
La phase des loyers excessifs à Genève est pour l'instant terminée

La hausse massive des surfaces existantes proposées à la location (cf. figure 39), d'une superficie de 366'000 m² (9%), indique nettement que la hausse des vacances est loin d'être terminée. Au vu des bouleversements, il faut compter avec plus de 100'000 m² de surface inoccupée – un niveau atteint pour la dernière fois dans les années 1990 – au cours des deux prochaines années. Cependant, exception faite des dites surfaces momentanément inoccupées, cela ne signifie pas pour autant que les surfaces vacantes seront disponibles sous la forme d'immeubles modernes et de grande taille, particulièrement appréciés des entreprises, mais rares à Genève. Au lieu de cela, les problèmes liés à la location de petites et moyennes surfaces, anciennes et ayant besoin d'être assainies, devraient s'accroître. Le CBD ne sera pas à l'abri de ce phénomène. Aujourd'hui déjà, la part élevée de surfaces plus anciennes, mais onéreuses, fausse à la hausse l'évolution des loyers proposés dans le CBD. Comme dans le cas de Zurich, cette évolution biaisée n'est pas représentative dans un environnement de marché difficile. Les loyers dans le quartier d'affaires élargi et dans le quartier d'affaires extérieur, ayant enregistré une baisse continue après avoir connu un niveau élevé, devraient être plus représentatifs de la situation du marché (cf. figure 40).

Figure 39

Evolution de l'offre de surfaces de bureaux

Somme des surfaces existantes publiées trimestriellement en m²

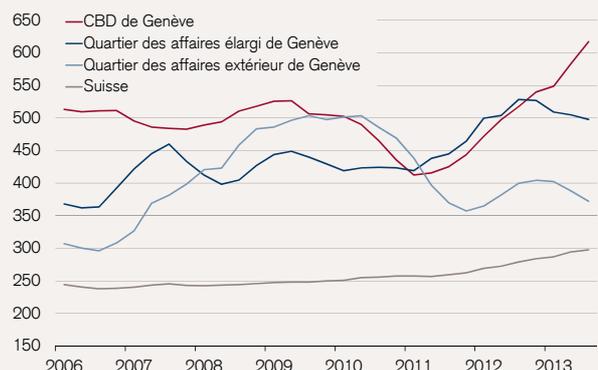


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Figure 40

Evolution des loyers proposés

Moyenne des loyers bruts pondérée en fonction des surfaces, en CHF/m² et par an



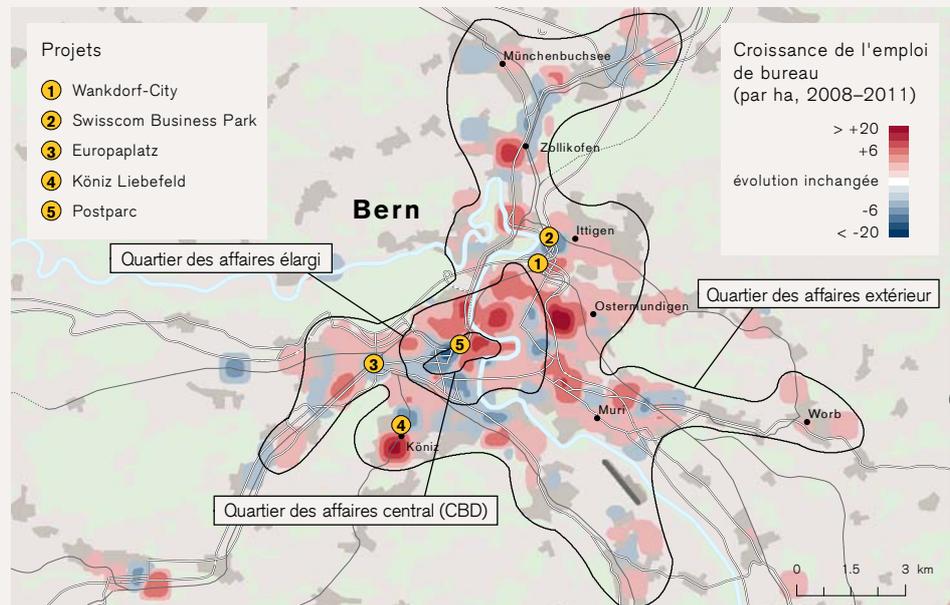
Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Berne

Figure 41

Foyers de la croissance de l'activité de bureau

Evolution de l'emploi dans les branches de bureau classiques, en chiffres absolus par hectare, 2008–2011



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Office fédéral de la topographie, Geostat

Les grandes entreprises renforcent les sites extérieurs

De tous les grands marchés immobiliers de bureau, le marché de Berne a affiché entre 2008 et 2011 la croissance proportionnelle de la demande de surfaces de bureaux la plus importante. Au cours de cette période, un total de 6000 postes a été créé dans les branches de bureau classiques, soit une hausse de 18.7%. Cette croissance présente une répartition classique: Le Central Business District (CBD) de Berne a enregistré une croissance de l'emploi d'à peine 2%, tandis que le quartier d'affaires extérieur affichait la croissance la plus dynamique avec 4300 nouveaux postes, soit un plus de 34%. Ces chiffres mettent nettement en évidence le type de surfaces disponibles et les préférences des entreprises en termes de situation. Comme dans d'autres grands centres, ce sont surtout les grandes entreprises qui renforcent leurs sites extérieurs. Etant donné que la croissance observée à Berne provient en premier lieu du domaine de l'informatique et de la communication ainsi que des branches de la prestation financière et d'assurance, Swisscom, ses fournisseurs et PostFinance devraient en être les principales sources. Toutefois, on aurait tort de s'imaginer que le marché des surfaces de bureaux bernois se limite aux seules entreprises publiques ou proches de l'Etat. Au cours des dernières années, Berne est parvenue à plusieurs reprises à attirer des activités de sièges sociaux d'entreprises internationales des domaines de l'informatique, de la technologie et de l'industrie de pointe. Rien que dans le quartier d'affaires élargi, l'emploi a doublé dans la branche de la gestion et administration d'entreprises (conseil aux entreprises compris), enregistrant la création de 800 postes.

La hausse du faible taux de surfaces vacantes n'est qu'une question de temps

La croissance de l'emploi de 6000 postes enregistrée sur le marché des surfaces de bureaux de Berne entre 2008 et 2011 correspond à un besoin de surfaces d'environ 100'000 m². Cependant, selon nos estimations, seuls 66'000 m² ont été construits durant cette période, ce qui a diminué le taux de vacance en zone urbaine. En 2013, la forte activité de construction qui a suivi et le début des activités massives de transfert de services de la Confédération et d'entreprises proches de l'Etat ne se sont pas encore traduits par une hausse du taux de vacance. Bien au contraire: au centre-ville, le chiffre des surfaces vacantes a chuté pour s'établir à son plus bas niveau depuis 2002, soit 1735 m². Mais le rebond du taux de vacance n'est qu'une question de temps: le projet Wankdorf City prévoit à lui seul près de 90'000 m² de surface de bureaux, où les CFF et la Poste emménageront en partie dans le courant de l'année. L'année 2014 devrait également voir s'achever le Swisscom Business Park d'Ittigen, vers lequel seront transférés les bureaux actuels de Swisscom IT-Services de la Ostermundigenstrasse, qui représentait l'un des principaux moteurs de croissance entre 2008 et 2011. Köniz et Zollikofen représentent deux autres facteurs importants de la croissance de l'emploi jusqu'en 2011.

Epreuve de vérité pour l'absorption de constructions nouvelles en cours d'année

Etant donné la forte expansion des surfaces, Berne verra inévitablement d'autres surfaces louées plus anciennes se libérer dans le courant de l'année. Reste à voir cependant si Berne devra faire face à la problématique d'une offre excédentaire. Le marché est petit et peut réagir relativement vite. Lors de la construction de nouvelles grandes surfaces, les maîtres d'ouvrage sont, dès le début, en contact avec les futurs locataires. Contrairement aux grands immobiliers de bureau de Zurich et Genève, peu de surfaces sont planifiées sans assurance préalable de leur location future, car, vu le nombre limité de grandes entreprises, le risque de ne pas trouver de locataires est élevé. Les nouveaux projets sans prélocation précise ne sont donc pas légion et sont adaptés à la structure locale dominée par les petites et moyennes entreprises (PME). Le lotissement à affectation mixte de l'Europaplatz devrait par exemple être achevé en fin d'année. Il s'agit de 3000 m² de surfaces de bureaux, pouvant être divisées de manière diverse pour être louées à plusieurs petites entreprises, et dont la moitié est encore à prendre. Des projets plus importants à l'écart du nord de Berne seront prêts à être loués dans le courant de l'année: 14'000 m² au Carba Center 30, à Berne Liebefeld, et 30'000 m² dans le nouveau Postparc, à proximité directe de la gare centrale, l'année suivante. Ces deux projets devraient servir d'indicateurs de la facilité de location des nouvelles surfaces de bureaux disponibles. Au cours des années à venir, il faut également s'attendre pour Berne à ce que le parc immobilier voit de nombreuses surfaces tertiaires se libérer, ne serait-ce qu'en raison des processus de délocalisation de l'administration fédérale. Mais ce phénomène apporte également son lot d'opportunités. Berne est un site intéressant pour les entreprises dont les clients sont actifs tant à Zurich que dans l'Arc lémanique. Une offre importante de sites situés au centre-ville pourrait constituer un autre atout pour l'implantation et pour la création de nouvelles sociétés.

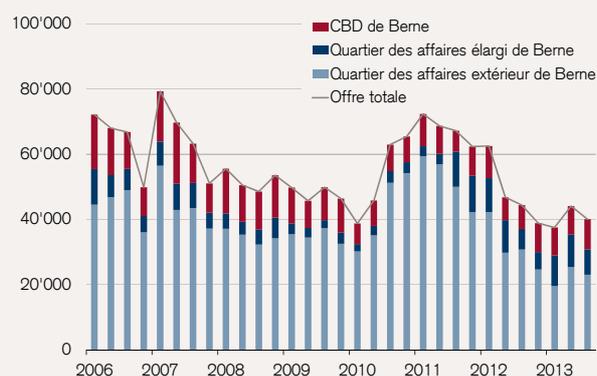
Une poursuite de la correction des prix des loyers dans le CBD n'est pas impossible

Jusqu'au 3^e trimestre 2013, les craintes d'offre excédentaire du parc immobilier à venir étaient encore injustifiées. Avec ses 40'000 m² de surfaces existantes publiées, l'offre reste à un faible niveau (cf. figure 42). Le CBD et le quartier d'affaires élargi sont notamment touchés par le manque de surfaces disponibles et ce, malgré la structure relativement décentralisée de l'immobilier de bureaux bernois, puisque 45% des activités de bureau classiques sont implantées dans le quartier d'affaires extérieur. Ici aussi, l'offre de surfaces disponibles a chuté au niveau le plus bas jamais atteint depuis 2006. Il n'en va pas de même des constructions nouvelles: les locations de surfaces neuves, notamment dans le cadre des projets Wankdorf City, Carba Center 30 et du projet d'assainissement Arco West, ont fait s'envoler l'offre de surfaces neuves dans le quartier d'affaires extérieur, comptant maintenant 30'000 m². Ce phénomène devrait entraîner des transferts, déclenchant à leur tour une hausse de l'offre de surfaces existantes. Au vu du marché intact, les loyers proposés à Berne pour les surfaces existantes sont représentatifs. Tant le CBD que le quartier d'affaires extérieur enregistrent les premières répercussions de l'augmentation des surfaces disponibles et des délocalisations avec des corrections de loyers. Dans le quartier d'affaires extérieur, les loyers bruts de 200 CHF/m² et par an devraient cependant correspondre au niveau de loyer le plus faible (cf. figure 43). Dans le CBD par contre, la poursuite de la correction n'est pas impossible en raison de la hausse attendue de surfaces vacantes.

Figure 42

Evolution de l'offre de surfaces de bureaux

Somme des surfaces existantes publiées trimestriellement en m²

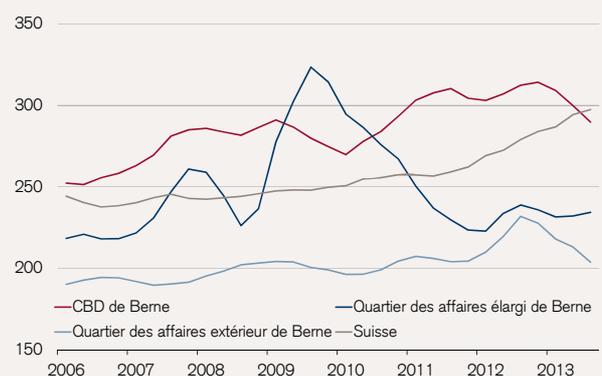


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Figure 43

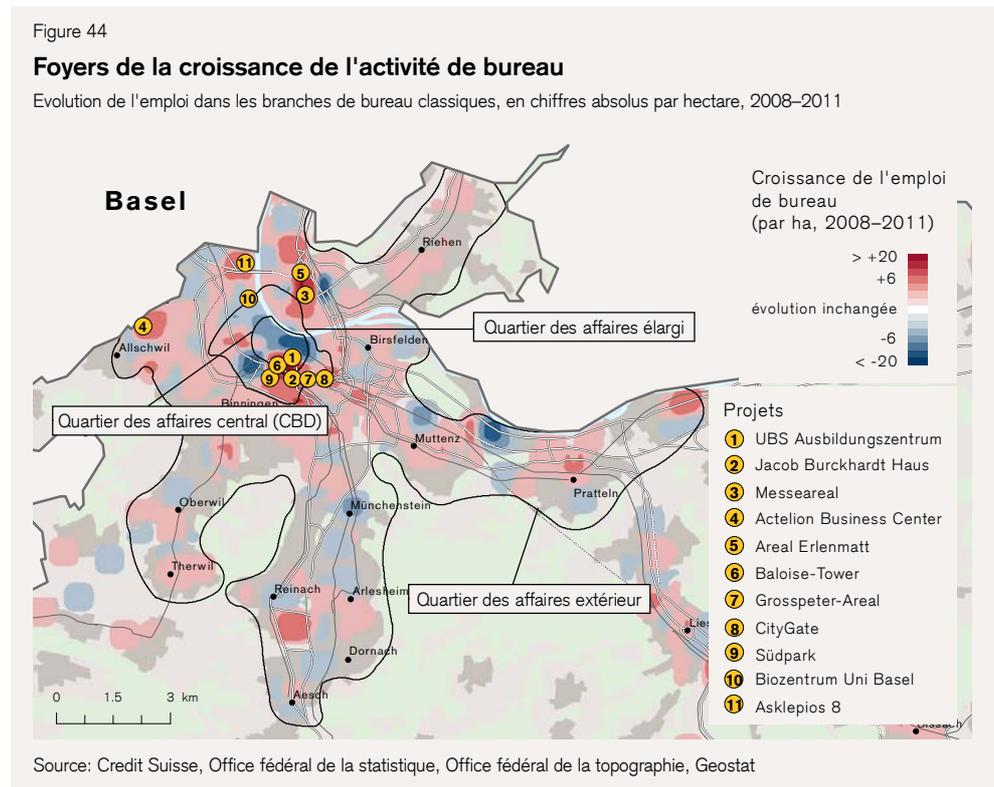
Evolution des loyers proposés

Moyenne des loyers bruts pondérée en fonction des surfaces, en CHF/m² et par an



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Bâle



Une demande morose

Compte tenu du manque de vigueur du marché des surfaces de bureaux bâlois, nous n'avons cessé de parler ces dernières années d'une faiblesse de la demande. Les nouvelles données issues du recensement des entreprises de 2011 viennent confirmer cette constatation. La demande en surfaces de bureaux de Bâle est restée relativement morose entre 2008 et 2011 en comparaison nationale. Globalement, l'emploi de bureau classique a progressé de près de 3000 employés, soit 8%, alors que les tendances de la mutation structurelle et de la spécialisation observées précédemment se sont perpétuées. Dans le pôle des sciences de la vie, le domaine de la recherche et du développement a enregistré 770 nouveaux employés, alors que les services financiers perdaient de 700 emplois. Bien que dans une moindre mesure, les activités de sièges sociaux, de l'immobilier et des bureaux d'architectes et d'ingénieurs ont également progressé.

Stagnation dans le CBD

La croissance de la demande s'est manifestée à 95% dans le quartier d'affaires extérieur. Le Central Business District (CBD) de Bâle est le seul des cinq grands centres à avoir enregistré une légère baisse de son activité de bureau entre 2008 et 2011 (-1%). Difficile donc de parler du centre-ville de Bâle en termes de «zones de croissance». Il s'agit en fait de délocalisations. UBS, par exemple, a transféré ses collaborateurs du centre de formation de la Viaduktstrasse vers l'immeuble assaini de la Gartenstrasse 9 et vers son siège principal de l'Aeschenplatz. Après quelques mois de vacance, l'ancien centre de formation d'UBS a trouvé locataire avec Roche en 2012, qui regroupe à son tour ses différents services préalablement répartis dans la ville. Par ailleurs, la gare CFF est en passe de devenir un pôle important de l'emploi, alors que la deuxième phase de construction de la maison Jacob Burckhardt s'est achevée en 2009. Le quartier Rosental, à l'ouest de la gare badoise, dont fait partie le site des expositions, Allschwil et son Business Center nouvellement construit, où l'entreprise pharmaceutique et biotechnologique Actelion a emménagé en 2010, ou encore la tour Saint-Jacques à la sortie est de la ville, qui a ouvert ses portes fin 2008, ont représenté autant de foyers de croissance.

Les foyers de croissance à venir

Ces foyers de croissance en périphérie ou hors du CBD sont également les sites de demain. La restructuration du site des expositions se termine avec un bâtiment de Zürich Versicherungen. Des surfaces dévolues à l'habitat et au travail sont prévues au nord de la Foire, dans le quartier d'Erlenmatt, la dernière grande zone de développement de la ville de Bâle. A la gare CFF, les anciens bureaux de la Baloise Versicherung seront remplacés par une tour de 86 mètres de haut. A l'est de la gare, une autre tour de près de 11'000 m² de bureaux à louer devrait être érigée d'ici 2016 dans l'enceinte Grosspeter. Par ailleurs, entre la future Grosspeter Tower et la

tour Saint-Jacques, quelque 18'000 m² de surface de bureaux sont prévus dans le cadre du projet City Gate. La construction de l'immeuble CFF du projet Südpark, devant voir le jour à la gare CFF, n'a pas encore démarré, mais devrait générer d'ici 2017 près de 9500 m² de surfaces de bureaux supplémentaires. L'Université de Bâle prévoit également un nouvel immeuble: elle installera à la Spitalstrasse d'ici 2017 son Biozentrum, un immeuble de 73 mètres de haut destiné à 600 chercheurs et 800 étudiants. Le coup d'envoi du campus Life Science de l'Université de Bâle a été donné. Celui-ci devrait réunir d'ici 2029 les 40 sites dispersés actuellement dans toute la ville. A l'instar de la Roche Tower et du campus Novartis, où l'Asklepios 8 est en cours de construction, cette stratégie offrira, elle aussi, de nouvelles capacités et libérera partiellement des surfaces sur des sites existants.

Les nouveaux projets affecteront le parc immobilier

Ces projets devraient faire rebondir le marché des surfaces de bureaux bâlois. Les projets de construction de tours reflètent la nécessité de densification. Ces projets, qui restent la propriété des groupes implantés, dévoilent leurs besoins de surfaces de travail sur mesure. De ce fait, pour les projets de construction de tours destinées à accueillir des surfaces de bureaux, le cercle des demandeurs potentiels se resserre. Au vu du manque de surfaces regroupées de grande taille, modernes et bénéficiant d'une bonne interconnexion avec le réseau de transport, les projets en phase de planification ou de construction devraient trouver preneur. Cependant, ces nouvelles capacités auront des effets au cours des prochaines années sur le parc immobilier. Pour les anciennes surfaces destinées uniquement à des bureaux, la recherche de locataires sera doublement difficile à Bâle. D'abord parce que la croissance de la demande est inférieure à la moyenne, et ensuite parce que les besoins d'espaces des entreprises du cluster dominant de l'industrie pharmaceutique, de la chimie et des sciences de la vie sont plus spécifiques que ceux des banques, des assurances et des conseils d'entreprise, en raison de leur part élevée de recherche et de développement. Faire coïncider l'offre et la demande de surfaces n'est pas chose aisée, particulièrement dans le cas de bâtiments anciens ne pouvant être transformés, ou seulement à des coûts très élevés.

