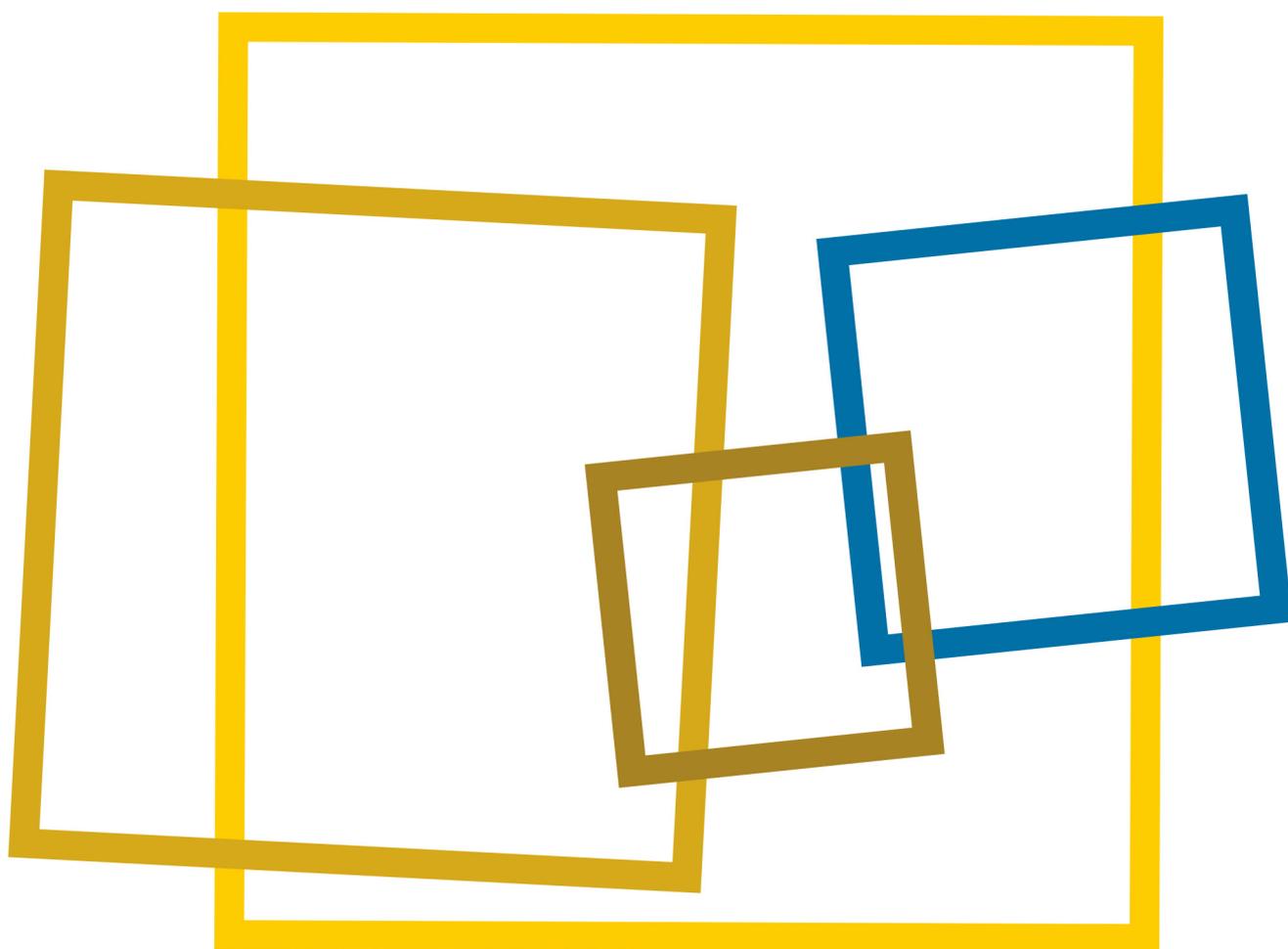


## Marché immobilier suisse 2016

Mars 2016

# Expulsion du paradis



Logements locatifs  
**L'offre galope devant  
la demande**

Page 23

Surfaces de bureaux  
**Une demande en recul  
exacerbe un marché très  
disputé**