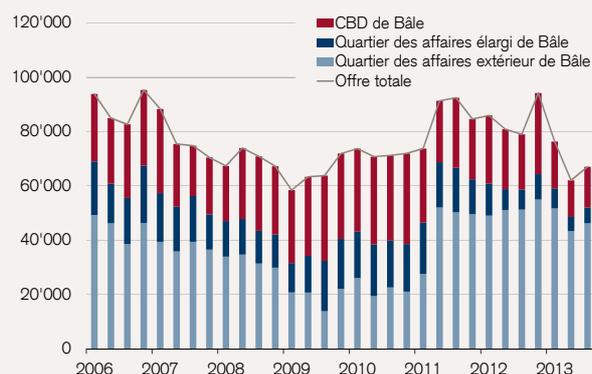
Evolution du taux de vacance: en hausse, avec des fléchissements intermédiaires

La superficie vacante évolue à un très haut niveau depuis 2010, tant dans la ville que dans le canton de Bâle-Campagne, même si elle est passée en ville en 2013 de 91'000 m² à 71'000 m², une diminution qui devrait être due à la relocation du centre de formation UBS. Etant donné qu'une grande partie des surfaces nouvellement prévues ne sera achevée qu'en 2016, il n'est pas impensable que le taux de vacance s'affaiblisse encore d'ici là. Cette tendance se confirme également au vu de l'offre de surfaces, puisque celle-ci a atteint en 2013 son niveau le plus bas depuis 2009 (cf. figure 45). Il convient cependant de considérer ce creux comme un simple fléchissement intermédiaire car, à long terme, certains immeubles existants devraient avoir des difficultés à trouver preneur. A moyen terme, la construction de nouvelles surfaces et les délocalisations progressives des groupes vers des sites propres devraient remettre la pression sur le marché du parc immobilier existant. Les loyers des surfaces existantes proposés dans le CBD devraient encore pouvoir se maintenir en 2014 au niveau de 300 CHF/m² et par an. Dans le quartier d'affaires élargi et le quartier d'affaires extérieur, les loyers devraient avoir atteint leur plancher à 240 et 220 CHF respectivement (cf. figure 46).

Figure 45

Evolution de l'offre de surfaces de bureaux

Somme des surfaces existantes publiées trimestriellement en m²

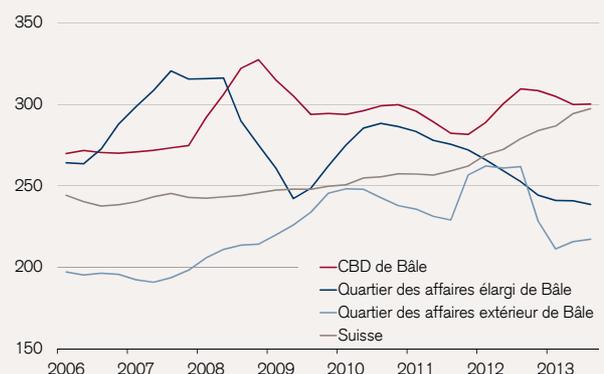


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Figure 46

Evolution des loyers proposés

Moyenne des loyers bruts pondérée en fonction des surfaces, en CHF/m² et par an



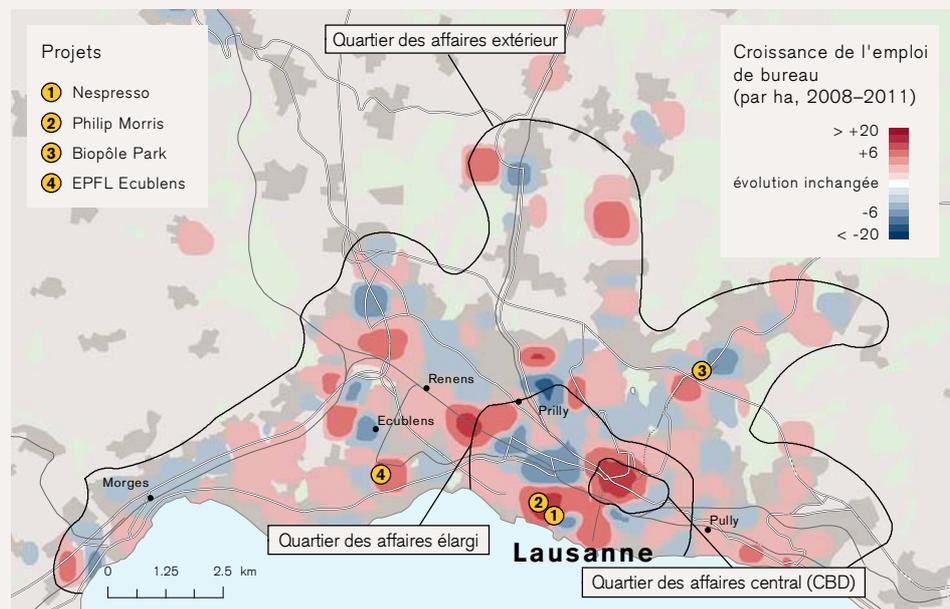
Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lausanne

Figure 47

Foyers de la croissance de l'activité de bureau

Evolution de l'emploi dans les branches de bureau classiques, en chiffres absolus par hectare, 2008–2011



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Office fédéral de la topographie, Geostat

Un CBD prisé

La demande en surfaces de bureaux a évolué de manière très dynamique sur le marché de Lausanne, affichant une croissance des emplois de bureau classiques de 14% entre 2008 et 2011. La croissance s'appuie en outre sur une large palette de branches, ce qui accroît encore la diversité actuelle des demandeurs de surfaces de bureaux. Les principales contributions à la croissance émanent des entreprises informatiques, suivies des banques, des activités de sièges sociaux, des conseils aux entreprises, des bureaux d'architectes et d'ingénieurs et des assurances. L'évolution de la demande assure la stabilité du marché de Lausanne et renforce le CBD (Central Business District). Jusqu'en 2011, un bon quart de la croissance de l'emploi a été enregistré dans le centre de Lausanne. Sur aucun autre grand marché des surfaces de bureaux le CBD n'a pu se maintenir aussi bien qu'à Lausanne. Des préoccupations relatives à une fuite des entreprises vers la périphérie et aux surfaces vacantes en découlant sont infondées. Le centre continue d'attirer les entreprises. Ce phénomène se reflète également dans le besoin de surface de près de 150'000 m² sur un périmètre extrêmement concentré pour les 9000 employés des branches de bureau classique. Estimé à 220'000 m², ce besoin n'est guère plus élevé dans le très vaste quartier d'affaires extérieur.

Une forte et vaste croissance dans le quartier d'affaires extérieur

Le deuxième foyer de croissance s'étend dans le quartier d'affaires élargi situé entre le CBD et le lac, notamment en raison des sièges des entreprises Philip Morris et Nespresso. Si le quartier d'affaires extérieur impressionne avec une croissance de la demande de 19%, celui-ci est très vaste. Exception faite de l'axe ouest passant par Malley-Renens-Crissier, de véritables foyers de croissance font défaut et l'augmentation observée est plutôt imputable à l'évolution organique des entreprises établies qu'à de nouveaux grands projets. Au vu de la variété des surfaces vacantes dans le quartier d'affaires extérieur, il semble difficile d'attirer des entreprises dans la périphérie lausannoise. Par ailleurs, certaines surfaces donnent déjà l'impression depuis un an qu'elles ne trouveront pas preneur.

Les moteurs de croissance à venir: le CBD, le parc Biopôle et l'EPFL

Deux sites devraient s'établir comme moteurs de croissance aux côtés des foyers proches du CBD: le parc Biopôle à Epalinges, au nord-est du CBD, et le campus de l'Ecole polytechnique fédérale de Lausanne (EPFL) à Ecublens, à l'ouest. Ainsi, deux pôles continueront de se développer sous la forme de campus. Les surfaces du Biopôle incluent déjà un grand nombre de laboratoires et la croissance à venir devrait surtout évoluer dans le domaine de la recherche et du développement. Le campus de l'EPFL, quant à lui, évolue de manière plus diversifiée et joue un rôle d'aimant dans le domaine technologique. A l'été 2013, le fabricant d'accessoires informatiques Logitech, qui a ouvert en 2010 un centre d'innovation dans le Quartier de l'Innovation

sur le campus EPFL, y a transféré l'ensemble du siège de son entreprise, se trouvant auparavant à Morges, renforçant ainsi l'importance du site dans sa proximité de la science. En outre, la Société suisse de radiodiffusion et télévision (SRG SSR) a annoncé en décembre 2013 son intention de déplacer le site de production de la RTS vers le campus EPFL. L'appel d'offres pour un concours d'architecture pour son nouveau bâtiment de production de produits audiovisuels est prévu pour 2014. La SRG SSR espère notamment profiter des instituts techniques de recherche de l'EPFL dans le domaine du développement numérique. Le modèle du parc d'innovation de Lausanne fait office de modèle pour la planification du parc d'innovation pour toute la Suisse, dont les sites principaux seront à long terme Lausanne et Zurich, auxquels s'ajouteront des centres régionaux. Ce concept est cependant controversé au niveau de ses possibilités de planification de l'échange fructueux entre recherche de haut niveau et entreprises innovantes sur un espace restreint. En effet, l'EPFL associe deux facteurs jamais combinés auparavant: l'EPFL bénéficie d'une renommée scientifique mondiale de haut rang et Ecublens offre l'espace nécessaire à la fusion des bâtiments du parc d'innovation commercial et du campus universitaire. C'est justement cette proximité avec la recherche technologique de pointe que les entreprises recherchent.

Les surfaces vacantes se concentrent en périphérie

Les difficultés à trouver des locataires à l'écart des grands centres et de l'EPFL se reflètent dans le niveau élevé de l'offre de surfaces de bureaux (89'000 m²) proposées à la location dans le quartier d'affaires extérieur étendu (cf. figure 48). Cet état de choses touche de nombreuses petites et moyennes surfaces moins modernes. Des surfaces de plus grande taille sont actuellement offertes à la location à Tolochenaz et Bussigny-près-Lausanne. Par contre, l'offre du CBD est assez faible (16'700 m²), particulièrement au vu de la forte densité de l'emploi de cette zone. Cette proportion se reflète également dans le taux de vacance. Avec 15'800 m², les surfaces de bureaux inoccupées de Renens, Bussigny et Ecublens dépassent de près de deux fois et demie celles de la zone urbaine de Lausanne. Au total, l'ensemble des surfaces vacantes s'établissait dans le district de l'Ouest lausannois en 2013 à 22'600 m², soit une hausse de 34.5% par rapport à 2012. Le taux de vacance de la zone urbaine de Lausanne a, pour sa part, chuté de 38%.

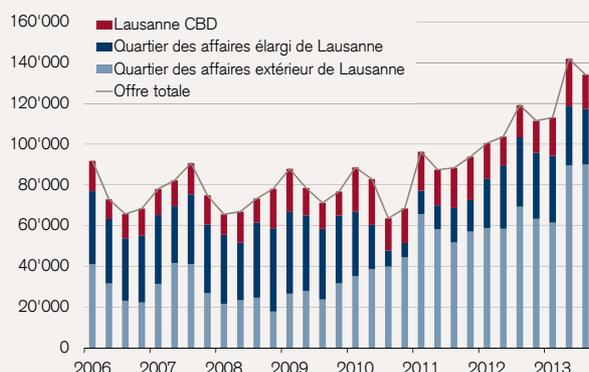
Exception faite du quartier d'affaires extérieur le plus éloigné, les prix des loyers devraient bientôt atteindre leur niveau plancher

Cela indique également que le CBD et le quartier d'affaires élargi restent prisés des entreprises. Le recul des loyers proposés observé en 2012 dans le CBD ne devrait donc pas se poursuivre. Au vu du taux de vacance en baisse, il n'est pas impossible que les loyers dans le CBD connaissent un léger revirement à la hausse en 2014 et visent la barre des 400 CHF/m² et par an (bruts) (cf. figure 49). Dans le quartier d'affaires élargi également, les prix des loyers devraient bientôt cesser de chuter. Par contre, les capacités supplémentaires dues à l'expansion des surfaces de ces dix dernières années, devraient encore rehausser le taux de vacance dans le quartier d'affaires extérieur et entraîner une chute des loyers, encore excessifs actuellement en comparaison locale, pour se rapprocher encore de la barre des 250 CHF/m² et par an en 2014.

Figure 48

Evolution de l'offre de surfaces de bureaux

Somme des surfaces existantes publiées trimestriellement en m²

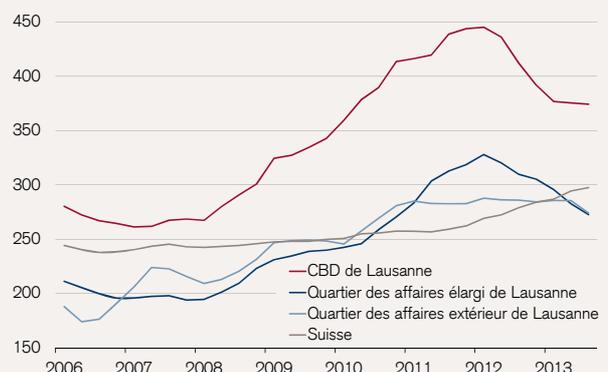


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Figure 49

Evolution des loyers proposés

Moyenne des loyers bruts pondérée en fonction des surfaces, en CHF/m² et par an



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Perspectives 2014 pour les surfaces de bureaux

Un niveau élevé de surcapacités toujours en hausse

Le fossé se creuse sur le marché de l'immobilier de bureau. Facteur d'influence des surfaces de bureaux, la croissance de l'emploi reste stable, mais ne débouche cependant pas complètement sur une hausse de la demande en surfaces à louer. Les entreprises axées sur l'industrie construisent souvent elles-mêmes, les grandes entreprises de services ont souvent déjà emménagé vers de nouvelles surfaces et prévu des surfaces de réserve en vue d'une nouvelle croissance, et les implantations d'entreprises internationales stagnent en raison des incertitudes liées au maintien de la qualité du site helvétique. Les entreprises prévoyant de déménager gagnent en pouvoir de négociation en raison de l'offre de surfaces publiées, représentant environ 15% des surfaces disponibles à la location. Un nombre croissant de surfaces vacantes ne peut plus être évité, pas plus que la baisse des loyers. Les cantons et les villes dans lesquels des mesures ont été effectuées devraient voir le taux de vacance augmenter en 2015 de 480'000 m² actuellement à 650'000 m². Nous estimons aujourd'hui déjà la surcapacité totale des surfaces à louer à plus de 900'000 m², soit près de 5% des surfaces à louer totales. En comparaison internationale, cette suroffre n'est pas encore dramatique, mais la tendance reste à la hausse.

Demande, offre et résultat du marché

	Situation initiale	Perspectives
<p>Demande</p> <p><i>Evolution de l'emploi de bureau:</i> En 2014, l'embellie des perspectives conjoncturelles et des exportations devrait garantir une importante croissance de l'emploi (+10'000 postes de travail) dans les branches de bureau. L'accélération de la tertiarisation des entreprises industrielles apporte, elle aussi, de nouveaux postes de travail de bureau. Cependant, cette augmentation des effectifs devrait à peine se traduire en termes de surface, empêchant ainsi la demande en surfaces de bureaux de couvrir la croissance rapide de l'offre.</p> <p><i>Situation dans les différentes branches:</i> Les entreprises de conseil, les cabinets d'avocats et les entreprises de relations publiques et de marketing devraient particulièrement profiter de cette embellie des perspectives économiques pour accroître leurs effectifs. Concernant la forte hausse de l'emploi dans les entreprises proches de la construction et des pouvoirs publics, nous tablons par contre sur un ralentissement de la dynamique de croissance. Le secteur financier reste soumis à une énorme pression sur les coûts et ne devrait guère contribuer à la création de postes dans les branches de bureau.</p>	→	→
<p>Offre</p> <p><i>Activité d'étude de projets:</i> Bien que le marché de l'immobilier de bureau se soit transformé en un marché de locataires, les chiffres des autorisations de construire indiquent toujours de nombreux projets de construction de surfaces de bureaux. Vu l'offre excédentaire cependant, un nombre croissant de projets n'est réalisé que lorsqu'un certain nombre de prélocations est atteint pour l'immeuble concerné. Si cette pratique freine quelque peu la construction de nouvelles surfaces de bureaux, l'activité de planification maintient cependant son niveau élevé et la surenchère de l'offre devrait accentuer son envol, car les taux d'intérêt restent bas.</p> <p><i>Structure de l'offre:</i> Les petites et moyennes surfaces bien situées, onéreuses malgré leur besoin de rénovation, dominent l'offre. La pression exercée en faveur de mesures d'assainissement augmente. Grâce à des travaux de transformation, des surfaces du centre devraient à nouveau attirer des locataires des quartiers d'affaires extérieurs, ce qui devrait transférer dans un second temps le risque de vacance vers les agglomérations.</p>	↘	↘
<p>Résultat du marché</p> <p><i>Taux de vacance:</i> En 2013, les taux de vacance observés (relevé partiel) ont enregistré une nette hausse par rapport à l'année dernière (+70'000 m²), pour atteindre 480'000 m². Les surcapacités totales estimées ont augmenté et devraient se situer à l'heure actuelle aux alentours de 900'000 m². Au vu de la demande modérée en surfaces de bureaux et du dynamisme de l'activité de planification de surfaces, nous nous attendons à ce que tant les surfaces de bureaux vacantes mesurées que les surcapacités augmentent encore nettement d'ici 2015.</p> <p><i>Loyers:</i> Les loyers de bureau ont varié au cours des dernières années entre stagnation et légère hausse, mais la situation difficile du marché a biaisé l'échantillonnage et il convient de prendre les chiffres des loyers proposés en 2013 avec circonspection. Pour 2014, nous tablons sur une baisse des loyers en raison de la pression exercée sur les bailleurs par la suroffre croissante, les forçant à baisser les loyers effectifs pour éviter des temps de vacance prolongés.</p> <p><i>Performances (rendement total):</i> La baisse des loyers et la hausse du risque de vacance touchant particulièrement les surfaces plus anciennes devraient mettre les rendements de cash-flow nets sous pression. En outre, les surcapacités devraient limiter vers le haut la croissance des prix et le rendement indirect. Il convient donc de s'attendre à une baisse des rendements globaux.</p>	↗	↗
	→	↘
	↘	↘

Source: Credit Suisse

Surfaces de vente

Etant donné que les investisseurs font preuve de retenue en ce qui concerne les investissements dans les surfaces de vente, l'environnement de taux bas n'entraîne guère d'augmentation des surfaces. Heureusement, car la phase d'expansion des surfaces est encore récente et le marché des surfaces de vente suisse est qualifiable de saturé. Si des déséquilibres se préparent, c'est donc plutôt du fait des défis auxquels font face les détaillants: l'embellie des perspectives de chiffre d'affaires soutiendra le commerce de détail en 2014, mais la pression liée à la croissance du commerce en ligne et à la hausse des besoins d'investissement s'accroît et pèse de plus en plus sur la demande en surfaces.

Demande

La marche des affaires difficile dans le commerce de détail pèse sur la demande en surfaces de vente

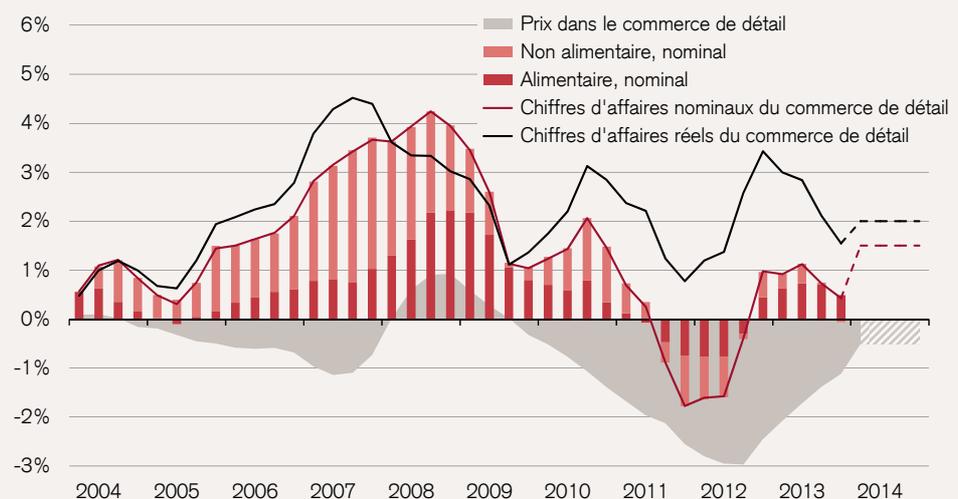
Le commerce de détail n'a pas réussi à décoller en 2013, en dépit d'une bonne conjoncture au niveau national

L'économie nationale suisse se trouve, depuis longtemps, dans un «super cycle». La consommation privée est florissante, portée par les taux bas et le niveau élevé de l'immigration. Cependant, le commerce de détail a connu, en 2013, une marche des affaires difficile. En effet, une partie des dépenses de consommation supplémentaires ont été affectées aux domaines de l'immobilier, de la santé, des vacances et des transports, et donc pas au commerce de détail. On estime que la consommation privée nominale a gagné 2% en 2013, alors que les chiffres d'affaires du commerce de détail, dans le sillage de nouvelles baisses de prix, ont seulement augmenté de 0.5% (cf. figure 50). La croissance réelle du chiffre d'affaires a dépassé 1.5%. L'érosion des prix s'est de nouveau affaiblie en 2013. Suite à des reculs de 2.5% les deux années précédentes, les détaillants ont baissé leurs prix de plus de 1.0% en 2013.