Page 36

Crowdfunding  
**La collectivité  
révolutionne-t-elle les  
investissements?**

Page 17

## Impressum

### Editeur

Loris Centola  
Global Head of Research  
Tél. +41 44 333 57 89  
E-Mail: [loris.centola@credit-suisse.com](mailto:loris.centola@credit-suisse.com)

Fredy Hasenmaile  
Head Real Estate & Regional Research  
Tél. +41 44 333 89 17  
E-Mail: [fredy.hasenmaile@credit-suisse.com](mailto:fredy.hasenmaile@credit-suisse.com)

### Contact

Tél. +41 44 333 33 99  
E-Mail: [immobilien.economicresearch@credit-suisse.com](mailto:immobilien.economicresearch@credit-suisse.com)

### Impression

gdz AG, Spindelstrasse 2, 8041 Zürich

### Clôture de rédaction

4 février 2016

### Série de publication

Swiss Issues Immobilien

### Commandes

Directement auprès de votre conseiller, dans toutes les succursales du  
Credit Suisse ou fax +41 44 333 56 79  
Exemplaires au format électronique sur [www.credit-suisse.com/immobilienstudie](http://www.credit-suisse.com/immobilienstudie)  
Commandes internes via MyShop sous n° mat. 1511452  
Abonnements avec publicode ISF (HOST: WR10)

### Visitez notre site Internet

[www.credit-suisse.com/research](http://www.credit-suisse.com/research)

### Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.  
Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés.

## Auteurs

Stephan Boppart  
Denise Fries  
Fredy Hasenmaile  
Fabian Hürzeler  
Philippe Kaufmann  
Monika Lüthi  
Thomas Rieder  
Dr. Fabian Waltert

### Participation

Brice Hoffer

## Sommaire

<b>Synthèse</b>	<b>4</b>
<b>Logements en propriété</b>	<b>6</b>
Demande	6
Offre	9
Résultat du marché	11
Perspectives 2016 pour les logements en propriété	16
<b>Le financement participatif dans l'immobilier: une forme alternative de financement en plein essor</b>	<b>17</b>
<b>Logements locatifs</b>	<b>23</b>
Demande	23
Offre	26
Résultat du marché	27
Perspectives 2016 pour les logements en location	31
<b>La révolution numérique s'empare de la construction</b>	<b>32</b>
<b>Surfaces de bureaux</b>	<b>36</b>
Demande	36
Offre	39
Résultat du marché	41
Les quinze principaux marchés immobiliers de bureaux en bref	43
Les cinq principaux marchés suisses de surfaces de bureaux en détail	43
Zurich	44
Genève	46
Berne	48
Bâle	50
Lausanne	52
Perspectives 2016 pour les surfaces de bureaux	54
<b>Surfaces de vente</b>	<b>55</b>
Demande	55
Offre	58
Résultat du marché	59
Perspectives 2016 pour les surfaces de vente	63
<b>Centres médicaux: l'économie du partage dans la santé</b>	<b>64</b>
<b>Placements immobiliers</b>	<b>67</b>
Placements immobiliers directs	67
Placements immobiliers indirects	72
Perspectives 2016 pour les placements immobiliers	77
<b>Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux</b>	<b>78</b>

## Synthèse

### L'expulsion du paradis

Depuis plus de dix ans, les marchés immobiliers suisses évoluent dans des sphères quasi paradisiaques: prix et loyers en perpétuelle croissance, demande inlassable et taux de vacance bas, le tout motivé par des taux d'intérêt plancher. Depuis quelques années cependant, les signes d'un changement graduel se multiplient. Les temps qui s'annoncent ne sont certes pas trop sombres, mais les fruits des placements ne seront, à l'avenir, plus si faciles à cueillir et les investisseurs immobiliers ne pourront plus attendre que les rendements tombent du ciel. Les taux d'intérêt négatifs ont allumé, l'année dernière, le bouquet final. À l'avenir, il faudra fournir un travail acharné pour arracher au marché de l'immobilier les rendements espérés.

### Logements en propriété Page 6

#### Ralentissement contrôlé

En 2016, les taux d'intérêt bas et une croissance réelle modérée des revenus constituent une situation de départ globalement positive pour la demande de logements en propriété. De plus, les immigrants qui souhaitent s'installer viennent aussi renforcer la demande. À l'inverse, les mesures d'(auto)régulation et les exigences financières plus élevées en découlant freinent toujours fortement l'acquisition de logements en propriété. Nous tablons de ce fait, pour 2016, sur une poursuite du ralentissement sur le marché des logements en propriété, qui devrait se traduire en moyenne par une croissance des prix positive, mais timide, de moins de 1%. La demande se voit toujours plus portée par des personnes qui se trouvent dans la deuxième moitié de leur vie, comme le montre notre représentation démographique. Sous l'influence de la réglementation, elle revient vers un segment de prix bas à moyen. Le segment des prix élevés sera donc une nouvelle fois soumis à rude épreuve en 2016. En revanche, la correction des prix en Suisse romande devrait certes se poursuivre en partant de l'Arc lémanique, mais selon nous sans se renforcer, car les conditions-cadres demeurent encore trop attrayantes. Comme les développeurs de projets ont rapidement réduit leur rythme, aucun déséquilibre majeur n'est apparu, mis à part dans le segment haut de gamme. En bien des endroits, offre et demande ne sont pas si loin l'une de l'autre. Aussi les surfaces vacantes ne devraient-elles progresser que légèrement en 2016. Le véritable test de résistance pour le marché interviendra uniquement quand les taux d'intérêt auront commencé à augmenter significativement et/ou lorsque l'«effet pilule» redimensionnera petit à petit, à partir de 2018 environ, le volume de la demande.

### Complément: le financement participatif dans l'immobilier Page 17

#### Une forme alternative de financement en plein essor

La participation via Internet d'une grande quantité d'investisseurs (crowd) à des projets immobiliers à fort taux de croissance s'est établie aux États-Unis. À Bogotá, Colombie, le plus haut gratte-ciel du pays a été réalisé en recourant à 3800 petits investisseurs. Il y a peu, en Suisse, les premiers essais d'un financement immobilier participatif ont été couronnés de succès. Nous nous penchons sur cette évolution intéressante et faisons la lumière sur les particularités, opportunités et risques de cette forme de placement et de financement immobiliers.

### Logements locatifs Page 23

#### L'offre galope devant la demande

En optant pour des immeubles résidentiels de rendement, les investisseurs obtiennent un rendement direct de 3 points de pourcentage supérieur à celui des emprunts de la Confédération à dix ans. Rien d'étonnant, donc, à ce que les investissements battent leur plein dans la construction de nouveaux logements locatifs. Pour l'heure, même la hausse des surfaces vacantes n'empêche pas les investisseurs de concevoir des projets de logements. Les taux bas et la pénurie de placement qui en découle ne laissent pratiquement aucune alternative. La migration économique ayant nettement baissé, le marché des investisseurs menace de s'écarter encore plus du marché des utilisateurs. Le taux de vacance ainsi que la durée d'insertion des appartements de location augmentent partout, sauf dans les grands centres. Nous partons donc du principe que la hausse des prix en Suisse va en moyenne se tasser presque complètement en 2016. En termes purement mathématiques, l'immigration totale ne devrait certes pas baisser en 2016, mais uniquement parce qu'un nombre croissant de réfugiés viennent compenser la baisse du nombre des immigrants économiques. Les réfugiés ont également besoin d'un logement, mais ils recherchent principalement des appartements très bon marché – c'est-à-dire exactement dans le segment dans lequel le marché locatif surréglementé ne propose qu'une offre limitée dans les centres, si bien que la situation est tendue. Les endroits où le marché dispose d'une marge de manœuvre sont, en revanche, caractérisés par une détente.

### Complément: numérisation dans le secteur de la construction Page 32

#### La révolution numérique s'empare de la construction

Au cours des dernières décennies, les chantiers ainsi que les processus de construction n'ont enregistré aucun changement notable. Dans les prochaines années cependant, la révolution numérique devrait se généraliser dans la construction et bouleverser les processus et structures existants.

Nous présentons, sur la base de quatre thèses, les impacts de la transition vers l'industrie numérique de la construction.