Figure 50

Chiffres d'affaires et prix du commerce de détail

Evolution annuelle du total des quatre trimestres; contributions à la croissance (nominales); 2014: prévision



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Année très moyenne en termes de chiffre d'affaires – phénomène difficilement explicable

La baisse de la croissance aussi bien réelle que nominale des chiffres d'affaires du commerce de détail ne s'explique guère par les facteurs d'influence classiques: le marché du travail a été solide, les salaires réels ont légèrement augmenté, et le climat de consommation a continué sa reprise. L'immigration s'est également avérée constituer une fois de plus, en 2013, un pilier majeur de la consommation. Le tourisme d'achat ne peut pas non plus expliquer cet exercice

difficile. Bien que l'évasion du pouvoir d'achat de plus de 4.5 mrd CHF ait de nouveau pesé sur le commerce de détail local, le tourisme d'achat n'a que très peu augmenté. L'année dernière, c'est particulièrement le segment non-food qui a souffert; les chiffres d'affaires nominaux y ont plus fortement pâti de l'érosion des prix (cf. figure 50). Des achats anticipés avec de fortes remises en 2011 et 2012 ainsi qu'une météo défavorable peuvent expliquer le phénomène. Le mauvais temps au printemps, par exemple, a pesé sur les chiffres d'affaires nominaux dans les segments sensibles à la météo que sont la chaussure et l'habillement, mais également le bricolage et les loisirs. Au final, le tableau dans son ensemble suggère une saturation typique dans le commerce de détail.

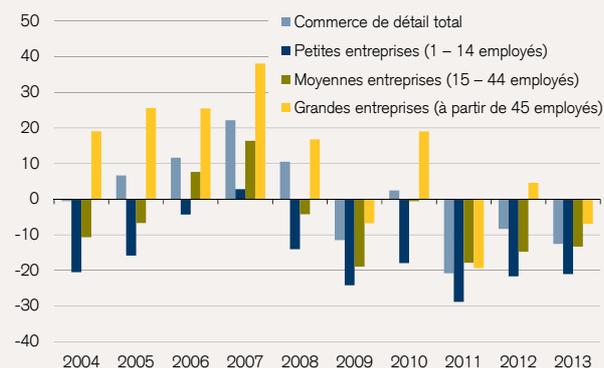
Troisième détérioration des résultats d'affilié

L'ampleur de l'effet négatif sur le secteur du commerce de détail des mauvais chiffres d'affaires et de l'érosion des prix de ces dernières années est mise en évidence par les résultats de l'enquête sur la situation bénéficiaire réalisée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (cf. figure 51). Au cours des cinq dernières années, le solde de la situation bénéficiaire du commerce de détail dans son ensemble n'a été positif qu'une fois – et de peu, en 2010. Les grands détaillants qui comptaient encore parmi les gagnants au milieu de la dernière décennie ont également fait état, dans leur majorité, d'une détérioration de leurs résultats.

Figure 51

Situation bénéficiaire des détaillants

Solde de la part des réponses positives (= embellie) et négatives (= détérioration), en points de pourcentage

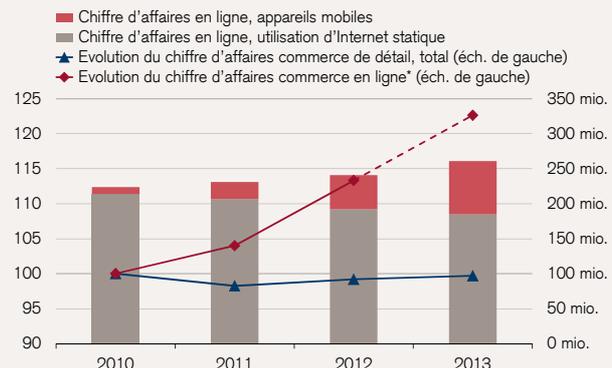


Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, Credit Suisse

Figure 52

Evolution du chiffre d'affaires du commerce de détail alimentaire

Chiffre d'affaires du commerce en ligne alimentaire par type de commande, en CHF; évolution du chiffre d'affaires (nominal), indice: 2010 = 100, * 2013: estimation



Source: GfK, ASVAD, Coop, Coopérative Migros

Perspectives 2014: légère accélération de la croissance du chiffre d'affaires dans le commerce de détail

Pour 2014, nous sommes modérément optimistes. L'économie nationale continue de s'inscrire dans une spirale positive et ne devrait guère être influencée par le léger affaiblissement de la croissance des salaires réels. Nous tablons sur une immigration nette aussi élevée que l'année dernière, de sorte que le commerce de détail local conservera l'un des principaux piliers de la consommation. Une adoption des projets politiques concernant l'immigration constitue un certain risque. Outre l'incertitude, qui modérerait la consommation, une baisse à moyen terme du nombre d'immigrés réduirait une base de consommation en hausse chaque année, jusqu'à présent, et qui s'est avérée, pour des raisons d'âge et de niveau de formation, nettement plus encline à acheter que le consommateur moyen suisse. Nous escomptons pour 2014 une hausse nominale du chiffre d'affaires d'environ 1.5% (cf. figure 50). Etant donné que les prix du commerce de détail ne devraient baisser que légèrement, les prévisions indiquent une hausse des chiffres d'affaires réels du commerce de détail d'environ 2.0%. Les perspectives des chiffres d'affaires nominaux dans le commerce de détail sont donc de nouveau meilleures, ce à quoi contribue la stabilisation du frein que constitue le tourisme des achats.

Le commerce en ligne affaiblit la demande supplémentaire structurelle

L'accélération attendue du chiffre d'affaires dans le commerce de détail ne devrait pas avoir de répercussion directe sur la demande en surfaces de vente. En effet, à l'évolution de la conjoncture dans le commerce de détail se superposent des facteurs structurels. Cette mutation structurelle intègre les changements des besoins d'achat (commerce de proximité et en ligne), la disparition des petites épicerie du coin de la rue au profit de formats plus grands, la croissance

des magasins spécialisés et l'expansion de gros revendeurs souvent étrangers. Jusqu'à présent, ces modifications structurelles ont eu, au total, un effet positif sur la demande en surfaces. Elles ont stimulé l'expansion des surfaces, notamment au milieu de la décennie précédente. Compte tenu de l'importance croissante du commerce en ligne, le solde de la demande supplémentaire fondée sur des causes structurelles devrait s'affaiblir de plus en plus. Car aucun changement structurel ne pèsera plus sur le commerce de détail et notamment les surfaces de vente que le commerce en ligne. Conformément aux chiffres de l'institut d'études de marché GfK et de l'Association Suisse de Vente à Distance, on estime que seulement 5% du chiffre d'affaires du commerce de détail total ont été générés en ligne en 2012 (Suisse uniquement, sans établissements de vente aux enchères). A la fin de la prochaine décennie, nous estimons que cette proportion devrait atteindre un tiers. Même si le déplacement du chiffre d'affaires du commerce stationnaire vers le canal Internet ne devrait pas se répercuter de la même manière sur les surfaces, la menace pour les surfaces de vente reste grande, notamment à moyen et long terme.

Comment le commerce en ligne influence la demande en surfaces

1. Les surfaces demandées par le commerce en ligne fusionnent avec l'utilisation logistique

L'essor du commerce en ligne ne se contente pas de menacer les surfaces, il génère également une certaine demande supplémentaire. Un exemple de cette augmentation de la demande: les showrooms, qui répondent à l'aspiration des clients à un conseil personnalisé et à l'examen de la marchandise sur place. Autre exemple: les surfaces logistiques, étant donné que le commerce en ligne pose des exigences accrues en ce qui concerne la distribution des marchandises (cf. complément page 59–64). Dans ce contexte, nous voyons un grand potentiel de réaffectations de surfaces existantes vacantes des domaines de la vente, de l'artisanat et de l'industrie. Toutefois, il sera sans doute de plus en plus difficile de distinguer surfaces logistiques et de vente, car les deux affectations tendent à fusionner.

Répercussion sur la demande en surfaces: le commerce en ligne génère une demande supplémentaire en surfaces de vente et logistiques (transfert de la demande en surfaces).

2. L'achat mobile accélère la croissance du chiffre d'affaires du commerce en ligne

Depuis des années, les chiffres d'affaires du commerce en ligne progressent plus fortement que le marché dans son ensemble (cf. figure 52). L'utilisation de l'Internet mobile confère au commerce en ligne un élan supplémentaire – en particulier grâce à la mise à disposition d'applications spéciales pour commander («apps»). L'utilisation par app est souvent plus intuitive et plus simple, ce qui accroît la demande. L'importance de la présence avec des solutions mobiles pour les boutiques en ligne est mise en évidence par l'exemple des webshops de denrées alimentaires des grands distributeurs. LeShop et Coop@Home disposent tous deux d'apps spéciales. L'écho est positif: la part du chiffre d'affaires réalisé avec des appareils mobiles a plus que septuplé depuis 2010 (cf. figure 52). Etant donné qu'un lancement d'apps spéciales – que ce soit pour les smartphones et les tablettes (p. ex. Coop@Home) ou séparément (p. ex. LeShop) – présuppose des investissements supplémentaires dans l'informatique, en raison d'effets d'échelle, une introduction de tels services ne devrait entrer en ligne de compte que pour les grands acteurs du secteur.

Répercussion sur la demande en surfaces: la menace pour les surfaces de vente s'accélère.

3. Achats en ligne: une entreprise coûteuse mais importante (pour la survie)

Du point de vue des commerçants stationnaires, il est important d'être également présent avec une boutique en ligne. La complexité et le coût d'une telle entreprise dépendent de sa mise en œuvre. La gamme va des boutiques en ligne exploitées parallèlement à l'enseigne stationnaire aux stratégies de gestion en «cross-selling» avec des solutions spéciales pour des appareils mobiles et des services logistiques intelligents. Les besoins d'investissement dans l'informatique et la logistique sont particulièrement grands lorsque les solutions sont complexes, et la mise en œuvre prend du temps. Etant donné que le marché est âprement disputé et soumis à une forte mutation, les besoins d'investissements courants ne sauraient être sous-estimés. Une fois le webshop établi, de nouveaux investissements sont nécessaires en continu afin de demeurer compétitif. Le principe général est que le canal Internet exige un modèle commercial à part entière.

Répercussion sur la demande en surfaces: le canal en ligne affaiblit la demande en surfaces car la surface stationnaire est réduite.

4. Commerce stationnaire: la mise à profit des avantages comparatifs exige des investissements

Le commerce de détail stationnaire doit s'adapter à la menace croissante du commerce en ligne. Cependant, le commerce stationnaire dispose également d'avantages comparatifs qu'il convient de mieux mettre en avant. Il s'agit notamment du conseil personnel, de l'expérience d'achat, d'une mise en scène des produits qui suscite des émotions chez le client, et de l'achat immédiat. Pour résumer, le commerce en ligne oblige les commerçants stationnaires à se réinventer et à réinventer la mise en scène de leurs produits. Parce que ce n'est guère réalisable sans coûts supplémentaires, les besoins d'investissement augmenteront également pour le commerce stationnaire.

Répercussion sur la demande en surfaces: les besoins d'investissements réduisent la demande en surfaces à court terme, mais à long terme, la demande en surfaces de vente nouvelles et anciennes sera soutenue.

Demande en surfaces modérée

La demande en nouvelles surfaces de vente a été mise à rude épreuve, en 2013, face à l'évolution très moyenne du chiffre d'affaires et à la détérioration des résultats, sans oublier les défis liés au commerce en ligne. Comme les années précédentes, elle s'est appuyée notamment sur la croissance de la population et la mutation structurelle. Une situation qui ne devrait guère changer cette année. La demande en surfaces se concentrera probablement, comme par le passé, sur les régions à croissance élevée de la population (cf. figure 57 et 58). Alors que l'immigration fait notamment augmenter le nombre de consommateurs dans les grandes et moyennes agglomérations, les migrations intérieures ont pour effet qu'un potentiel de clientèle apparaît sur les implantations à l'écart des centres qui sont bien accessibles. Le transfert de chiffres d'affaires vers le canal Internet réduira en revanche la demande en surfaces – directement sous la forme de chiffres d'affaires moins élevés dans le commerce stationnaire, indirectement parce que le défi Internet contraint les détaillants à des investissements, de sorte que des fonds devraient faire défaut pour l'expansion des surfaces. Les résultats d'une enquête menée par Fuhrer & Hotz sur les prévisions de surfaces des gros détaillants mettent en évidence une différenciation plus marquée.² Avec 11%, par rapport à l'année dernière, c'est une plus grande proportion de détaillants qui prévoit, pour 2014, une réduction des surfaces de vente. Parallèlement, la proportion de détaillants prévoyant une expansion des surfaces pour 2014 est passée à 60% des sondés. En 2013, ils n'étaient que 46%. Le volume de hausse de la demande sera toutefois plus modéré que les deux années précédentes.

2 Voir Credit Suisse Economic Research (2014): Swiss Issues Branches – Retail Outlook 2014, Faits et tendances, p. 38/39.

Progression de la filialisation dans le commerce de détail

Filialisation largement répandue dans le commerce de détail

Les projets d'expansion de chaînes de filiales helvétiques et étrangères en Suisse ont été, par le passé, la grande tendance de la branche et ont eu une influence déterminante sur la demande en surfaces de vente. A la date du recensement des entreprises 2011, la filialisation dans le commerce de détail suisse était déjà bien répandue. 58% des employés du commerce de détail travaillaient dans une entreprise multi-sites (cf. figure 53). 17% des employés travaillaient pour un détaillant à petit réseau de filiales (1 à 9 filiales), 19% pour un détaillant à réseau de filiales moyen à grand (10 à 99 filiales) et 22% pour un détaillant à réseau de filiales de plus de 100 filiales. Les différences au sein des sous-secteurs sont grandes. Les grands magasins (97%) ainsi que la catégorie des supermarchés, magasins de village et de quartier (87%) sont les plus filialisés, tandis que les secteurs du commerce d'appareils électroniques, des pharmacies/drogueries, des papeteries et des articles de sport présentent, dans leur ensemble, un degré de filialisation de moins de 40%.

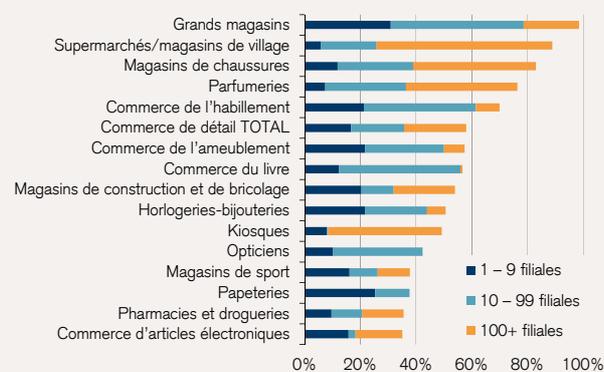
Degré de filialisation élevé dans les régions centrales

Bien qu'il existe encore quelques petits commerces traditionnels, la filialisation prend nettement le dessus dans les centres suisses (cf. figure 54). La dominance des chaînes de magasins suisses et étrangères entraîne un degré de filialisation de 60% en moyenne dans les centres suisses de grande et moyenne taille. Dans les régions hors des centres, le degré de filialisation varie entre 20% dans le val Mesolcina et 77% dans la région de Glatttal. La valeur très élevée de la région de Glatttal s'explique par le nombre important de centres commerciaux et de magasins spécialisés qui se sont installés dans la région et sont fortement filialisés. Les deux exemples cités confirment la règle selon laquelle les régions qui accueillent beaucoup de magasins spécialisés et de centres commerciaux présentent un degré de filialisation élevé.

Figure 53

Degré de filialisation en 2011, par segment

Taux d'emploi d'entreprises multi-sites par rapport à l'emploi total dans le secteur, en %

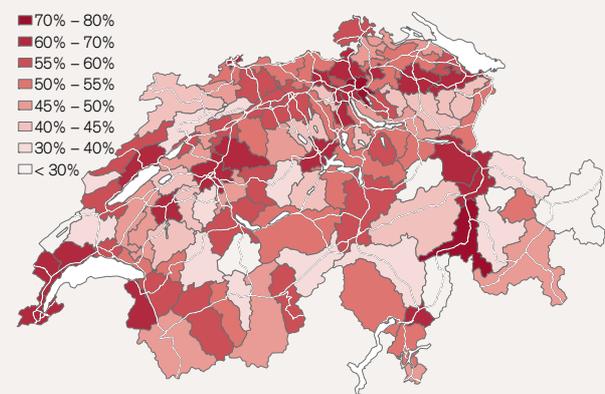


Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 54

Degré de filialisation en 2011, par région

Taux d'emploi d'entreprises multi-sites par rapport à l'emploi total dans le secteur, en % (hors petits commerces / agences de voyage)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat

La filialisation se poursuit

En comparaison historique, la prudence est toutefois de mise étant donné que le recensement des entreprises 2011, sur lequel l'analyse est basée, prend désormais en compte les petites entreprises. Le degré de filialisation a augmenté par rapport à 2008 malgré l'intégration des petites entreprises qui ne sont généralement pas organisées en un réseau de succursales. On peut ainsi conclure avec une grande certitude que la tendance à la filialisation du secteur s'est poursuivie en 2011. Étant donné que de nombreuses chaînes de filiales sont toujours en expansion et que bon nombre de sociétés étrangères cherchent à accéder au marché, la filialisation continuera de progresser et créera un potentiel de demande supplémentaire tout en accentuant la concurrence. Les magasins étrangers se concentreront sur des sites présentant une microsituation idéale (par ex. centre-ville ou centres commerciaux établis). Si de tels emplacements se libèrent, il devrait être facile de trouver des repreneurs qui acceptent de payer des loyers exorbitants pour le prestige.

Offre

Faible expansion des surfaces dans un marché difficile et saturé

Boom de la construction dans la dernière décennie jusqu'à l'année de récession 2009

La décennie passée a été marquée par une forte expansion des surfaces. 47 centres commerciaux ont ouvert leurs portes entre 2000 et 2009, soit un centre commercial suisse sur trois de plus de 7000 m² de surface et proposant des denrées alimentaires. Par conséquent, les investissements immobiliers de surfaces nouvelles ont atteint plus de 1 milliard de CHF entre 2004 et 2010 (cf. figure 55). En revanche, les investissements dans la transformation ont été bien moins importants durant cette période. La fin de cette phase d'expansion se reflète clairement dans les chiffres des autorisations de construire de l'année de récession 2009. Depuis 2009, le volume des projets autorisés évolue à un niveau bien inférieur, à l'exception de l'année 2012. Mesurée aux demandes de construction pour de nouveaux projets de surfaces de vente, l'expansion des surfaces demeurera faible dans un premier temps: en décembre 2013, la somme annuelle des demandes soumises a atteint son plus bas niveau depuis 1995.

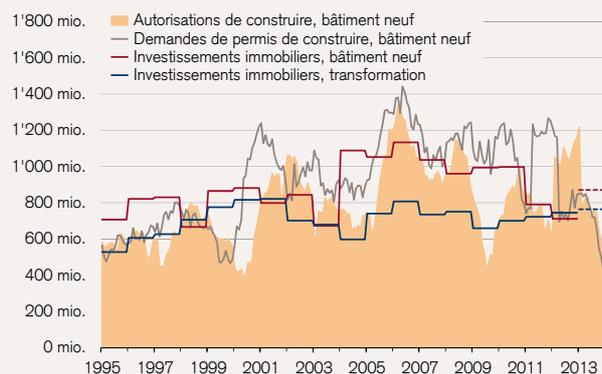
Taux de réalisation incertain de centres commerciaux planifiés depuis longtemps

Le faible nombre de demandes de permis en 2013 ne doit pas masquer le fait que certains centres commerciaux sont en cours de planification depuis des années. Les projets immobiliers importants et dans le viseur du grand public tels que les centres commerciaux doivent être planifiés de longue date. Les obstacles que représentent la recherche d'investisseurs, la prélocation et les recours sont nombreux et impliquent souvent un retard considérable entre le dépôt de la demande et l'ouverture. Malgré une réduction de la planification des surfaces, la surface utile des centres commerciaux a fortement augmenté en particulier en 2011 et 2013, de respectivement 75'000 m² et 60'000 m² environ (cf. figure 56). En 2014, une surface non négligeable de 50'000 m² s'ajoutera également et en 2015, la surface supplémentaire devrait encore atteindre 20'000 m². Après 2014, il est plus difficile de savoir combien de centres prévus seront effectivement réalisés. Pour certains projets, nous mettons un gros point d'interrogation sur la question de leur achèvement étant donné que les obstacles sont nombreux. En tenant compte de la saturation de la demande et de l'étendue de l'expansion passée des surfaces, les surfaces nouvelles devraient diminuer malgré les projets en cours.

Figure 55

Activité de projet et d'investissement

Demandes/autorisations de surfaces de vente (nouvelles constructions), investissements immobiliers (nouvelles constructions et transformations; 2013 données provisoires conformément au projet de construction), en CHF

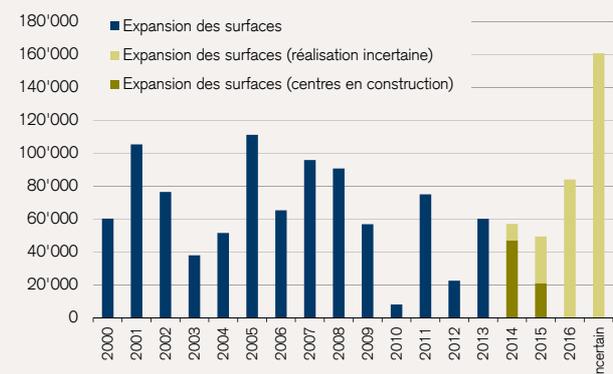


Source: Baublatt, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 56

Expansion de la surface des centres commerciaux

Expansion de la surface des centres commerciaux (nouvelles constructions, en m²; au minimum 7000 m² de surface et vente avec denrées alimentaires)



Source: Credit Suisse, GfK, Wüest & Partner

Hausse du besoin futur des investissements dans la transformation

La vague de constructions nouvelles de la dernière décennie et l'augmentation de la concurrence dans le réseau dense de centres commerciaux ont généré un besoin de renouvellement et de transformation sur de nombreux sites. Rien qu'entre 2000 et 2009, 43 centres ont fait l'objet de renouvellements ou de transformations (y compris des petits travaux). Depuis 2010, des travaux ont été réalisés ou sont en cours dans 49 autres centres. Bien qu'une partie de ces travaux doive être imputable à des travaux d'entretien réguliers, le besoin d'investissement sera maintenu. En admettant un cycle d'investissement de 15 ans, nous comptons 31 centres qui

nécessiteront un renouvellement ou une transformation d'ici 2018. Comme les centres commerciaux doivent miser sur leurs atouts concurrentiels (cf. encadré page 52) pour subsister dans un marché où le commerce en ligne explose, le besoin d'investissement s'étend au-delà des nombreux travaux d'entretien réguliers. Bien que l'évolution négative des ventes de surface dans les centres commerciaux en 2011 et 2012 constitue une situation de départ certainement peu favorable, le faible niveau des taux d'intérêt devrait finalement favoriser la mise en œuvre de projets d'investissement.