**Surfaces de bureaux**  
**Page 36**

**Une demande en recul exacerbe un marché très disputé**

En dépit de la croissance persistante de l'économie ces dernières années, le marché immobilier de bureaux évolue vers une suroffre. Côté demande, certains acteurs importants en Suisse, comme services financiers, ne sont pas les seuls à devoir composer avec une nouvelle donne structurelle: en effet, c'est tout le secteur tertiaire qui se voit confronté à de nouveaux défis liés à la révolution numérique. La délocalisation de certaines fonctions de support administratives vers les pays à bas salaires (offshoring) est aujourd'hui toujours plus facile et devrait ainsi faire des émules dans les petites et moyennes entreprises en raison de la vigueur du franc, ce qui réduira les besoins en surfaces. La numérisation est cependant aussi source d'opportunités de nouveaux postes de travail, raison pour laquelle les investisseurs malmenés par les taux négatifs ont cessé de freiner leur activité de placement pour la déplacer régionalement vers des marchés avec des taux d'offre faibles. Comme nous tablons sur un essoufflement de la croissance de l'emploi dans les branches de bureau, l'expansion prévue est trop importante pour inverser la tendance des surfaces vacantes. Au contraire même: le déséquilibre entre l'offre et la demande devrait de nouveau s'amplifier alors qu'il avait semblé brièvement se stabiliser. Cela devrait maintenir la pression sur les loyers et intensifier la concurrence.

**Les cinq plus grands marchés de l'immobilier de bureau en détail**  
**Page 43**

**Les cinq principaux marchés de bureaux et leur caractère très spécifique**

Dans notre analyse approfondie des cinq principaux marchés immobiliers, qui constituent 45% de toutes les surfaces de bureaux, nous avons examiné où s'appliquent les différents niveaux de prix, comment évolue le volume des surfaces de bureaux proposées et quels sont les impacts attendus de la réforme de l'imposition des entreprises III.

**Surfaces de vente**  
**Page 55**

**La mutation ne fait que commencer**

Comme si le défi posé par l'explosion du commerce en ligne n'était pas suffisant, la situation du commerce de détail s'est encore dégradée avec l'appréciation du franc et la multiplication des achats à l'étranger. L'activité de planification de surfaces, au plus bas depuis des années, permet de mesurer l'ampleur du problème. Les conditions-cadres devraient cependant quelque peu s'améliorer en 2016 pour le commerce de détail. Nous attendons par conséquent un retour à une croissance nominale faiblement positive du chiffre d'affaires. En raison d'une croissance démographique toujours robuste, les principales impulsions de demande devraient se retrouver chez les détaillants de l'alimentaire/near-food. La situation de la demande en surfaces reste difficile, car le commerce virtuel continue d'enregistrer une croissance dynamique. Celui-ci n'en est encore qu'à un stade de développement précoce, ce qui laisse présager que la mutation structurelle n'en est qu'à ses débuts. La commercialisation des surfaces en dehors des meilleurs sites est ainsi devenue plus compliquée, comme le prouvent un taux d'offre en hausse, des activités de commercialisation plus soutenues, des loyers en baisse et des concessions diverses aux locataires. Forts de ce constat, nous n'attendons aucune modification de la tendance à la hausse des surfaces vacantes. Il n'est pas rare que des concessions aient à être faites dans les conditions de location, ce qui devrait maintenir la pression sur les loyers.

**Complément: immobilier de la santé**  
**Page 64**

**Centres médicaux: l'économie du partage dans la santé**

De l'avis des acteurs du marché immobilier, l'immobilier de la santé fait partie des rares segments qui connaissent toujours de la croissance. Après avoir étudié en détail les hôpitaux et homes médicalisés les années passées, voici venu le tour des centres médicaux.

**Placements immobiliers**  
**Page 67**

**Sous l'emprise des taux d'intérêt négatifs**

Tandis que les placements immobiliers restent les vedettes incontestées sur les marchés des placements, les marchés d'utilisateurs doivent faire face à des défis croissants qui ne peuvent plus être ignorés. Plus la phase de taux bas dure, plus l'environnement de marché devient exigeant. En 2016, les prix des biens immobiliers ne devraient pas profiter à nouveau, dans la même ampleur, des taux d'intérêt négatifs. Fondamentalement, seuls quelques rares moteurs positifs se dessinent donc pour les placements immobiliers indirects suisses, raison pour laquelle le potentiel de rendement ne devrait pas atteindre celui des années précédentes. Nous ne partons cependant pas du principe que l'agio moyen des fonds immobiliers passera, cette année, en dessous de la barre des 20%, car les taux d'intérêt bas rendent extrêmement attrayantes les distributions stables en provenance des véhicules de placement. À notre avis, les placements dans l'immobilier étranger offrent un plus grand potentiel. Nous vous proposons des aides précieuses à la décision pour les questions de couverture des risques de change.

## Logements en propriété

# Ralentissement contrôlé

Le marché des logements en propriété à usage propre a longtemps été le sujet de préoccupation numéro un. En bien des endroits, il était question de déséquilibres et d'apparition de bulles. Depuis, la situation s'est un peu détendue et les oiseaux de mauvais augure se sont un peu apaisés, grâce surtout à l'(auto)régulation. Le marché n'est cependant pas encore sorti d'affaire. Lever l'alerte serait quelque peu téméraire à l'heure actuelle, du moins aussi longtemps que les prix dans les régions à prix élevés ne retrouvent pas un niveau plus durable. L'offre a largement contribué à l'accalmie actuelle en ne réagissant qu'avec un léger temps de retard au recul de la demande. De ce fait, offre et demande sont pour l'essentiel restées en équilibre. Rien donc ne s'oppose à un atterrissage en douceur. Ou presque rien, puisqu'à long terme, pour la propriété du logement, c'est moins la bulle des prix supposée que le vieillissement démographique qui viendra jouer les trouble-fête.

## Demande: la démographie en moteur, la régulation en frein

Depuis plus de quinze ans, le marché des logements en propriété connaît un boom en Suisse. Selon nos estimations, le nombre de propriétaires de logements a augmenté d'environ 300 000 depuis l'an 2000, soit une progression de plus de 26%. Des variations de cette ampleur se traduisent presque automatiquement par une modification de la structure de la propriété et de la demande de logements en propriété. Et cela se vérifie: à l'heure actuelle, l'âge moyen d'un propriétaire est de 57 ans, contre 54 en l'an 2000.

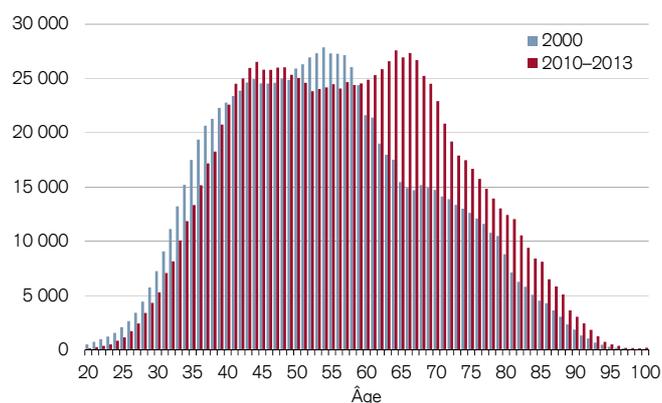
**Le boom de la propriété du logement a modifié la structure de la demande**

**Les propriétaires vieillissent**

Ces dernières années, les évolutions survenues au sein de la société ainsi que le vieillissement démographique ont fortement influencé la structure des propriétaires de logement. Désormais, ceux-ci sont plus vieux qu'il y a encore quelques années (fig. 1). En l'an 2000, la majorité des propriétaires se trouvait dans la classe d'âge des 50 à 58 ans. Hier comme aujourd'hui, l'importante génération des baby-boomers marque de son empreinte à la fois la structure de la population et celle des propriétaires de logements. Aujourd'hui encore, elle est plus souvent que la moyenne propriétaire. Le plus grand nombre de propriétaires de logements se retrouve par conséquent dans la classe d'âge des 59 à 69 ans. Par exemple, une personne de 69 ans a aujourd'hui une probabilité de 54% d'être propriétaire de son logement (fig. 2).