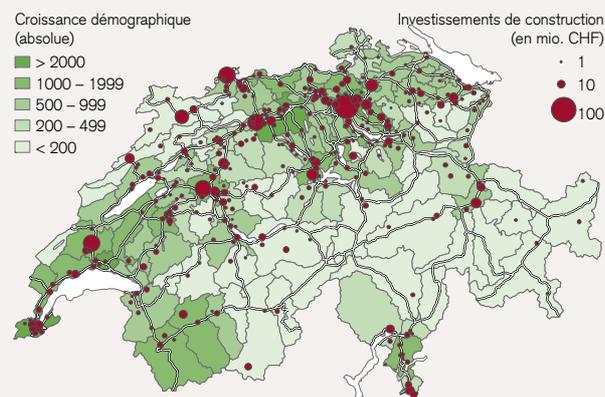
L'accessibilité, moteur de l'expansion des surfaces le long du réseau de routes nationales

La figure 57 indique où des investissements dans de nouveaux magasins de vente ont été réalisés ces dix dernières années. Les principaux investissements ont été effectués dans l'agglomération de Zurich. De nombreuses surfaces de vente supplémentaires ont également vu le jour dans les régions de Genève, du Gros-de-Vaud, de Berne, de Bâle-Ville et d'Olten. Il s'agit des régions dont le nombre d'habitants a le plus augmenté par le passé dans leur périphérie. Etant donné qu'une grande partie des investissements des dix dernières années a été réalisée dans des centres commerciaux, des magasins spécialisés et des magasins de vente à caractère de magasin spécialisé (par ex. Aldi et Lidl), l'accessibilité par le transport individuel motorisé a représenté un facteur de poids pour l'expansion des surfaces. Par conséquent, bon nombre de nouvelles surfaces ont vu le jour le long du réseau de routes nationales. Le volume d'investissement faible en apparence dans le canton du Valais, malgré la croissance démographique élevée, est trompeur: en 2013, divers centres commerciaux ont ouvert dans le Valais mais n'ont pas encore été intégrés dans les statistiques d'investissement; en outre, de nouvelles surfaces apparaîtront en 2014. Si l'on considère la croissance démographique future comme base de la croissance de la consommation, les investissements futurs devraient se concentrer dans ces régions, bien que moins dynamiques que lors de la décennie passée (cf. figure 58).

Figure 57

Croissance démographique et investissements de construction

Croissance démographique annuelle moyenne, 2003–2012; investissements de construction annuels moyens dans des surfaces de vente, 2003–2012 (> 1 mio. CHF)

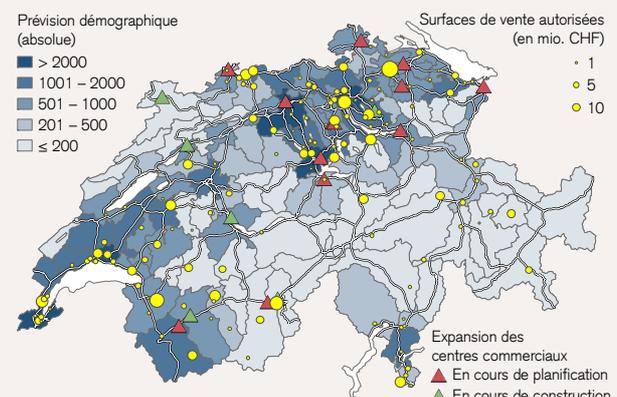


Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique, Geostat

Figure 58

Prévisions démographiques et expansion des surfaces

Prévisions de la croissance démographique annuelle moyenne, 2013–2023; surfaces de vente autorisées (18 derniers mois; > 1 mio. CHF)



Source: Credit Suisse, Baublatt, GfK, Wüest & Partner, Geostat

Globalement, la baisse des surfaces prévues par les investisseurs et les commerçants de détail s'explique en proportion égale par les développements et les structures de l'offre, d'une part, ainsi que par les défis du côté de la demande, d'autre part. Premièrement, la forte expansion des surfaces est encore récente. Deuxièmement, de nombreux centres commerciaux sont encore en construction ou en cours de planification bien que la productivité des surfaces dans le segment des «shopping centers» soit en recul. Troisièmement, le marché suisse des surfaces de vente est saturé et quatrièmement, de nombreux investisseurs connaissent les défis liés à la mutation structurelle. Enfin, la préférence de nombreux investisseurs institutionnels pour les investissements dans des surfaces d'habitations et de bureaux devrait également être imputable au fait que le marché des surfaces de vente est un marché immobilier exigeant et de petite taille en termes de surface.

Résultat du marché: les défis sont de plus en plus visibles

L'offre de surfaces élevée reflète la faiblesse de la demande

Bien que la phase d'expansion des surfaces ait fortement ralenti depuis fin 2010 et que la Suisse ne soit que partiellement concernée par la crise économique, l'offre de surfaces existantes a augmenté en 2012 après une courte reprise et stagne depuis à un niveau élevé. Au 4^e trimestre 2013, on recensait près de 245'000 m² de surfaces de vente et de petits commerces dans les portails en ligne. La stagnation de l'offre de surfaces existantes à un niveau élevé s'explique par les difficultés rencontrées du côté de la demande. Le volume des surfaces de commerce de détail publiées devrait rester élevé étant donné que les mutations structurelles et le besoin d'investissement important qui en résulte ne devraient pas s'atténuer au cours de l'année. Lors de la vague précédente de 2009 à 2011, l'offre de surfaces accrue s'expliquait en revanche par l'expansion des surfaces survenue auparavant. Jusqu'en 2008, les nouvelles surfaces trouvaient généralement de nouveaux locataires sans grandes difficultés et les surfaces de vente existantes n'avaient pas besoin d'être publiées dans une large mesure. Cela s'explique par le fait que l'offre de surfaces nouvelles ou existantes a évolué de manière stable entre 2006 et fin 2008 (cf. figure 59).

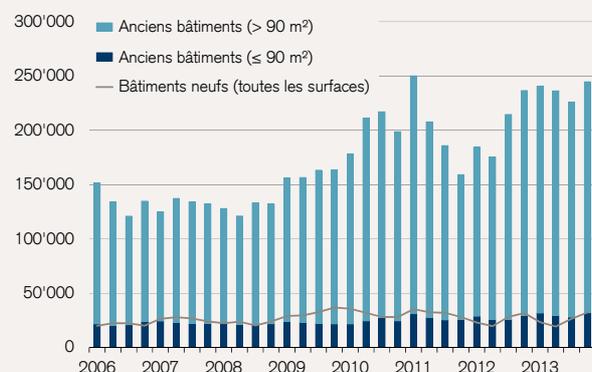
Evolution trompeuse des loyers proposés

L'augmentation des loyers proposés entamée dès la fin 2012 s'est poursuivie en 2013. Fin 2013, le loyer médian (brut) a atteint la valeur de 285 CHF par m² et par an, soit 11% de plus que la moyenne enregistrée depuis 2006 (cf. figure 60). Eu égard à la situation du marché, l'augmentation des loyers semble contradictoire. Il convient d'interpréter ces chiffres avec prudence étant donné qu'il s'agit de loyers proposés, à savoir des loyers publiés dans des annonces en ligne. Actuellement, la hausse des loyers s'explique par l'augmentation de l'offre de surfaces onéreuses.

Figure 59

Surfaces de vente et de petits commerces publiées

Offre de surfaces publiée en m², surfaces existantes et nouvelles

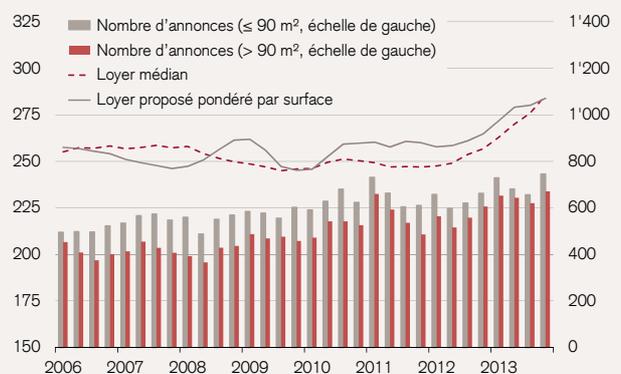


Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG

Figure 60

Evolution des loyers proposés et du nombre d'annonces

Loyers bruts lissés en CHF/m² et par an; nombre d'annonces par surface



Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG

Augmentation de la différence des loyers selon la situation géographique

Le marché des surfaces de vente est marqué par une structure des prix très hétérogène sur un espace restreint. La fréquence du passage et des transports ainsi que la visibilité de l'emplacement sont déterminantes. La structure des loyers dans des espaces restreints se reflète particulièrement bien dans les centres-villes: la décote des loyers à quelques mètres seulement d'un emplacement bien visible et très fréquenté peut être considérable. Nous pensons que l'écart des loyers entre les emplacements prisés très fréquentés et les emplacements aux fréquences moins élevées devrait continuer de se creuser à l'avenir. La visibilité revêt une toute nouvelle importance, en particulier lorsque les chaînes de vêtements ancrées dans le centre-ville misent de plus en plus sur le canal Internet. Elle doit désormais non seulement attirer la clientèle dans les magasins, mais aussi ancrer la marque dans l'esprit des consommateurs ayant une affinité élevée pour l'Internet. Cette fonction dépendante de l'emplacement est particulièrement importante pour les «flagship stores» de marques internationales qui ne sont représentées physiquement que sur quelques sites et enregistrent la majorité de leurs ventes sur Internet. L'effet

combiné de showroom et de marketing de ces magasins dépasse de loin le chiffre d'affaires effectif de leur surface. La disposition à payer des locataires est par conséquent élevée.

Croissance du taux de vacance à Genève et Bâle-Campagne

L'augmentation de l'offre de surfaces de vente ne se reflète pas dans les taux de vacance. Conformément aux données disponibles qui représentent approximativement un tiers du marché, les surfaces vacantes en 2013 étaient toujours en léger recul par rapport à l'année précédente. Après près de 68'000 m² enregistrés en 2012, seulement 66'300 m² de surfaces de vente vacantes ont été mesurées dans le recensement en 2013, soit une baisse de 2.4%. Etant donné que ce recul ne concerne que deux cantons, Vaud et Bâle-Ville, on peut parler globalement d'une situation stable. Dans le canton de Bâle-Campagne, le taux de vacance augmente en revanche depuis quelques années. La proximité avec l'étranger a certainement constitué un facteur important. Dans le canton de Genève, les surfaces vacantes ont également augmenté ces dernières années en conformité avec les surfaces publiées. Ici aussi, le tourisme d'achat pourrait jouer un certain rôle.

Evolution stable des surfaces de vente vacantes, légère augmentation en 2014

Malgré des problèmes d'absorption observés à quelques reprises, les taux de vacance présentent globalement une évolution stable. La faible expansion de nouvelles surfaces de vente a permis jusqu'à présent de maintenir les déséquilibres dus aux nombreux défis du côté de la demande dans un cadre raisonnable. Bien que les prévisions de la consommation soient dans le vert pour les années à venir, les défis liés au besoin d'investissement et au commerce en ligne ne diminuent pas. Nous prévoyons donc une augmentation du taux de vacance en 2014, qui devrait se rapprocher de la barre des 70'000 m².

Perspectives 2014 pour les surfaces de vente

Retenue sur le marché des surfaces de vente

En dépit de taux d'intérêt bas et donc de conditions-cadres idéales pour les placements immobiliers, sur le marché des surfaces de vente, les investisseurs sont dans la retenue. La dernière grande expansion des surfaces des années 2004 à 2010, suscitée avant tout par la construction de centres commerciaux et de magasins spécialisés, reste proche et a accru la concurrence. La demande positive liée aux chiffres d'affaires est affaiblie par des défis constants, comme par exemple l'accroissement des parts de chiffre d'affaires du commerce en ligne et des besoins d'investissement accrus afin de maintenir la compétitivité. A l'opposé du marché des surfaces résidentielles et de bureaux, il faut donc tabler sur une persistance de l'augmentation inférieure à la moyenne des surfaces du commerce de détail. Ceci garantit l'équilibre du marché et empêche un excès d'offre en dépit des faiblesses de la demande. Parce que le succès des surfaces de vente dépend fortement des fréquences du nombre de passants et du trafic, la qualité de l'implantation demeure décisive pour la possibilité de louer.

Demande, offre et résultat du marché

	Situation initiale	Perspectives
Demande		
<i>Commerce de détail:</i> nous tablons sur une légère accélération des chiffres d'affaires dans le commerce de détail. Cette accélération résulte d'une situation stable sur le marché du travail, d'une embellie progressive du climat de consommation, d'une légère hausse des salaires réels ainsi que d'une immigration toujours forte. Les effets de frein du tourisme d'achat et des achats anticipés devraient perdre de leur impact. Sur le plan nominal, nous tablons sur un chiffre d'affaires en hausse de 1.5%, dépassant même 2% en termes réels. Les prix du commerce de détail ne feront que légèrement baisser.	↘	↗
<i>Mutation structurelle:</i> la mutation structurelle, caractérisée par le commerce en ligne, les magasins spécialisés, les magasins de convenance et la disparition des petites épiceries du coin de la rue au profit de formats plus grands favorise la demande en surfaces. Cette demande supplémentaire est cependant de plus en plus réduite par la concurrence des boutiques en ligne. Au final, la demande supplémentaire déclenchée par la mutation structurelle ne connaîtra donc vraisemblablement qu'une croissance faible.	↗	↗
Offre		
<i>Activité d'étude de projets:</i> malgré l'environnement de taux bas, les investisseurs se dirigent moins vers le marché des surfaces de vente. Le total annuel de demandes de permis de construire de nouvelles surfaces de vente a atteint, en 2013, son niveau le plus bas depuis 1995, et le nombre de surfaces de vente autorisées suggère un passage à vide de l'activité d'études de projets, de sorte que l'augmentation des surfaces sera faible.	↘	↘
<i>Agrandissement de centres commerciaux:</i> en dépit d'une planification de surfaces dans l'ensemble modérée, de nombreux centres commerciaux restent, depuis longtemps, en préparation. En 2014, quelques centres ouvriront leurs portes. Nous tablons pour 2014 sur une croissance des surfaces dans les centres commerciaux (à partir d'une surface de 7000 m ² et avec offre de produits alimentaires) de 50'000 m ² , ce qui correspond à un plus d'environ 2%. Après 2014, de nombreux projets afficheront un niveau élevé d'incertitude et une faible probabilité de réalisation.	↗	↘
Résultat du marché		
<i>Taux de vacance:</i> les surfaces vacantes ont dans l'ensemble affiché, en 2013, une évolution stable sur le marché des surfaces de vente – même si ici ou là, des problèmes d'absorption se sont fait ressentir. Compte tenu des défis sur le front de la demande, qui devraient s'accroître en 2014, nous escomptons un retournement de tendance en ce qui concerne l'évolution des surfaces vacantes, même s'il est plus modeste.	↘	↗
<i>Loyers de l'offre:</i> au 4 ^e trimestre 2013, le loyer de l'offre (brut) était de 285 CHF par m ² et par an, ce qui correspond à une hausse de 11% en comparaison annuelle. Cependant, l'évolution à la hausse des loyers de l'offre est trompeuse; en effet, ce ne sont pas les loyers effectivement payés qui ont augmenté, mais l'offre de surfaces coûteuses. Étant donné que la pression sur les détaillants demeure élevée, les loyers ne devraient guère pouvoir grimper, contrairement à ce que suggère la statistique de l'offre. Les zones très fréquentées à bonne visibilité, pour lesquelles la propension à la dépense devrait continuer à augmenter, constituent l'exception.	↗	→

Source: Credit Suisse

Immobilier logistique: une possibilité d'investissement porteuse de croissance

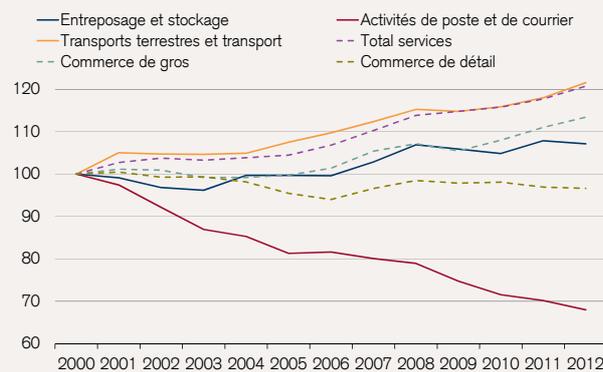
La logistique, colonne vertébrale des marchés de marchandises qui fonctionnent

La logistique s'occupe du transport, de la manutention et de l'entreposage de marchandises et fournit donc des prestations servant de base à un marché de marchandises qui fonctionne. Le volume du marché de la logistique suisse est évalué à 38 mrd CHF et affiche en moyenne, depuis 2006, une croissance de 3%, supérieure à celle du PIB.³ La figure 61 montre l'évolution de l'emploi dans les secteurs liés à la logistique⁴ au cours des dernières années. L'emploi dans le secteur de l'entreposage et du stockage, qui englobe, outre l'exploitation d'installations d'entreposage, la fourniture de diverses prestations pour le transport, a connu depuis 2000 une croissance de 7%. Conformément aux chiffres du recensement des entreprises de l'Office fédéral de la statistique, la croissance de l'emploi dans l'entreposage et le stockage classiques (exploitation d'installations d'entreposage), avec 15% entre 2005 et 2011, a cependant été clairement supérieure. La catégorie Transports terrestres et transport a connu une progression de 22% (à l'inclusion des transports de personnes)⁵ depuis 2000, tout comme l'ensemble du secteur des prestations. En revanche, les activités de poste et de courrier ont subi un effondrement de l'emploi (de plus de 30% depuis 2000). Ce recul est principalement à mettre au compte du progrès technologique (automatisation, Internet/e-mail) ainsi qu'à des processus de consolidation au sein de la branche (p. ex. fermeture de bureaux de poste). L'emploi total (en équivalents plein temps) dans les secteurs de l'entreposage et du stockage, des activités de poste et de courrier ainsi que du transport de marchandises s'élevait, en 2011, selon le recensement des entreprises, à 112'000. Des demandeurs importants de prestations logistiques sont le commerce de gros et de détail ainsi que différents secteurs de l'industrie de production. Alors que la tendance est à l'externalisation des prestataires de services logistiques spécialisés, ces secteurs assurent eux-mêmes une partie des tâches de logistique. L'association professionnelle GS1 Suisse estime le total des employés travaillant dans des métiers en rapport avec la logistique à près de 175'000 (mise à jour 2012).

Figure 61

Emploi dans des secteurs liés à la logistique

En équivalents plein temps, indice: 2000 = 100

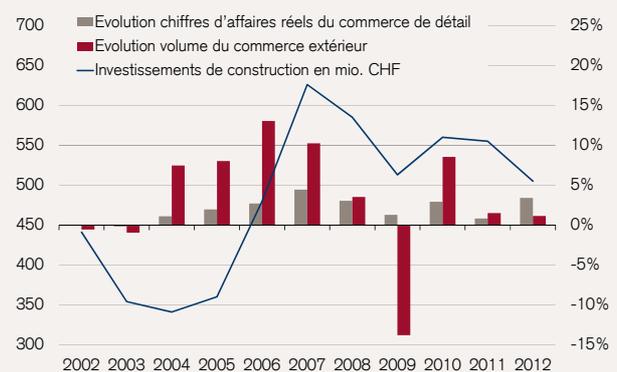


Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 62

Le commerce extérieur et de détail moteurs de l'investissement

Investissements dans la construction de nouvelles halles d'entreposage et de nouveaux dépôts en mio. CHF



Source: Office fédéral de la statistique, Banque nationale suisse, Credit Suisse

3 Voir Stölzle/Hofmann/Lampe (2014): «Einblick in den Schweizer Logistikmarkt 2014» (Aperçu du marché de la logistique suisse), GS1 Suisse, Berne, p. 14.

4 Les chiffres de l'emploi pour la logistique ne peuvent être tirés directement de la statistique officielle, étant donné que la catégorie de la logistique n'existe pas dans la Nomenclature générale des activités économiques (NOGA). Les catégories qui couvrent le mieux les tâches clés de la logistique sont l'entreposage et le stockage (NOGA 521), les activités de poste et de courrier (NOGA 53), ainsi que le transport de marchandises (différentes sous-catégories de NOGA 49-51).