**Fig. 1: Nombre de propriétaires de logement par âge**

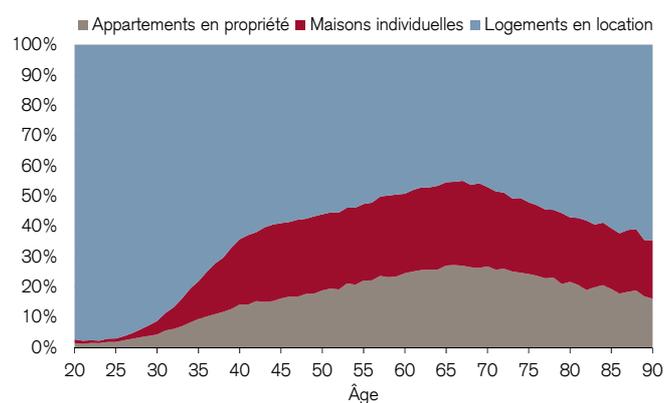
Nombre de ménages propriétaires, par âge de la personne interrogée du ménage



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 2: Préférence de type de logement par âge**

Répartition des types de logements par âge



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Les jeunes deviennent propriétaires plus tard**

La situation est exactement l'inverse pour la population plus jeune. Ainsi, 36% seulement des personnes de 40 ans sont propriétaires de leur logement. Ce pourcentage tombe même à 22% pour celles de 35 ans (fig. 1 et 2). L'acquisition d'un logement en propriété survient désormais plus tard. Divers paramètres expliquent cette évolution. D'abord, les hausses de prix prononcées ont significativement accru depuis l'an 2000 les exigences liées au revenu et à la fortune, lesquelles sont un obstacle de taille, en particulier pour les jeunes ménages. Dans le même temps, les tendances de la société se traduisent actuellement chez les jeunes adultes par une préfé-

rence pour la location, puisque le besoin en flexibilité et en mobilité a fortement augmenté, que ce soit dans la sphère professionnelle ou privée. De plus, la tendance aux ménages composés d'une seule personne se poursuit. La population attend désormais souvent plus longtemps avant de fonder une famille. Enfin, le nombre d'étudiants continue, lui aussi, à progresser, de sorte que toujours plus de jeunes adultes rejoignent la vie professionnelle plus tardivement; partant, ils commencent aussi seulement plus tard à se constituer un patrimoine.

### Les maisons individuelles séduisent les propriétaires entre 33 et 59 ans

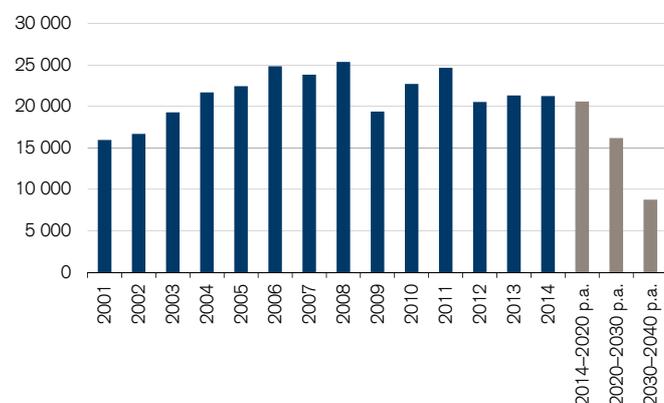
Les différences de préférences entre les groupes d'âge sont visibles non seulement au moment de choisir entre propriété ou location, mais aussi entre maison individuelle et appartement en propriété. Même si l'offre d'appartements en propriété s'est bien étoffée ces dernières années à la faveur d'une activité robuste dans la construction, la maison individuelle reste la forme de propriété la plus fréquente. Dans la classe d'âge des 33 à 59 ans, elle est beaucoup plus représentée que l'appartement en propriété. Cependant, tous les baby-boomers qui ont habité par le passé dans une maison individuelle n'y vivent plus forcément. De fait, à partir de 44 ans, la préférence pour les maisons individuelles cesse pratiquement d'augmenter. Car celles-ci deviennent souvent trop grandes lorsque les enfants quittent le nid. Et l'âge avançant, l'entretien d'une maison coûte de plus en plus d'efforts. La vente de la demeure familiale finit un jour ou l'autre par être évoquée. Mais comme l'envie d'être propriétaire demeure, cette maison est souvent échangée contre un appartement. Ainsi, à partir de la mi-soixantaine, un propriétaire sur deux environ vit dans un appartement en propriété plutôt que dans une maison individuelle (fig. 2).

### À partir de 2020, l'«effet pilule» va faire s'effondrer la demande de logements en propriété

À la lumière des valeurs ci-dessus relatives aux préférences liées à l'âge en termes de propriété du logement, et en y ajoutant des prévisions démographiques détaillées jusqu'en 2040, il est possible d'esquisser l'évolution de la demande de logements en propriété. Comme les années de naissance pertinentes pour le calcul sont déjà derrière nous et que seule l'immigration (qui en nombre pèse moins dans la balance) inclut une composante d'insécurité, la future demande est relativement aisée à estimer. Cette évaluation ne tient toutefois pas compte des niveaux des prix et des taux d'intérêt. À l'heure actuelle, les prix de la propriété s'inscrivent en frein et les intérêts hypothécaires en soutien de la demande de logements en propriété, si bien que la structure qui s'est développée au fil des ans convient en principe bien en tant que base pour la future préférence en matière de propriété du logement et la prévision de la demande à venir. Si les facteurs d'influence que sont les prix et les taux d'intérêt ne changent pas drastiquement, la demande de logements en propriété devrait dans un premier temps se maintenir au niveau des dernières années (23 000 unités) ou ne céder qu'un peu de terrain (fig. 3). Mais dès 2018 déjà, les ventes devraient passer sous le seuil des 20 000 unités et ne plus se reprendre. En raison du vieillissement démographique, il faudra tabler sur une demande supplémentaire toujours plus faible. Entre 2020 et 2030, le nombre de nouveaux propriétaires devrait tomber à 16 000 ménages, et même à 9 000 ménages entre 2030 et 2040.

**Fig. 3: Demande supplémentaire de logements en propriété, 2014–2040**

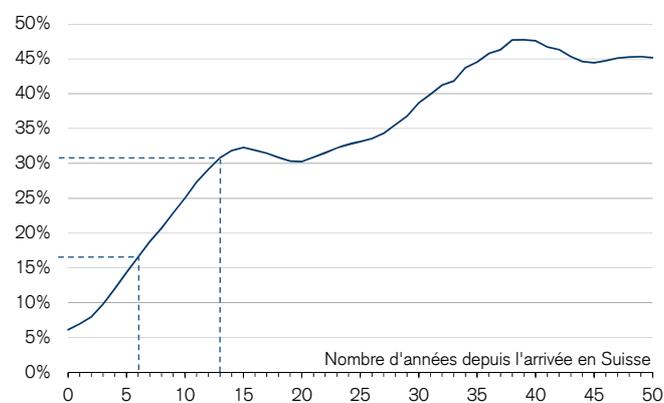
Sur la base des prévisions démographiques du CS et de préférences structurelles en matière de propriété



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

**Fig. 4: Demande de logements en propriété provenant de l'immigration**

Part d'immigrants possédant un logement en propriété, selon la durée de séjour (état: 2013)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### Conséquences: reculs du chiffre d'affaires dans la construction et prix de vente sous pression

À moyen et long terme, la construction et l'immobilier devront ainsi composer avec une demande de logements en propriété nettement plus faible. Cet effet étant dicté par la démographie, il a ainsi une forte chance de se produire. Le recul attendu des commandes dans le segment des nouvelles constructions ne devrait donc être compensé que de manière limitée par la future hausse des rénovations et des constructions de remplacement. En conséquence, des reculs du chiffre d'affaires sont à attendre. Les propriétaires de logements doivent également s'inquiéter de l'évolution que pourraient connaître les prix de vente si la demande supplémentaire de logements en propriété diminuait de moitié par rapport à aujourd'hui.

### Les immigrants deviennent aussi propriétaires – mais avec un certain décalage

La croissance plus ou moins constante des propriétaires de logement attendue ces prochaines années devrait également reposer sur l'immigration robuste depuis 2007. Des personnes arrivées en 2013 en Suisse, 94% (fig. 4) ont opté pour une location, et 6% seulement pour une propriété. Dans la plupart des cas, les nouveaux arrivants s'installent au départ dans les centres, là où ils travaillent également. À mesure que leur séjour en Suisse se poursuit, ils optimisent ensuite leur situation en matière de logement. Et si les conditions financières sont réunies, ils optent alors de préférence pour un logement en propriété. La figure 4 souligne combien la probabilité d'acquérir un logement augmente avec chaque année qui passe depuis l'arrivée en Suisse. Ainsi, une personne arrivée en 2007 sur sol helvétique avait, en 2013, 17% de probabilité d'être propriétaire de son logement. Ce chiffre passe déjà à 31% pour une personne arrivée en l'an 2000.