5 La statistique de l'emploi STATEM annuelle de l'Office fédéral de la statistique ne permet pas de ventilation entre transport de personnes et de marchandises. Conformément aux chiffres du recensement des entreprises de l'Office fédéral de la statistique, entre 2005 et 2011, un petit quart de la croissance de l'emploi a été à mettre au compte des transports de marchandises.

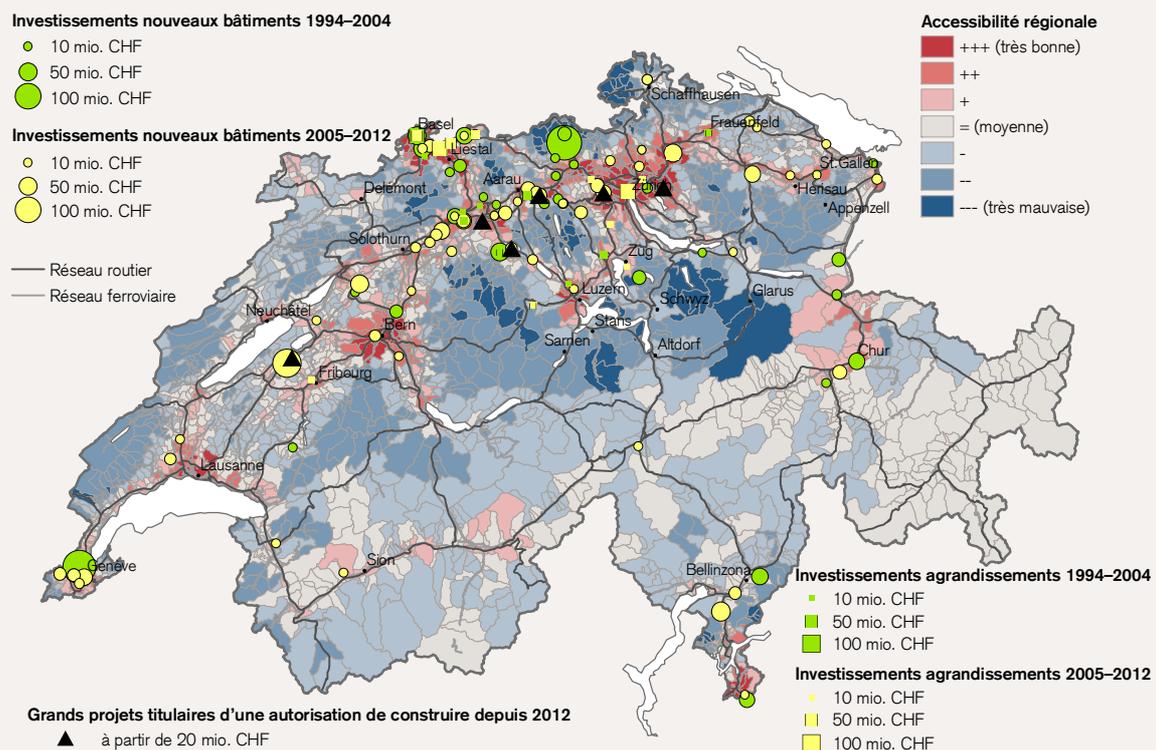
Accroissement des attentes concernant l'immobilier logistique

La gamme d'immeubles logistiques est large et va des halles d'entreposage simples aux parcs logistiques ultramodernes, en passant par les halles de transbordement, centres de distribution et entrepôts à hauts rayonnages. La demande directe d'immeubles logistiques émane d'une part de prestataires de services logistiques spécialisés et, d'autre part, d'entreprises de l'industrie de production, ainsi que du commerce de gros et de détail qui chargent leurs marchandises. De nouvelles tendances de l'industrie et du commerce se répercutent directement sur les attentes concernant ces immeubles. En particulier, ces dernières années, l'importance croissante du commerce en ligne et du commerce de détail «multi-channel» et «cross-channel» a entraîné une pression accrue sur les délais de livraison et des tâches supplémentaires pour les prestataires de services logistiques, comme par exemple la gestion de différents modèles de livraison, le traitement des retours et la fourniture de services «à valeur ajoutée» (cf. encadré page 63/64). Parallèlement, des innovations techniques comme les automates de préparation de commandes permettent une automatisation de plus en plus forte du traitement des marchandises. Dans leur ensemble, les tâches du secteur logistique sont de plus en plus complexes et variées. Les immeubles logistiques doivent se conformer aux attentes individuelles des prestataires de services logistiques, tout en étant cependant réutilisables (ou pouvant être reloués) afin d'être attrayants pour les investisseurs et bailleurs de fonds.

Figure 63

Investissements de construction d'entrepôts et de dépôts: l'accessibilité est un facteur d'implantation central

Investissements dans de nouveaux bâtiments et agrandissements, 1994–2012, ainsi que grands projets titulaires d'une autorisation de construire dès 2012



Source: Office fédéral de la statistique, Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Facteurs d'implantation décisifs: accessibilité...

Les facteurs d'implantation centraux pour les immeubles logistiques sont l'accessibilité et la proximité des agglomérations et infrastructures économiques. Le mode de transport principal, en Suisse, demeure la route: en termes de poids des marchandises transportées, plus de 85% des transports terrestres sont effectués par le mode de transport de la route. Le rail tient une place importante avant tout pour les transports de longue distance: si l'on prend en compte, outre le poids des marchandises transportées, les kilomètres parcourus, le mode de transport du rail ne représente guère moins de 40%. Dans la figure 63, la répartition géographique des investissements de construction d'entrepôts et de dépôts est mise en rapport avec l'accessibilité régionale (cf. figure 4, page 10) par le transport individuel motorisé et les transports publics. Le

tableau est clair: les installations logistiques se concentrent essentiellement sur les principales artères de circulation de Suisse, notamment l'autoroute A1, et de façon particulièrement notable aux abords de l'échangeur autoroutier A1/A2, qui constitue, en termes de circulation, le cœur du pays. D'autres hauts lieux de la logistique sont les agglomérations de Berne et de Zurich, ainsi que les régions frontalières de Bâle, de Genève et du Tessin (sites logistiques centrés sur la source). Récemment, des sites établis sur les artères principales de la Suisse du Nord-Ouest, ainsi que des centres situés à proximité des centres-villes dans les régions de Zurich, Bâle et Genève ont gagné en importance. Pour le reste, pour les projets récents, on mise essentiellement sur les sites qui ont fait leurs preuves.

... et disponibilité de grands terrains

D'autres facteurs d'implantation importants pour les immeubles logistiques sont la disponibilité de terrains suffisamment grands et le prix du sol. Les immeubles logistiques font la plupart du temps un usage très intensif de l'espace et il n'est pas rare qu'ils ne comptent qu'un étage. En outre, des réserves de terrain à bâtir sont gardées pour des agrandissements futurs programmés. En conséquence, il n'est guère étonnant que la plupart du temps, les grandes installations logistiques soient situées bien à l'écart des centres-villes, tandis que les implantations centrales sont essentiellement occupées par de petites entreprises spécialisées dans la distribution régionale des marchandises (p. ex. pour la distribution au commerce de détail et aux consommateurs finaux). Un autre facteur d'implantation important peut être la proximité de sociétés de transport et centres de colis. De plus, des mesures de promotion (encouragement économique actif) peuvent influencer le choix de l'implantation, en particulier l'affectation à prix réduits de terrain à bâtir par la commune ou le canton. A mesure que la complexité et l'automatisation des entreprises logistiques augmentent, la disponibilité de main-d'œuvre hautement qualifiée joue un rôle croissant.

La demande en immeubles logistiques profite de plusieurs grandes tendances

La demande en immeubles logistiques est volatile et dépend principalement d'évolutions du marché des marchandises (industrie, commerce de gros et de détail). La [figure 62](#) illustre ce rapport de cause à effet à l'exemple du commerce de détail et extérieur. Les investissements dans des immeubles logistiques sont pour ainsi dire parallèles à la croissance des chiffres d'affaires du commerce de détail et du volume du commerce extérieur. Hormis ces facteurs de tendance conjoncturels, le marché de la logistique est fortement mû par des tendances structurelles, parmi lesquelles on trouve, depuis des années et des décennies, deux grandes tendances. L'une est le développement continu de la division du travail. Dans le processus de production, celle-ci a pour effet que de plus en plus de produits semi-finis et intermédiaires doivent être déplacés. La deuxième grande tendance, la mondialisation, n'est autre que la division du travail à un niveau mondial. Une tendance plus récente qui devrait marquer de plus en plus l'évolution de la demande en immeubles logistiques est l'importance croissante du commerce en ligne et du commerce de détail «multi-channel»⁶: cette tendance aura pour effet qu'une partie de la demande en surfaces de vente sera transférée vers les surfaces logistiques (cf. [encadré page 63/64](#)), car les chaînes logistiques faisant du «porte-à-porte» rendent le commerce de détail fixe superflu.

Les prestations et immeubles logistiques gagnent en importance au niveau du chiffre d'affaires

Compte tenu de notre évaluation présentée dans l'étude immobilière de l'année dernière, selon laquelle dans 15 ans, un tiers du chiffre d'affaires du commerce de détail sera effectué en ligne, le potentiel est considérable. Le volume de transport et l'ajustement fin gagnent en importance, car les tailles d'envois se réduisent sensiblement. Mais plus important encore, c'est que de ce fait les prestations logistiques et le service de livraison influencent le chiffre d'affaires. Pour les clients finaux, outre le prix et la qualité des produits, le service de livraison devient le principal critère de décision d'achat. Ainsi, les prestations logistiques prennent une importance massive. Les prestataires de services logistiques, et avec eux les immeubles logistiques, sont confrontés, comme aucun autre secteur, à ces défis et doivent proposer des processus de plus en plus efficaces.

6 Voir Credit Suisse Global Research (2013): *Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2013, Structures et perspectives*, p. 46–48 ainsi que Jones Lang LaSalle (2013): «Ein neues Umfeld für Logistikimmobilien: Der Einfluss des Multichannel-Einzelhandels auf die Logistik.» (Un nouvel environnement pour l'immobilier logistique: l'influence du commerce de détail «multi-channel» sur la logistique).

Offre limitée de grandes surfaces bien desservies, ainsi que d'immeubles logistiques proches des centres

En raison de la grande hétérogénéité des besoins des prestataires de services logistiques et des entreprises industrielles et commerciales responsables du chargement, une offre tenant compte de cette diversité est nécessaire. Un facteur limitatif au niveau de l'offre réside dans la disponibilité limitée de surfaces non scindées sur les sites bien desservis en Suisse. Cela a pour effet, en lien avec les prix élevés des facteurs de production du sol et du travail, que la Suisse perd de son attractivité pour les grands centres de distribution et parcs logistiques européens en dépit d'un potentiel de demande croissant. Les terrains pour les installations de moyenne et petite taille sont toutefois disponibles en qualité suffisante. De nouvelles surfaces viennent s'ajouter du fait du recul de l'industrie de production. Même les surfaces du commerce de détail évincées par le commerce en ligne pourraient en partie être reconverties en surfaces logistiques. Ces dix dernières années, en Suisse, en moyenne, environ 0.5 mrd CHF ont été investis dans la construction de nouveaux immeubles logistiques (cf. figure 62). Malgré tout, le portefeuille d'immeubles est relativement ancien. Ainsi, dans les cantons d'Argovie, Bâle-Campagne et Saint-Gall, plus de 50% des édifices logistiques ont plus de 40 ans.⁷ Ces objets ne satisfont pas toujours aux exigences d'une logistique plus complexe et plus fortement automatisée. Ainsi, chaque année, plus de 200 mio. CHF sont investis dans la transformation et l'agrandissement d'immeubles logistiques.

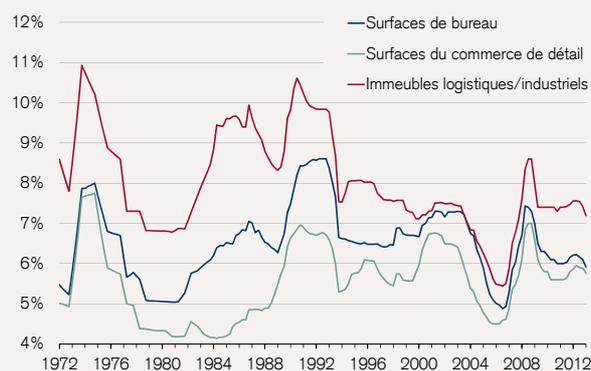
La tendance internationale de l'immobilier logistique comme classe d'actifs...

Dans les pays anglo-saxons et, de plus en plus, en Europe, les immeubles logistiques se sont imposés en tant que classe d'actifs. Du fait de leurs rendements élevés en termes de cash-flow, ils dépassent, en moyenne, les rendements totaux d'autres classes de placement immobilier (cf. figure 64 et 65). Les entreprises d'investissement immobilier spécialisées comme Prologis (Etats-Unis), Segro (Grande-Bretagne) et Garbe (Allemagne) mettent au point des projets (parfois même spéculatifs – en dépit des attentes concernant l'immobilier logistique, qui dépendent fortement des utilisateurs), mettent les objets en location et pratiquent la gestion d'actifs et des services de conseil. Le critère central des investisseurs est la possibilité d'utilisation tierce d'immeubles. Eléments déterminants: l'emplacement, mais également diverses caractéristiques spécifiques aux bâtiments comme la hauteur, la limite de charge au sol, la taille et la part de surfaces de bureau.

Figure 64

Rendements des immeubles commerciaux: Royaume-Uni

Rendement initial moyen, en %



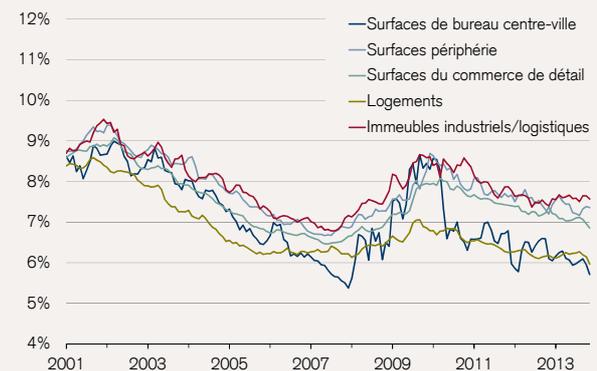
Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de performances futures. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Datastream, Credit Suisse

Figure 65

Rendements des immeubles commerciaux: Etats-Unis

Rendement moyen, en %



Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de performances futures. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Moody's/RCA, Credit Suisse

7 Voir Stölzle/Hofmann/Gebert (2010): *Marché de la logistique de la Suisse 2010*, GS1 Suisse, Berne, p. 57.

... n'est à l'ordre du jour, en Suisse, que dans une mesure limitée

Bilan: un complément intéressant aux investissements dans les surfaces de bureau et du commerce de détail

En Suisse, les immeubles logistiques continuent en revanche à ne jouer qu'un rôle secondaire. Avec un volume d'investissement annuel d'environ 0.5 mrd CHF⁸ (nouvelles constructions), le marché est relativement modeste, et le pourcentage de propriété élevé. Plus de la moitié des halles d'entreposage et de transbordement est détenue par les utilisateurs qui en sont propriétaires. La location gagne cependant petit à petit en importance.⁹ Ces dernières années, des investisseurs institutionnels de Suisse et de l'étranger ont développé ou acquis plusieurs immeubles logistiques en Suisse. Les sociétés immobilières par actions suisses cotées au SIX Swiss Exchange s'engagent jusqu'à présent avec une relative retenue dans l'immobilier logistique qui, dans leurs portefeuilles, en comparaison avec les surfaces habitables, de bureaux et de commerce de détail, joue un rôle majoritairement secondaire. Une grande partie des véhicules immobiliers cotés en bourse qui investissent dans des immeubles commerciaux, détient des positions d'environ 4%–7% de surfaces d'entreposage ou pareilles. Cependant, il s'agit souvent d'usages mixtes et non pas de surfaces logistiques absolues.

Les opportunités des immeubles logistiques résident, du point de vue des investisseurs, dans une anticipation de rendement élevée. En outre, les investissements dans des objets logistiques permettent une plus forte diversification des portefeuilles immobiliers. Les risques ne sont toutefois pas négligeables, en dépit de tendances structurelles généralement favorables comme le déplacement du commerce de détail fixe vers le commerce en ligne: le marché logistique a nettement gagné en complexité – du fait d'innovations et de tendances dans le commerce et le secteur de la distribution, ainsi que du fait d'innovations techniques. Pour le succès durable des investissements dans les immeubles logistiques, des connaissances approfondies du marché de la logistique et de ses sous-marchés sont donc indispensables. En outre, le volume du marché immobilier logistique suisse est relativement restreint et le potentiel, pour les investisseurs et fonds spécialisés, est donc limité. En raison de processus d'externalisation, ainsi que de tendances du commerce et de la distribution, les perspectives de croissance sont bonnes, mais la Suisse, demeure, notamment à cause de coûts des facteurs trop élevés, d'une diminution de la surface de terrains à bâtir disponibles et de la position géographique, un pôle d'implantation à potentiel fortement limité pour la logistique internationale. Au total, les immeubles logistiques suisses offrent cependant, pour les investisseurs institutionnels, des possibilités intéressantes de diversification de portefeuilles existants composés d'immeubles commerciaux.

Le dernier kilomètre: comment la marchandise commandée en ligne parvient-elle le mieux au client?

Le commerce de détail en ligne et «multi-channel» va poursuivre sa marche triomphale dans les prochaines années (cf. page 50–52). Cette tendance aura une influence décisive sur le secteur de la logistique, étant donné que le service de livraison des prestataires tient une place centrale dans la compétition visant à conquérir des clients. Des avantages compétitifs importants sont un délai de livraison court et une fiabilité de livraison élevée. La possibilité de suivre en ligne, à tout moment, l'état de la commande crée en outre une valeur ajoutée pour les clients. En cas de problèmes de livraison de la marchandise, les clients attendent un service client convivial et efficace. La question centrale est celle du modèle de livraison de marchandises: en particulier, les ménages à un ou deux salaires souhaitent de plus en plus de modèles flexibles constituant une alternative possible à l'envoi classique par La Poste ou par coursier (voir tableau ci-dessous). C'est notamment le cas pour les grosses livraisons qui ne se logent pas dans la boîte aux lettres, ou les livraisons à valeur élevée ou au contenu personnel. Parallèlement, la livraison dans les boîtes aux lettres ou au pas de la porte est plus chère, de sorte que des modèles alternatifs pour les commerçants et prestataires de services logistiques peuvent être attractifs pour des raisons de coûts. Les points de retrait centraux desservis par les transports en commun obtiennent du reste de bons résultats en termes de compatibilité environnementale. En conséquence, ces derniers temps, plusieurs modèles de livraison de marchandises alternatifs ont vu le jour: dans des pays comme la France ou la Grande-Bretagne, ils sont parfois déjà bien répandus.

⁸ Pour les immeubles de bureau, les investissements annuels moyens de construction de nouveaux édifices au cours des dix dernières années sont d'environ 1.5 mrd CHF; 1 mrd CHF a été investi dans des surfaces du commerce de détail.

⁹ Voir Stölzle/Hofmann/Gebert (2010): Marché de la logistique de la Suisse 2010, GS1 Suisse, Berne, p. 61 ss.

Comparaison des principaux modèles de livraison de marchandises alternatifs

Modèle	Description	Diffusion, potentiel et répercussion sur le marché immobilier (logistique)
Retrait au magasin ou showroom	Les marchandises sont commandées et payées en ligne et peuvent être retirées au magasin. Exemples: digitec, books.ch	Modèle déjà bien établi (p. ex. électronique grand public). Consommateur: (+) peut recourir à des prestations supplémentaires (conseil, achat, retours); pas de coûts de livraison directs. (-) temps et coûts de trajet pour le retrait. Commerçants de détail: (+) effets de synergie avec vente fixe dans le secteur de la logistique; plus grande fidélisation des clients. (-) besoins supplémentaires en personnel et en surfaces. Marché immobilier: consolide la demande en surfaces de vente.
Retrait à des points de retrait facilement accessibles (exploité par un prestataire tiers)	Les marchandises de différents commerçants peuvent être commandées ou payées en ligne, puis retirées à des points de retrait centraux (p. ex. guichet de La Poste/des CFF, boutiques de stations-service). Exemple: PickPost	Le modèle gagne actuellement en importance en Suisse. Consommateur: (+) peut recourir à des prestations supplémentaires (p. ex. retours); pas de frais de livraison directs; plus grande flexibilité par rapport au retrait en magasin. Commerçants de détail: (+) plus grande fidélisation des clients. (-) coordination avec prestataires tiers (poste de retrait). Marché immobilier: augmente la demande en prestations de services logistiques spécialisées; opportunité de réaffectation de surfaces de vente.
Retrait dans des postes de retrait drive-in	Les marchandises sont commandées ou payées en ligne et peuvent être retirées dans un poste de retrait drive-in bien desservi. Exemples: LeShop DRIVE, coop@home Drive In	Actuellement, premiers essais en Suisse; déjà partiellement établi dans les pays étrangers proches. Consommateur: (+) peut recourir à des prestations supplémentaires (p. ex. élimination d'emballages vides); pas de frais de livraison directs; convivial pour les pendulaires. Commerçants de détail: (+) plus grande fidélisation des clients. (-) besoins supplémentaires en personnel et en surfaces. Marché immobilier: exige des infrastructures spécialisées bien accessibles par la route; opportunité d'agrandissement/de réaffectation d'immeubles logistiques, affectés à la vente, à l'artisanat et à l'industrie.
Retrait dans des casiers ou automates de retrait (exploités par prestataire tiers)	Les marchandises de différents commerçants peuvent être commandées ou payées en ligne puis retirées dans des casiers ou automates de retrait situés dans des emplacements centraux (p. ex. gare). Exemples: CFF GoodBox, My Post 24	Actuellement premiers essais en Suisse. Consommateur: (+) flexibilité dans le temps maximale; pas de frais de livraison directs; convivial pour les pendulaires. Commerçants de détail: (+) plus grande fidélisation des clients. (-) coordination avec partie tierce (exploitant d'automates de retrait). Marché immobilier: opportunité de réaffectation de surfaces au rez-de-chaussée dans des implantations centrales; accroît la demande en prestations de services logistiques spécialisées.

Les modèles de livraison de marchandises vont des concepts de retrait où les marchandises sont livrées dans des casiers dans l'espace public ou peuvent être retirées en voiture, jusqu'aux concepts plus ou moins utopiques comme le projet récemment communiqué par Amazon.com qui, dans le cadre d'un service premium, prévoit la livraison rapide de marchandises à l'aide de petits drones. Les modèles de livraison de marchandise ci-dessus ont comme point commun qu'ils ont une influence sur la structure de la demande de prestations logistiques. Ainsi donc, la distribution de détail de marchandises par des postes de retrait exige des investissements dans des centres de petite logistique municipaux. Une partie des surfaces de commerce de détail menacées par le commerce en ligne a pu être réaffectée pour des prestations de services logistiques et postes de retrait. Les postes de retrait à casiers constituent en outre une alternative d'utilisation potentiellement attractive pour les surfaces vacantes au rez-de-chaussée.

L'immobilier comme placement

Les placements immobiliers suisses ont connu une évolution disparate en 2013. Alors que les valeurs de marché des investissements directs ont continué de progresser de manière générale, les cotations boursières des investissements indirects ont quant à eux accusé un recul. Cette dynamique différente observée l'année dernière offre un avant-goût des défis à venir. Il faut s'attendre à court et moyen terme à davantage de fluctuations des valorisations boursières ou des prix de transaction. Sur le fond, la perspective ne s'est que légèrement assombrie. La situation reste stable dans le segment des surfaces d'habitation, alors que la suroffre observée au niveau des surfaces de bureaux se reflète de plus en plus sur leurs estimations.

Placements immobiliers directs: les investissements se révèlent plus difficiles

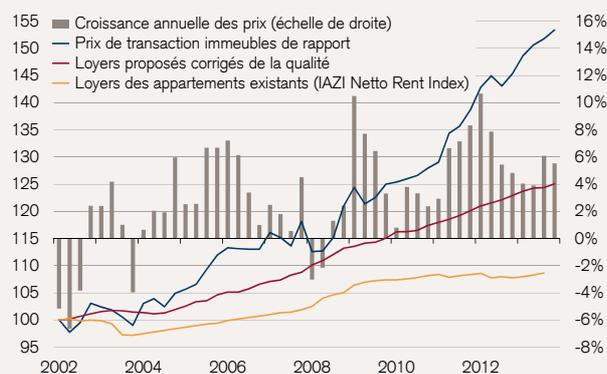
La croissance des prix se ralentit

La dynamique des prix des immeubles d'habitation et des immeubles de rendement mixtes a légèrement perdu de son intensité, car la nouvelle hausse attendue des taux à long terme et la baisse constante des rendements initiaux bruts freinent l'envie d'acheter des investisseurs. Selon le CIFI, les prix ont encore progressé de 1.1% au 4^e trimestre 2013 par rapport au trimestre précédent, ce qui correspond à nouveau à une solide croissance annuelle de 5.5%. Les prix des immeubles de rendement progressent donc encore nettement plus rapidement que les valeurs de comparaison, telles que le pouvoir économique ou les loyers (cf. figure 66) et sont donc exposés à un risque de correction croissant. Bien que l'évolution des prix observée au cours du 2^e semestre 2013 ait été nettement plus modérée, un retournement n'est cependant pas encore en vue.

Figure 66

Evolution des prix des immeubles de rendement

Taux de croissance annuel en %, indices de l'évolution des prix:
T1 2002 = 100

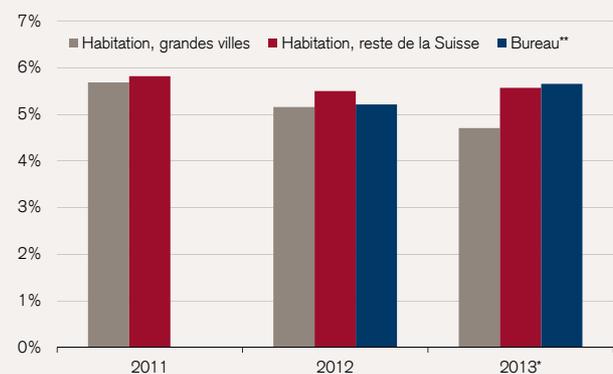


Source: CIFI, Homegate, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 67

Evolution des rentes initiales

Rendement initial brut (médiane) = produit locatif brut/prix de transaction en %



* 1^{er} semestre, ** échantillonnage trop limité pour 2011

Source: Credit Suisse, REIDA

Retour à la qualité

Progressant plus rapidement que les revenus locatifs, les prix des immeubles d'habitation affaiblissent les rendements initiaux bruts (cf. figure 67). Comparé à 2012, le recul des rendements s'est légèrement atténué et on ne l'observe plus que dans les grandes villes. Ces chiffres dissimulent deux évolutions. D'abord, les acteurs du marché immobilier sentent que la fin de l'atmosphère de ruée vers l'or est proche. Ils se concentrent donc à nouveau davantage sur la qualité et donc sur des sites centraux. Ces emplacements sont très onéreux, ce qui rapproche le rendement initial brut des objets négociés du seuil de 4.5%. Ensuite, en raison de la pression exercée sur les investissements, une partie des acheteurs à la recherche de rendements se tourne de manière croissante vers des régions toujours plus éloignées. Etant donné que les rendements augmentent généralement avec la distance qui sépare ces régions des centres, les

rendements initiaux bruts observés en dehors des grandes villes ont pu se maintenir au niveau de l'année précédente. De manière générale, on peut conclure de la différence croissante entre les rendements obtenus dans les grandes villes et les rendements obtenus en dehors que les investisseurs exigent à nouveau une prime de risque au-delà des emplacements centraux. On peut constater en général que les acheteurs des régions périphériques sont également prêts à accepter des rendements étonnamment faibles pour les conditions locales. Il est en revanche difficile de trouver des transactions situées dans le haut de l'échelle des rendements. Nous supposons que, dans le sillage du retour à la qualité attendu, les objets mal entretenus ou mal situés rencontrent des difficultés croissantes à trouver acheteur et que l'écart entre les exigences de prix des acteurs de l'offre et de la demande continue de se creuser. Ceci expliquerait le faible nombre de transactions à haut rendement.

Perspectives de rendement 2014

Le différentiel de rentabilité entre placements immobiliers et emprunts d'Etat («yield spread») reste très important malgré son léger resserrement l'année dernière. En 2014 également, les flux de capitaux à la recherche de rendements s'écoulent donc de bonne grâce vers le marché de l'immobilier résidentiel, et diminueront encore les rendements initiaux bruts. Le retour à la qualité devrait encore s'accroître, ce qui maintiendrait, voire renforcerait, la décote du rendement dans les grandes villes. Il n'en va pas de même des immeubles de bureau, où la correction bat déjà son plein. On assiste à un retournement des prix qui permettent aux rendements initiaux bruts de repartir lentement à la hausse. La prime de risque actuelle des immeubles de bureau, situés généralement dans les grandes villes, par rapport aux immeubles d'habitation locaux reflète déjà le niveau de risque élevé sous la forme de facteurs fondamentaux moroses.

Les prix des objets d'habitation peuvent encore progresser et ils progresseront

Les faibles rendements donnent l'impression que la tendance à la hausse des prix d'objets d'habitation touche à sa fin, voire qu'un renversement de tendance pourrait s'opérer. Plusieurs facteurs donnent cependant à penser qu'il est encore trop tôt pour cela cette année. En fait, les taux de croissance trimestriels des prix en 2014 devraient bien s'inscrire dans le vert, mais au-dessous de la barre des 1%.

Les caisses de pension misent toujours sur l'immobilier

Compte tenu de la pression exercée sur les investissements, notamment par les investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension, on ne peut toujours pas faire l'impasse sur les placements immobiliers. Si leur part dans le portefeuille a enregistré un léger recul suite à la forte évolution des actions en 2013, selon l'indice Credit Suisse des caisses de pension suisses, celle-ci a légèrement diminué à 19.8% en fin d'année dernière. Des capitaux nouveaux sont cependant toujours placés dans l'immobilier. Etant donné que les actions suisses affichent à nouveau des cours très élevés et que les placements dans les obligations se voient confrontés à certains défis au vu de la hausse prévue des taux à long terme, les investissements dans l'immobilier restent très demandés. Les placements immobiliers sont certes, eux aussi, sensibles à l'augmentation des taux, précisément parce que leur durée est longue. Cependant, étant donné que les revenus locatifs de l'immobilier sont liés au niveau des taux d'intérêt (les revenus locatifs commerciaux sont généralement indexés et les contrats d'habitation sont généralement liés au taux de référence), les risques de variation des taux sont faibles comparés aux obligations à long terme.

Les rendements ont déjà été plus faibles et les hausses de prix plus importantes par le passé

Plusieurs éléments indiquent que le pic du cycle des prix des immeubles d'habitation et des immeubles de rendement mixtes n'est pas encore atteint. Comme l'illustre Wüest & Partner sur la base de l'évolution des prix des immeubles d'habitation depuis 1930, les cycles de prix de l'immobilier sont généralement très longs. Ils durent beaucoup plus longtemps que les cycles économiques – généralement au moins deux fois plus longtemps –, et il n'est pas rare qu'une crise de l'immobilier mette fin à leur envolée. Lors de chaque hausse de longue durée observée depuis 1930, les prix des immeubles de rendement ont au minimum doublé en termes réels. Nous en sommes encore loin avec la reprise actuelle, qui persiste depuis 2002, enregistrant une appréciation réelle légèrement en dessous de 50% selon le CIFI. Selon les données de la ville de Zurich, le rendement net de cash-flow était inférieur à 3.1% pendant une année sur cinq en moyenne. C'était notamment le cas entre le milieu des années 1950 et le milieu des années 1960, ainsi que dans la deuxième moitié des années 1980. Les rendements de ces échantillons issus de la ville de Zurich devraient certes être inférieurs à ceux de l'ensemble du parc

immobilier de Suisse, mais le rendement net de cash-flow du parc immobilier suisse (4.2% actuellement) reste nettement supérieur à ses planchers historiques.

Le «super cycle» de l'économie suisse entraîne à la hausse les prix des placements immobiliers

Sur le fond, peu d'éléments augurent d'un ralentissement des prix des immeubles d'habitation et des immeubles de rendement mixtes. L'économie suisse se trouve dans un «super cycle» porté particulièrement par l'immigration et le faible niveau de taux, qui devrait se poursuivre en 2014 également. La forte croissance économique soutient les prix. Nous supposons qu'une croissance économique supplémentaire d'un point de pourcentage augmente les prix des immeubles d'habitation et des immeubles de rendement mixtes d'un peu plus de 1%, toutes autres choses égales. Par ailleurs, les mesures réglementaires prises jusqu'ici et les mesures en discussion ne suffisent pas pour freiner à long terme la croissance des prix. Seuls une nette hausse des taux d'intérêt, une limitation stricte de l'immigration ou un effondrement inattendu de la conjoncture pourraient le faire.

Les projets de constructions nouvelles ne sont plus aussi prometteurs

L'époque est-elle propice à de nouveaux projets de constructions? Il est impossible d'apporter une réponse claire à cette question. D'un côté, les taux et le renchérissement des prix de la construction restent faibles, ce qui diminue les coûts directs et laisse la possibilité de vendre les logements sous la forme d'appartements en propriété. Par ailleurs, les nouvelles constructions peuvent se positionner relativement favorablement sur un marché très disputé, si leur prix est plus ou moins concurrentiel. Seules les régions où l'écart entre les loyers des appartements existants et les loyers du marché est important, et les locataires donc moins disposés à déménager, peuvent éprouver plus de difficultés d'absorption des nouvelles constructions. Selon les données REIDA¹⁰, ce cas de figure semble plus prononcé en Suisse romande qu'en Suisse alémanique. D'un autre côté, la probabilité de mise sur le marché à un moment peu propice, c'est-à-dire avec un taux de vacance plus élevé et un niveau des taux d'intérêt moins intéressant, est plus élevée pour des projets démarrés à l'heure actuelle.

Correction pour les surfaces de bureau

Les investissements dans les surfaces de bureau sont liés à des risques croissants car le marché continue de produire bon nombre de surfaces, la demande est modérée, le taux de vacance progresse et les loyers enregistrent en réalité déjà un certain recul (cf. chapitre surfaces de bureau, page 31 et suivantes). Ceci vaut tant pour les nouvelles constructions de qualité de localisation suboptimale que pour les objets du parc aux emplacements centraux affichant des loyers réels parfois supérieurs aux loyers proposés, ou que pour les objets vieillissants dont de nombreux baux arrivent bientôt à terme. Le marché de l'immobilier de bureau différencie beaucoup plus les différentes qualités de localisation et les chances de commercialisation individuelles que ne le fait actuellement le marché du logement. Les risques de mauvais investissement ne sont donc pas automatiquement plus élevés sur le marché de l'immobilier de bureau. Avec la poursuite de la correction, les premières opportunités devraient bientôt voir le jour pour les investisseurs professionnels. Nous considérons cependant qu'il est encore un peu tôt pour investir dans l'immobilier de bureau, car nous sommes d'avis que les prix n'anticipent pas encore totalement la détérioration de la situation de marché.

Répartition géographique différente des risques

Lorsque les risques latents progressent, le choix de l'emplacement gagne à nouveau en importance

Dans un environnement de taux de vacance stable et de constante hausse des loyers et des prix de l'immobilier, il était possible ces dernières années de réaliser des rendements fiables pour des risques calculables dans presque tous les segments géographiques et de prix du marché immobilier. Le retour à la qualité observé récemment – autrement dit: la redécouverte de la prime de risque pour les objets de second ordre – n'est pas uniquement dû à la situation du marché immobilier dans une phase mûre du cycle, mais également à la disparité croissante des paramètres fondamentaux entre la ville et la campagne. En cas de ralentissement futur de la dynamique de la demande, le bon grain se séparera de nouveau de l'ivraie, et des connaissances approfondies des marchés locaux de la part des concepteurs et des investisseurs contribueront à nouveau à la génération d'un meilleur rendement – après des années où les prix évoluaient tous dans une même direction et où, même sans savoir-faire local, il n'y avait pas grand risque.

10 REIDA (Real Estate Investment Data Association) est une organisation à but non lucratif qui regroupe et traite des données relatives aux immeubles de rendement.

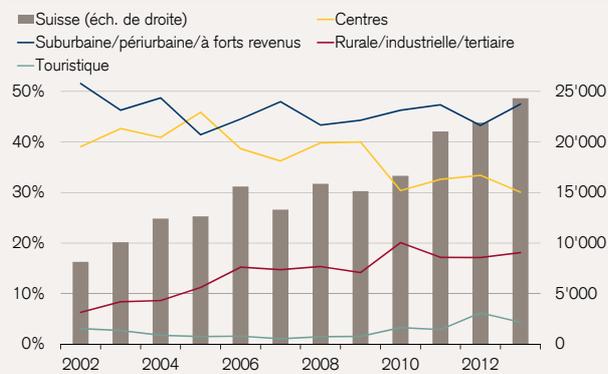
Des risques croissants en région rurale

Dans les régions situées en dehors des grands et moyens centres, ainsi que leur périphérie, le problème de la suroffre se posera de plus en plus au cours des prochaines années. Le déséquilibre entre les situations des marchés du logement dans les régions urbaines et rurales observé depuis longtemps devrait s'accroître encore au cours des années à venir. La raison en est simple: la demande se concentre nettement sur les régions urbaines alors que l'offre se reporte sur la périphérie en raison du prix élevé des terrains et du manque de surfaces dans les centres. Cette solution fonctionne tant que la demande se maintient à un niveau élevé et que le manque de logements dans les centres, en partie dû à la politique locale, motive les ménages à se reporter sur d'autres régions. Des améliorations dans les infrastructures des transports, une disposition plus élevée à la mobilité de la part des ménages et une importance croissante des espaces de détente proches de la nature ont encouragé ce type de flux migratoires intérieurs marqués.

Figure 68

Construction de logements locatifs par type de région

Autorisations de construire délivrées pour des logements en location en % du total et somme totale

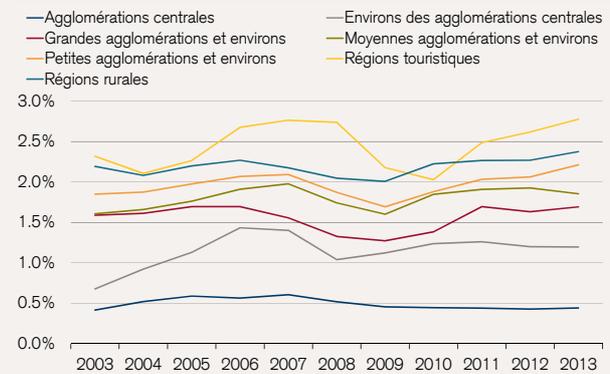


Source: Credit Suisse, Baublatt, Office fédéral de la statistique

Figure 69

Taux de vacance des logements en location

En % du stock de logements, au 1^{er} juin



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Envol de la construction de logements en location dans les régions rurales

La figure 68 souligne encore une fois ce que nous avons abordé au chapitre Surfaces habitables (cf. page 17): la construction de logements en location ne cesse de croître, et l'accent géographique se reporte sur la périphérie. La hausse de la construction de logements locatifs en région rurale est impressionnante: en à peine dix ans, la part des permis de construire octroyés pour des logements en location dans les communes rurales/tertiaires/industrielles a progressé de 6 à 18%. Sur la même période, le nombre absolu des autorisations de construire délivrées pour des logements en location a triplé. Par contre, la part de logements planifiés dans les centres ne cesse de perdre du terrain. Une densification à l'intérieur des zones d'habitation est donc encore limitée. Cette évolution perdure, bien que l'offre actuelle ait déjà provoqué une hausse du taux de vacance. Vu le niveau élevé, le nombre de logements inoccupés dans les régions rurales et les petites agglomérations devrait donc encore progresser au cours des prochaines années (cf. figure 69).

Indicateur d'évaluation du risque de suroffre régional

Afin de mieux comprendre la répartition régionale des risques, nous avons affiné l'indicateur de la demande pour les logements en location de notre étude immobilière de l'année dernière¹¹ et l'avons complété des chiffres de l'offre (activité d'étude de projets actuelle et réserves de terrains à bâtir disponibles). Il en résulte un indicateur de risque de suroffre de logements en location au niveau régional. L'horizon temporel vise les deux à cinq prochaines années. L'indicateur est calibré de telle manière à correspondre dans les grandes lignes au scénario d'un léger recul de l'immigration en raison d'un différentiel de croissance moindre avec les zones étrangères frontalières et de la hausse continue des taux d'intérêt. Si l'immigration devait se maintenir à un

11 Voir Credit Suisse Global Research (2013): Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2013, Structures et perspectives, p. 13.

niveau élevé, voire progresser, le risque de suroffre s'atténuerait proportionnellement. De la même manière, une résiliation de l'accord sur la libre circulation des personnes relâcherait subitement la pression démographique dans les centres, ce qui renforcerait le risque de suroffre en région rurale.

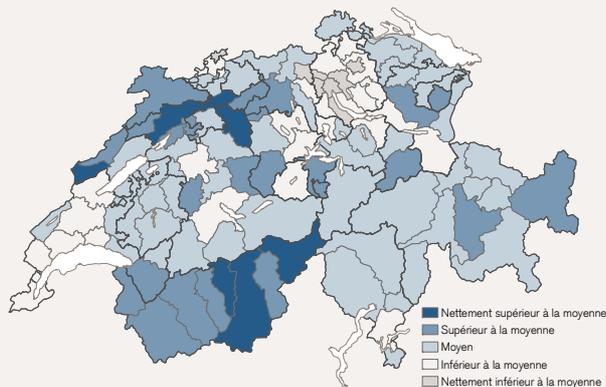
Des risques élevés en dehors des moteurs de croissance que sont Zurich, Genève et la Suisse centrale ...

La comparaison de la demande et de l'offre à moyen terme indique que l'Arc jurassien, le Valais, certaines régions du Mittelland central et de la Suisse orientale sont particulièrement soumis à un risque élevé de suroffre en logements locatifs (cf. figure 70). La région de Lugano, la ville de Bâle, ainsi que le canton de Zurich et ses axes principaux en direction des lacs de Walenstadt, de Zoug et des Quatre-Cantons sont le moins exposés à ce risque. Les risques également affichés dans les régions touristiques du canton des Grisons et en Valais doivent être relativisés, car la construction de résidences secondaires y joue un rôle particulièrement important, alors que les facteurs de la demande pris en compte (tels que le revenu, la croissance de la population et l'accessibilité) ne reflètent guère la demande liée au tourisme.

Figure 70

Indicateur de risque pour le marché du logement en location (moyen terme)

Sur la base de différents indicateurs de l'offre et de la demande

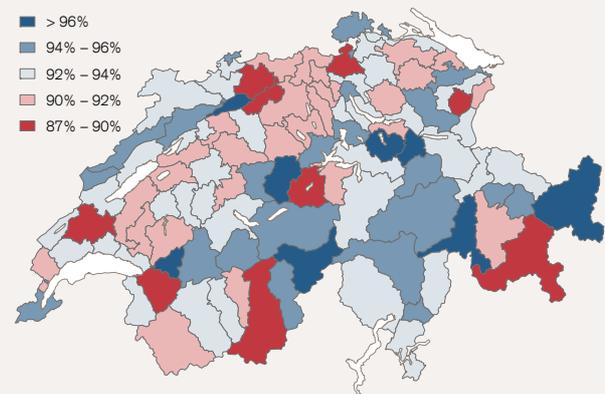


Source: Credit Suisse, Geostat

Figure 71

Parts régionales de locataires existants et nouveaux

Part des locataires n'ayant pas changé de domicile depuis cinq ans



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat

... ainsi que dans les régions tournées vers la migration intérieure

Un recul de l'immigration – qu'il soit dû à des mesures politiques ou à des tendances à la saturation – affecterait également les flux migratoires intérieurs observés jusqu'à présent. Un recul de ces flux se répercuterait également sur le marché du logement en location, bien que la migration intérieure soit moins nettement axée sur ce segment du marché que la migration internationale. Le risque de rendement serait le plus important dans les régions «misant» sur un flux important de locataires. Nous utilisons comme indicateur la part de locataires arrivés depuis peu par rapport à la population totale. Cette part est élevée sur une superficie importante dans le canton d'Argovie, dans les régions d'Aigle, de l'Unterland zurichois, du Gros-de-Vaud et dans l'Oberes Baselbiet par exemple (cf. figure 71). Dans ces régions, la construction misera sans doute sur une poursuite de la tendance au report vers ces régions, et serait prise à contrepied en cas de basculement du flux migratoire intérieur. S'ajoute à cela que les personnes récemment arrivées dans leur région sont encore peu ancrées socialement et ne devraient guère profiter de faibles loyers des appartements existants – ce qui pourrait les motiver à quitter plus rapidement la région.

Placements immobiliers indirects: prise en compte de nouvelles hausses des taux

2013: une fois n'est pas coutume, le rendement global est négatif

Un rendement global négatif pour la neuvième fois seulement depuis 1961

Est arrivé ce qui devait arriver depuis longtemps, même si on ne s'y attendait pas tout de suite: les placements immobiliers indirects suisses cotés ont subi une correction sensible des surcoûts (agios ou primes) payés à la bourse (cf. figure 72). Et pour cause: ils ont été confrontés à la hausse des taux à long terme et au constat selon lequel la phase de faiblesse record des taux ne pouvait pas durer éternellement en Suisse non plus. Par ailleurs, d'innombrables augmentations de capital et de nouvelles cotations opérées l'année dernière ont également contribué à l'affaiblissement des cours. Malgré de bons résultats de souscription, les capacités du marché étaient dépassées, alors que nous avons assisté à des réallocations partielles entre les différents instruments de placement, ce qui a fait pression sur les agios. Le fait que les titres d'Al-Real et Mobimo soient sortis du Stoxx 600 dans le cadre d'une révision de la constitution de l'indice a certainement joué un rôle auprès des sociétés d'actions immobilières.

Le recul des surcoûts était tellement marqué, tant pour les fonds immobiliers que pour les sociétés anonymes d'actions, que malgré des rendements sur distribution élevés et une évolution positive des valeurs nettes d'inventaire, celui-ci a finalement entraîné une performance négative. Tout au long de l'année 2013, les fonds immobiliers cotés au SIX ont enregistré en moyenne un rendement global négatif de 2.8%, alors que les sociétés d'actions immobilières ont affiché un recul de 6.9%. Pour les fonds immobiliers, ce phénomène est particulièrement rare. Depuis le début des mesures de l'indice SXI Real Estate Funds en 1995, le rendement global d'une année civile n'avait été négatif que quatre fois (1998, 2000, 2007 et 2013). Si l'on tient compte de l'indice pondéré du capital Rüd Blass pour la période précédant 1995, le rendement global annuel entre 1961 et aujourd'hui ne s'est inscrit que neuf fois en zone négative.

Figure 72

Sélection de chiffres-clés des instruments de placement suisses

	SXI Real Estate Funds	SXI Real Estate Shares	Swiss Performance Index	Swiss Bond Index
Agio/prime 31.12.2012	23.9%	12.2%		
Agio/prime 31.12.2013	14.3%	-1.8%		
Evolution du rendement global en 2013	-2.8%	-6.9%	24.6%	-4.3%
Avant la première hausse des taux (01.01 – 02.05.2013)	-1.2%	3.1%	18.0%	-0.1%
Pendant la première hausse des taux (02.05 – 24.06.2013)	-2.7%	-8.3%	-7.5%	-4.2%
Après la première hausse des taux (24.06 – 31.12.2013)	1.1%	-1.5%	14.2%	0.0%
Evolution du rendement global 2009–2013 p.a.	6.9%	10.1%	11.4%	2.8%
Volatilité pour 2013*	6.9%	8.6%	12.5%	2.7%
Taux d'escompte en 2012	4.57%	4.76%		
Taux d'escompte en 2013	4.48%	4.61%		

La performance atteinte par le passé ne constitue pas une garantie pour les performances à venir. La performance peut être affectée par des provisions, des taxes et autres frais, ainsi que par des fluctuations du cours du change.

Source: Credit Suisse, Datastream

* Ecart type annualisé du rendement hebdomadaire

Les taux d'intérêt ont dicté l'évolution des cours en 2013

Une répartition de l'évolution des cours de 2013 indique nettement les facteurs d'influence des véhicules immobiliers. Le rebond des taux d'intérêt du 2 mai au 24 juin 2013 a nettement fait pression sur les cours des fonds immobiliers (-2.7%) et des sociétés immobilières (-8.3%) (cf. figure 72). Les sociétés ont ressenti plus intensément cette évolution abrupte, sans doute parce qu'elles venaient auparavant d'enregistrer une hausse similaire à celle du marché des actions. Après la forte hausse des taux de plus de 50 points de base (mesurée par rapport aux emprunts d'Etat sur dix ans) en moins de deux mois, les fonds immobiliers se sont légèrement redressés. Pour les sociétés immobilières, cela n'a jamais été le cas, ce qui pourrait être dû à une orientation marquée des sociétés d'actions immobilières vers le marché commercial. Les acteurs du marché ont fini par admettre, notamment au 2^e semestre, que la demande en surfaces

commerciales était plus lente que prévu et que la suroffre pourrait exercer une pression croissante sur les loyers. Ce constat coïncide avec l'évolution disparate des cours des fonds immobiliers. Les fonds investissant principalement dans des immobiliers commerciaux ont enregistré un recul nettement plus important des agios que les fonds axés sur l'immobilier résidentiel. On n'observe cependant pas de hausse excessive de la volatilité des véhicules immobiliers. Les fonds n'ont enregistré qu'une légère progression de la volatilité annualisée des rendements hebdomadaires en comparaison annuelle, passant de 5.8% à 6.9% (moyenne à long terme: 5.9%). La structure au sein des classes d'actifs mentionnées reste donc d'application, puisque la volatilité des fonds reste inférieure à celle des sociétés immobilières, elles-mêmes enregistrant une volatilité inférieure à celle du marché des actions.

Des possibilités d'accès tactiquement attractives grâce à des surcoûts faibles

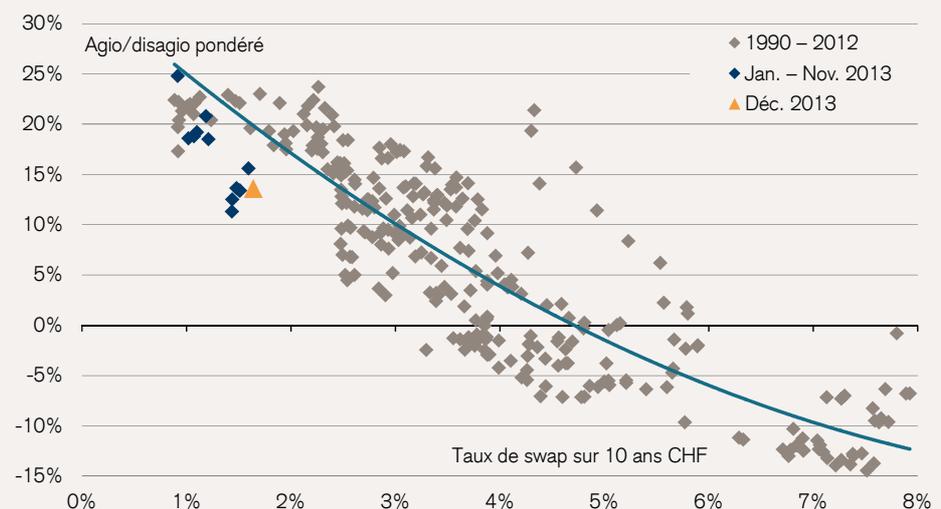
Les agios des fonds immobiliers reflètent déjà les hausses futures des taux d'intérêt

Grâce au recul sensible des surcoûts observé l'année dernière, les cours boursiers des placements immobiliers indirects sont à nouveau attractifs. Compte tenu du niveau actuel des taux et dans le contexte du rapport mesuré par le passé entre les taux et les agios, ces derniers sont avantageusement valorisés. Au vu de la durabilité de leur valeur et de la stabilité de leurs dividendes, les fonds immobiliers sont plutôt comparables à des obligations et leur font donc concurrence en termes de rendement. En cas de hausse des taux, les coupons des obligations progressent, ce qui les rend concurrentielles face aux fonds immobiliers. C'est pourquoi nous assistons régulièrement en cas de hausse des taux à des réallocations vers les obligations, ce qui pèse sur les prix ou les agios des fonds immobiliers. Par conséquent, il existe une corrélation négative entre le niveau des taux d'intérêt et les surcoûts des fonds immobiliers (cf. figure 73). L'année dernière, les agios/primés ont tellement chuté que ceux-ci ne peuvent plus se justifier par le niveau actuel des taux d'intérêt. Selon le rapport simple entre le niveau des taux d'intérêt et les surcoûts, il faudrait s'attendre actuellement à un agio de plus de 20%, au lieu des 14% observés fin 2013.

Figure 73

Rapport entre les taux et les agios pour les fonds immobiliers

Agio/disagio en % de la valeur nette d'inventaire (fonds pondérés, cotés et non cotés); base: données mensuelles depuis 1990

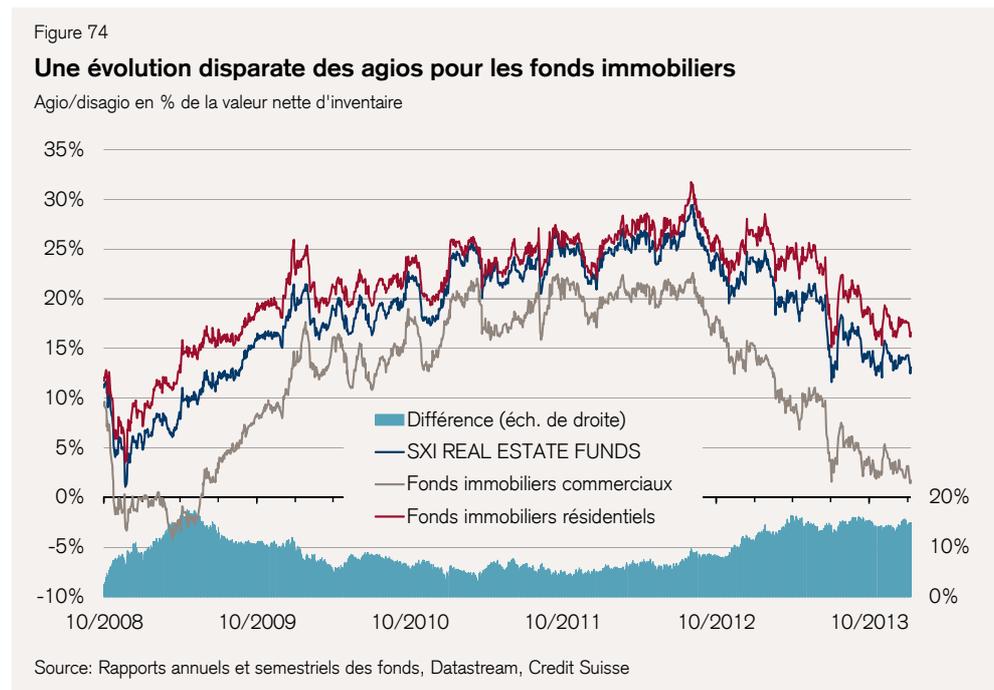


Source: Datastream, Credit Suisse

Les agios actuels offrent une couverture partielle contre le risque de hausse future des taux

Les agios passés peuvent également être évalués par un modèle. Outre le niveau des taux d'intérêt, la croissance économique et le taux de vacance influencent particulièrement le niveau des agios. Selon le modèle également, l'agio devrait être légèrement supérieur à 20% dans le contexte actuel. Autrement dit: l'agio de 14% observé à la fin de l'année dernière correspond environ à l'agio que, selon nos prévisions, nous attendions si les taux d'intérêt progressaient de près d'un point de pourcentage et que le taux de vacance augmentait. En d'autres termes, les

investisseurs tiennent d'ores et déjà compte d'une part substantielle des futures hausses de taux. Si les hausses de taux actuelles venaient à se ralentir, une hausse des agios serait envisageable. Si, par contre, la hausse des taux devait se maintenir progressivement, celle-ci n'aurait plus guère de répercussion. Il en résulte que le moment est propice à l'achat. Ce constat est également, voire particulièrement, applicable aux fonds investis dans l'immobilier commercial (cf. figure 74). Leurs agios ont enregistré un recul nettement plus important au cours du 1^{er} semestre 2013 que les fonds investis dans l'immobilier résidentiel. Il en résulte une forte différence d'évaluation, qui nous semble injustifiée malgré la perspective modérée pour l'immobilier commercial.



Les placements immobiliers indirects sont susceptibles d'intéresser également les propriétaires fonciers

Grâce à la baisse des agios, il est à nouveau avantageux d'investir dans des placements indirects en Suisse. Ceci vaut également pour les propriétaires. Ces derniers ignorent souvent combien une partie importante de leur fortune est soumise aux évolutions du marché immobilier suisse. Même si l'on considère l'investissement dans un bien immobilier propre comme un placement, des placements indirects supplémentaires représentent cependant toujours un avantage. Cela est dû à la diversification géographique, aux marchés de la location et de la propriété pouvant évoluer de manière différente, ainsi qu'à la légère exposition aux marchés immobiliers commerciaux allant de pair avec l'indice SXI Real Estate Funds. Une évaluation à l'échelle de la Suisse indique que, pour un rendement visé de 5%, les propriétaires de logement peuvent généralement gagner à compléter leur portefeuille par l'indice du fonds immobilier suisse, de manière à optimiser la structure rendement/risque de leur propre portefeuille.¹² Cependant, en fonction du niveau d'endettement supposé, la part optimale de placements immobiliers suisses indirects varie relativement fortement (entre 0% et 39%) dans cette étude (sans restrictions en termes de part consacrée à l'immobilier). Dans le même esprit, des placements immobiliers internationaux représentent actuellement une alternative envisageable. Outre l'effet de diversification, de nombreux marchés internationaux ne se trouvent pas encore au même stade de maturité que le marché suisse. Par ailleurs, le taux de change plancher par rapport à l'euro offre une sécurité de planification et la possibilité de réaliser des opérations d'intérêts.

12 Voir Linke, Fabian (2010): Eigenheim und Investitionen in indirekte Immobilienanlagen («Logement en propriété et investissements dans des placements immobiliers indirects»), mémoire de fin d'études à l'Université des sciences appliquées de Zurich. Une analyse actualisée arrive aux mêmes conclusions.

Les modifications réglementaires nous maintiennent en alerte

Révision OPCC pour les fonds immobiliers: inutile mais inoffensive

L'investisseur ne doit pas s'inquiéter de la modification du coefficient d'endettement maximal des fonds immobiliers. L'art. 96 de l'Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux (OPCC) limite le nantissement des biens-fonds à un tiers en moyenne des valeurs vénales (contre 50% auparavant). La période transitoire de cinq ans est suffisante. En outre, fin 2013, seul un fonds dépassait la nouvelle limite. Le coefficient d'endettement moyen sur l'ensemble des fonds immobiliers cotés n'est que de 18%.

Lex Koller: un durcissement démesuré et aux conséquences incalculables

Le prochain défi réglementaire est déjà en vue. La motion «Acquisition de parts dans des fonds immobiliers ou des sociétés immobilières cotées en bourse. Abolir le privilège accordé aux personnes de l'étranger par la Lex Koller» est soutenue par le Conseil fédéral et prévoit d'interdire aux personnes résidant à l'étranger d'acquérir des parts de fonds de placement. L'argumentation des partisans de la motion n'est pas fondée du point de vue économique. Si l'on compare le nombre d'immeubles des véhicules immobiliers cotés au nombre total d'immeubles, il apparaît immédiatement que l'exclusion des personnes résidentes à l'étranger du cercle des acheteurs n'influencerait en rien l'évolution des prix sur le marché immobilier. De manière générale, la part des investisseurs étrangers dans la classe d'actifs des placements immobiliers indirects est fortement surestimée. Dans le cas des fonds immobiliers, elle ne représente que quelques points de pourcentage. Un durcissement de la Lex Koller entraînerait cependant d'importants problèmes pratiques. Un contrôle effectif de l'origine du détenteur d'une part sociale est presque impossible dans le cadre du négoce boursier. Une application stricte rendrait probablement nécessaire de procéder à une décotation. Le durcissement manquerait donc de loin son objectif, puisqu'il ne se répercuterait que sur les véhicules immobiliers au lieu de toucher l'ensemble du marché immobilier, et ce de manière tout à fait contre-productive.

La norme IFRS 13 gonfle la valorisation des entreprises

L'année dernière, la migration de grandes sociétés d'actions immobilières vers une nouvelle présentation des comptes a suscité un certain intérêt. L'accent était notamment mis sur la première évaluation du portefeuille selon la norme IFRS 13, appelée l'approche «highest and best use». Un bien doit maintenant être évalué avec l'exploitation totale de son potentiel d'utilisation et la maximisation des rendements. Comme nous l'attendions, les répercussions se sont avérées bien plus importantes que prévu.¹³ Environ un tiers des gains de réévaluation des immeubles de placement des quatre principales sociétés anonymes immobilières (Swiss Prime Site, PSP, Allreal et Mobimo) est dû aux réévaluations dues à la norme IFRS 13. En fin de compte, cette norme risque d'entraîner des fluctuations de valeur plus importantes au cours d'un cycle immobilier.

Perspectives 2014 pour l'immobilier comme placement

L'amélioration des perspectives pour les placements immobiliers indirects est imputable à la correction réalisée

Un peu plus de la moitié des analystes financiers interrogés par le Credit Suisse et le Centre pour la recherche économique européenne (ZEW) en novembre dernier estime que tant les fonds immobiliers suisses que l'immobilier résidentiel sont surévalués. Même si seulement une faible majorité était encore de cette opinion en novembre (53%), alors que 78% étaient encore de ce point de vue en août, nous ne partageons particulièrement pas ce point de vue pour les fonds immobiliers. Dans le contexte actuel, les agios sont bien trop faibles et anticipent une nouvelle hausse des taux d'environ un point de pourcentage. Nous tablons sur une très lente hausse des taux dans le cadre du processus de normalisation. Il en résulte un net potentiel d'appréciation, d'où notre perspective positive à court et moyen terme pour les fonds immobiliers cotés.

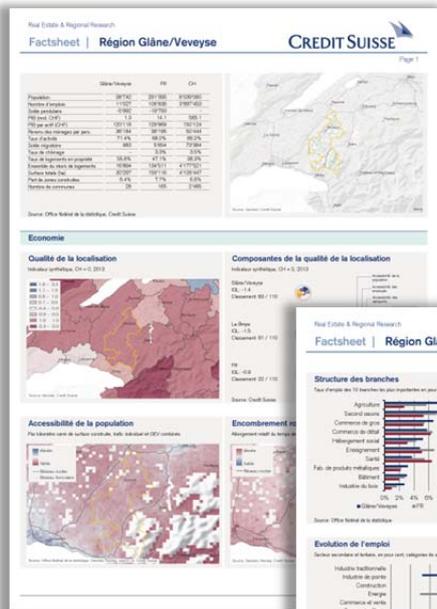
Les prix et les risques des placements immobiliers directs continuent de progresser

Nous sommes plus prudents dans le cas des placements directs, dont la hauteur de chute potentielle a encore augmenté cette année. Contrairement aux placements indirects, la hausse des taux à venir ne se reflète pas encore dans les prix des immeubles de rendement. Le renversement de tendance au niveau des prix se rapproche, mais il ne se devrait se manifester que lors d'une hausse notable des taux. Cependant, étant donné que l'écart entre les rendements des placements immobiliers et les emprunts d'Etat reste considérable, nous misons sur de nou-

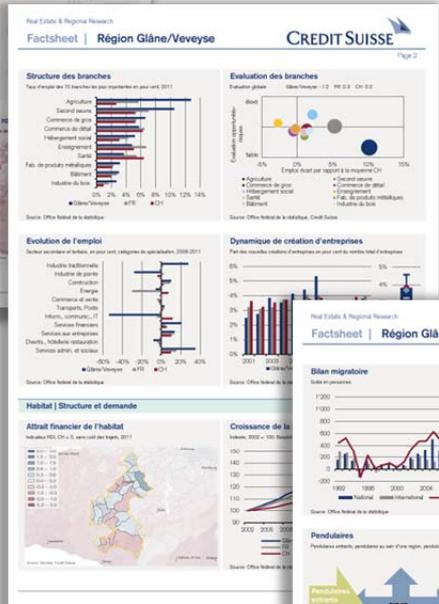
13 Voir Credit Suisse Global Research (2013): Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2013, Structures et perspectives, p. 62/63.

velles hausses des prix des immeubles d'habitation et des immeubles de rendement d'ici là. Dans le cas des surfaces commerciales par contre, les fondamentaux économiques maussades ont épuisé la marge d'augmentation et les prix devraient chuter dans un avenir proche. Par ailleurs, il peut s'avérer judicieux de jeter un œil à l'étranger pour les placements immobiliers. De nombreux marchés constituent des opportunités à saisir plus intéressantes que la Suisse. Nous avons déjà signalé ces opportunités dans l'étude de l'année dernière. Nos estimations n'ont pas fondamentalement changé, d'où l'intérêt de jeter un œil au-delà les frontières cette année également.

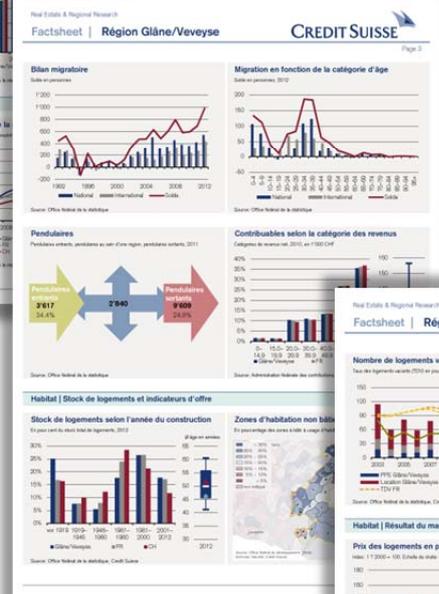
Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux



Aperçu des principaux indicateurs concernant les 110 régions économiques
 Quelle est la qualité de la localisation de la région économique Glâne/Veveyse? Quels secteurs sont particulièrement importants pour cette région? Quels sont les prix de l'immobilier dans les communes de cette région? Les factsheets du Credit Suisse répondent à ces questions et à de nombreuses autres sur l'économie régionale, la démographie et les marchés immobiliers. Des chiffres régulièrement actualisés sont présentés sous forme de graphiques, tableaux et cartes parfaitement représentatifs.



Economie régionale et démographie
 Vous prévoyez d'ouvrir de nouveaux sites avec votre entreprise ou vous souhaitez vous faire une idée d'une région économique? Les factsheets du Credit Suisse vous proposent des chiffres actuels sur des thèmes tels que la qualité de la localisation, l'accessibilité et l'évolution de la population.



Marchés régionaux de l'immobilier
 Vous prévoyez un déménagement, vous souhaitez acheter un logement en propriété ou investir dans un immeuble de rendement? Les factsheets du Credit Suisse vous donnent des informations fondamentales sur le marché régional de l'immobilier avec des indicateurs tels que l'âge du parc immobilier ou les chiffres des logements vacants.



Prix de l'immobilier et location
 Vous souhaitez avoir un aperçu des prix régionaux ou comparer les prix entre différentes communes et régions? Vous trouverez également ces informations dans les factsheets du Credit Suisse.

Voici comment commander les factsheets du Credit Suisse:

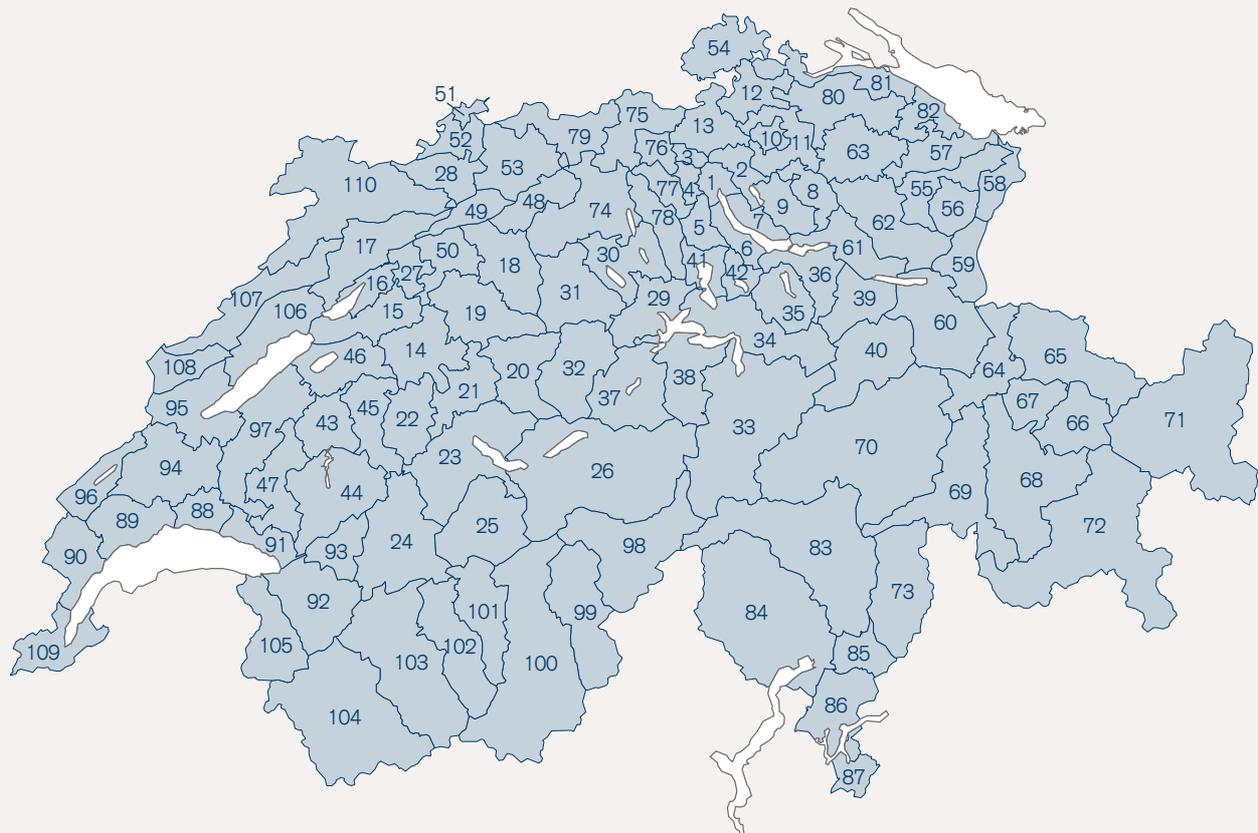
Les clients du Credit Suisse peuvent commander des factsheets sur les différentes régions économiques dans la langue souhaitée (français, allemand, italien ou anglais) sous le lien suivant: www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Vous trouverez la liste des 110 régions économiques de Suisse à la page 76.

Annexe: régions économiques de Suisse

Les régions économiques ont été définies par le service Credit Suisse Economic Research à partir des régions MS (Mobilité Spatiale) de l'Office fédéral de la statistique. Cette délimitation repose moins sur les frontières politiques que sur des phénomènes économiques, des structures spatiales et des schémas de mobilité. Ces régions économiques peuvent donc être à cheval sur plusieurs cantons.

Régions économiques de Suisse



1 Zürich-Stadt	23 Thun	45 Sense	67 Scharnigg	89 Morges/Rolle
2 Glattal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittelbünden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 Knonaeramt	27 Grenchen	49 Thal	71 Engiadina bassa	93 Pays d'Enhaut
6 Zimmerberg	28 Laufental	50 Solothurn	72 Oberengadin	94 Gros-de-Vaud
7 Pfannenstiel	29 Luzern	51 Basel-Stadt	73 Mesolcina	95 Yverdon
8 Oberland-Ost	30 Sursee/Seetal	52 Unteres Baselbiet	74 Aarau	96 La Vallée
9 Oberland-West	31 Willisau	53 Oberes Baselbiet	75 Brugg/Zurzach	97 La Broye
10 Winterthur-Stadt	32 Entlebuch	54 Schaffhausen	76 Baden	98 Goms
11 Winterthur-Land	33 Uri	55 Appenzell A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzell I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 Sarneraatal	59 Werdenberg	81 Untersee/Rhein	103 Sion
16 Biel/Seeland	38 Nidwalden/Engelberg	60 Sarganserland	82 Oberthurgau	104 Martigny
17 Jura bernois	39 Glarner Mittel- und Unterland	61 Linthgebiet	83 Tre Valli	105 Monthey/St-Maurice
18 Oberaargau	40 Glarner Hinterland	62 Toggenburg	84 Locarno	106 Neuchâtel
19 Burgdorf	41 Lorzenebene/Ennetsee	63 Wil	85 Bellinzona	107 La Chaux-de-Fonds
20 Oberes Emmental	42 Zuger Berggemeinden	64 Bündner Rheintal	86 Lugano	108 Val-de-Travers
21 Aaretal	43 La Sarine	65 Prättigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Source: Credit Suisse, Geostat

Notification

Certification par les analystes

Chacun des analystes mentionnés dans le présent document certifie que les points de vue exprimés dans cette brochure à l'endroit des entreprises et des titres qu'il ou elle est amené(e) à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Il affirme que sa rémunération n'est et ne sera jamais liée, directement ou indirectement, à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document.

Les analystes Knowledge Process Outsourcing (KPO) mentionnés dans le présent rapport sont employés par Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited.

Indications importantes

Le Credit Suisse publie ses brochures au moment qu'il estime le plus approprié. C'est le cas dès lors qu'il juge que l'évolution de l'entreprise, du secteur ou du marché soumis à son évaluation est susceptible d'avoir des répercussions sensibles sur les points de vues et opinions exprimés dans la brochure. Le Credit Suisse se fait fort de publier uniquement des analyses impartiales, indépendantes, honnêtes, claires et intelligibles.

Le code de conduite du Credit Suisse, auquel la totalité des employés doit adhérer, est accessible par Internet sous:

https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_fr.pdf

Pour des détails complémentaires sur la méthodologie de notation du Credit Suisse, veuillez vous référer aux informations sur l'indépendance des recherches financières qui se trouvent sous:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

L'analyste responsable de la rédaction de cette brochure se voit rétribué en fonction de plusieurs paramètres parmi lesquels la totalité des revenus touchés par le Credit Suisse, dont une partie est générée par les activités d'investissement banking du Credit Suisse.

Notifications complémentaires pour les juridictions suivantes

Royaume-Uni: En ce qui concerne la notification des informations sur titres à revenu fixe pour les clients de Credit Suisse (UK) Limited et de Credit Suisse Securities (Europe) Limited, veuillez téléphoner au +41 44 333 33 99.

Pour toutes informations complémentaires y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de Credit Suisse Research Disclosure sous:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

Pour une discussion sur les risques afférents aux placements dans les titres mentionnés dans ce rapport, veuillez consulter ce lien Internet:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Les références effectuées dans cette brochure au Credit Suisse comprennent ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant:

https://www.credit-suisse.com/who_we_are/fr/

Les informations et opinions exprimées dans ce rapport sont celles du département Research de la Division Private Banking & Wealth Management du Credit Suisse au moment de la rédaction; toute modification demeure réservée sans préavis. Les opinions exprimées en relation avec un titre spécifique dans ce rapport peuvent être différentes ou ne pas concorder avec les observations et les opinions du département Research de la Division Investment Banking du Credit Suisse en raison de différences dans les critères d'évaluation. Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un État, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait Credit Suisse AG, la banque suisse ou ses succursales et sociétés affiliées (le «CS») à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction. Sauf indication contraire, tous les éléments de ce rapport sont la propriété du CS et soumis à droits d'auteur. Aucun élément, ou son contenu, ni aucune copie de ce

dernier, ne peut être altéré, transmis, copié ou distribué à toute autre partie de quelque manière que ce soit, sans l'accord écrit explicite préalable du CS. Toutes les marques de commerce, marques de service et logos utilisés dans ce rapport sont des marques de commerce, des marques de service ou des marques de commerce ou des marques de service enregistrées du CS ou de ses sociétés affiliées.

Les informations, outils et éléments présentés dans ce rapport sont fournis uniquement à titre d'information et ne doivent pas être utilisés ou considérés comme une offre ou une invitation à acheter, vendre ou souscrire à des titres ou autres instruments financiers. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Veuillez tout particulièrement noter que les bases et niveaux d'assujettissement à l'impôt peuvent varier.

Le CS est d'avis que les informations et les opinions publiées dans l'appendice sous «Notification» sont exactes et complètes. Les informations et les opinions figurant dans les autres sections du rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS; toutefois le CS décline toute responsabilité quant à leur exactitude ou leur intégralité. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Le CS décline toute responsabilité à l'égard de toute perte découlant de l'utilisation des éléments présentés dans ce rapport; cette exclusion de responsabilité ne saurait être invoquée dans les cas prévus par la législation ou la réglementation applicable au CS. Ce rapport ne doit pas être substitué à l'exercice d'un jugement indépendant comme fondement à la prise de décision. Le CS peut avoir émis ou pourrait émettre dans l'avenir une idée d'investissement concernant ce titre. Les idées d'investissement sont des opportunités à court terme basées sur des événements et des éléments déclencheurs sur les marchés, tandis que les notations des sociétés s'appuient sur la performance absolue escomptée sur une période de 12 mois tel que cela est défini dans la section notification. Les idées d'investissement et les notations de sociétés reflètent des hypothèses sous-jacentes et des méthodes d'analyse différentes. Par conséquent, il est possible que les idées d'investissement n'aient pas dans le même sens que les notations de sociétés. En outre, le CS peut avoir publié d'autres rapports, ou pourrait en publier dans l'avenir, qui contredisent les informations présentées dans ce rapport ou qui en tirent des conclusions différentes. Ces rapports reflètent les diverses suppositions, visions et méthodes d'analyses des analystes qui les ont rédigés et le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdits rapports soient portés à l'attention de tout destinataire du présent rapport. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre.

Les informations, opinions et évaluations présentées dans ce rapport reflètent le jugement émis par le CS à la date de publication initiale et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent document. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

Distribution des rapports de recherche

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Credit Suisse (Deutschland) AG est agréée et réglementée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin); elle adresse à ses clients des études qui ont été préparées par l'une de ses sociétés affiliées. **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G of the Corporations Act 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Bahamas:** Ce rapport a été préparé par Credit Suisse AG, la banque suisse, et il est distribué pour le compte de Credit Suisse AG, Nassau Branch, société affiliée de la banque suisse, enregistrée en tant que broker-courtier auprès de la Securities Commission of the Bahamas. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. **Brésil:** Les informations contenues dans les présentes ne constituent pas une offre publique de titres au Brésil et les titres mentionnés dans les présentes peuvent ne pas être enregistrés auprès de la Commission des valeurs mobilières du Brésil (CVM). **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG, Dubai Branch, dûment agréée et réglementée

par la Dubai Financial Services Authority (DFSA). Les produits ou les services financiers liés ne sont disponibles qu'à des clients grossistes disposant d'actifs liquides de plus de 1 million d'USD qui disposent d'une expérience et d'une compréhension suffisantes pour participer aux marchés financiers dans une juridiction de grossiste et qui satisfont au critère de régulation afin de devenir client. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España. **France:** Ce rapport est distribué par le Credit Suisse (France) qui est autorisé par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements (CECEI) en tant que fournisseur de services de placement. Credit Suisse (France) est placé sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Gibraltar:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited est une entité légalement indépendante détenue en totalité par Credit Suisse et elle est réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par le Credit Suisse et est régulé par la Guernsey Financial Services Commission. **Hong Kong:** Le présent document a été publié à Hong Kong par Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, qui possède une licence en tant que société agréée par la Hong Kong Monetary Authority et qui est réglementée par la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 de la législation du pays). **Inde:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India»), qui est réglementé par le Securities and Exchange Board of India (SEBI) sous les numéros d'enregistrement SEBI INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631, et dont l'adresse enregistrée est 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Inde, tél. +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Japon:** Ce rapport est publié uniquement au Japon par Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membre de la Japan Securities Dealers Association, de la Financial Futures Association of Japan, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited ne publiera ni ne transmettra ce rapport en dehors du Japon. **Jersey:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, qui est réglementé par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse professionnelle à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexique:** Les informations figurant dans la présente ne constituent pas une offre publique de titres au sens de la loi mexicaine sur les titres. Cette brochure ne sera pas publiée dans une quelconque publication ou moyen de communication à grand tirage au Mexique. Cette brochure ne contient aucune publicité concernant l'intermédiation ou l'offre de services bancaires ou de conseils en placement au Mexique ou à des citoyens mexicains. **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. **Russie:** Les recherches figurant dans cette brochure ne constituent en aucune façon une publicité ni une promotion pour des titres spécifiques ni pour des instruments financiers en relation. Cette brochure de recherches ne constitue pas une évaluation au sens de la loi fédérale sur les activités d'évaluation dans la Fédération de Russie et elle est produite en faisant appel aux modèles et à la méthodologie d'évaluation du Credit Suisse. **Singapour:** Ce rapport a été élaboré et publié à Singapour exclusivement à l'intention des investisseurs institution-

nels, des investisseurs accrédités et des investisseurs avertis (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations), et est également publié par Credit Suisse AG, succursale de Singapour, à l'intention des investisseurs étrangers (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations). En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité, d'investisseur averti ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, succursale de Singapour, est dispensé de respecter certaines exigences de conformité selon le Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour («FAA»), les Financial Advisers Regulations et les notifications et les directives qui en découlent, en relation avec les prestations de conseil financier que Credit Suisse AG, succursale de Singapour, est susceptible de vous fournir. **Thaïlande:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, qui est réglementé par l'Office of the Securities and Exchange Commission, Thaïlande, et dont l'adresse enregistrée est 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, tél. 0-2614-6000.

ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS.

La distribution est également susceptible d'être limitée dans d'autres pays en raison de la législation ou de la réglementation locale.

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

14C024A_R

Autres publications du Credit Suisse



Moniteur Suisse 1^{er} trimestre 2014

Le Moniteur Suisse synthétise les résultats d'analyses et prévisions macro- et micro-économiques. Cette édition répond entre autres aux questions suivantes: Où les embouteillages sont-ils les plus importants? L'inflation est-elle «morte» ou représente-t-elle l'un des plus grands dangers pour l'avenir?

18 mars 2014



Moniteur des branches 1^{er} trimestre 2014

Publication trimestrielle, le Moniteur des branches décrit la situation actuelle ainsi que les perspectives conjoncturelles des principaux secteurs de l'économie helvétique.

31 mars 2014



Moniteur immobilier 2^e trimestre 2014

Le Moniteur immobilier établit trois fois par an un état des lieux des évolutions du marché immobilier et s'inscrit ainsi en complément des analyses fondamentales annuelles et des thèmes spéciaux de l'Etude immobilière du Credit Suisse.

15 mai 2014



Indice de la construction suisse 2^e trimestre 2014

L'Indice de la construction suisse publié chaque trimestre vous informe sur la conjoncture actuelle de la branche de la construction et présente des estimations et explications relatives à l'évolution du chiffre d'affaires dans le secteur de la construction.

22 mai 2014



Facteurs de succès pour PME suisses Perspectives et défis dans le domaine de l'exportation

Cette étude annuelle interroge les PME suisses sur leurs facteurs de succès en Suisse. Le sujet principal de cette année met l'accent sur l'importance des exportations pour les PME et expose des perspectives sur la structure des exportations à venir de la Suisse.

4 juin 2014



Les deux Bâle Structure et perspectives

Les deux Bâle sont à la croisée des chemins: entreprendre des négociations de fusion ou continuer sur des voies distinctes? Cette nouvelle étude régionale informe en outre sur les évolutions économiques et démographiques des deux Bâle.

Été 2014



REAL ESTATE ASSET MANAGEMENT

**En y regardant de plus près,
vous découvrirez nos meilleurs sites.**

Une diversification judicieuse grâce à l'immobilier à l'étranger:
CS Real Estate Fund International et CS Real Estate Fund Global

Berlin, Vancouver, Tokyo... Avec nos fonds, vous investissez directement dans des immeubles du monde entier. Des immeubles à usage commercial situés dans de grands centres économiques. Leurs revenus locatifs engendrent un cash-flow continu et une distribution en permanence. Jugez-en par vous-même sur notre site Internet – ou lors d'un voyage autour du monde.

credit-suisse.com/ch/realestate