### L'immigration, source d'impulsions soutenues pour les logements en propriété

Différents facteurs détermineront l'impact de l'effet susmentionné sur la demande. En marge de l'évolution des prix et des taux d'intérêt, le niveau du chômage devrait également jouer un rôle en la matière. En effet, le chômage conditionne fortement la confiance des personnes récemment arrivées quant à une source régulière de revenu, ce qui influence dans un deuxième temps leur décision de faire ou non l'acquisition d'un logement en propriété. La structure de l'immigration exerce elle aussi une influence décisive, puisque le pouvoir d'achat fluctue suivant le pays d'origine des immigrants. Ainsi, le passage de témoin au niveau de l'immigration – les Européens du Sud et de l'Est prenant le relais des Allemands – s'accompagne d'un pouvoir d'achat moins important. De ce fait, la probabilité d'acquisition par des immigrants d'un logement en propriété représentée dans la figure 4 tendrait plutôt à surestimer la demande future. Malgré tout, des impulsions positives sur la propriété du logement sont attendues dans les années à venir grâce à la solide immigration de ces dernières années.

### Demande à court terme dans un contexte tendu entre intérêts bas et admissibilité

### Le niveau de prix et les obstacles de financement freinent la demande

Les intérêts négatifs introduits par la Banque nationale suisse au début 2015 ne se sont répercutés que marginalement sur la demande de logements en propriété. Compte tenu des frais de couverture plus élevés des banques, les taux d'intérêt hypothécaires ont certes légèrement augmenté; en comparaison à long terme, ils continuent toutefois d'évoluer à un niveau très intéressant. La situation ne devrait pas connaître beaucoup de changements en 2016. Par conséquent, de nombreux ménages souhaitent faire l'acquisition d'un logement en propriété dans l'environnement actuel de taux d'intérêt bas. Dans bien des cas cependant, les prix élevés de l'immobilier et les exigences de financement plus strictes motivées par la régulation leur ont mis des bâtons dans les roues, raison pour laquelle la demande de logements en propriété n'a cessé de s'essouffler. Des achats déclenchés par la crainte des taux d'intérêt négatifs se sont bien produits, mais ils ont été loin de pouvoir compenser l'effet de frein de la régulation.

### Pour les ménages moyens, l'admissibilité n'est plus garantie de manière durable

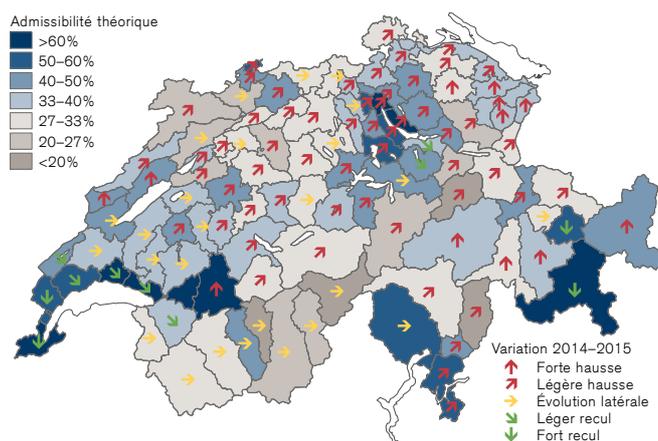
Le calcul de l'admissibilité souligne à quel point les exigences se sont renforcées. Pour un ménage moyen de propriétaires en Suisse, les charges d'intérêts calculées avec un taux d'intérêt de 5% et des frais d'entretien de 1% représentent 38% du revenu net. Selon l'admissibilité calculée durablement, un ménage moyen de propriétaires ne peut donc plus se permettre de faire l'acquisition d'un nouvel objet moyen, puisque la règle d'or du financement, qui stipule qu'il ne faut jamais dépenser plus de 33% du revenu pour le logement, est dans ce cas enfreinte. Ce résultat trouve essentiellement son origine dans les régions à prix élevés autour du lac de Zurich, du lac Léman et du lac de Zoug (fig. 5). Dans la région du Zimmerberg par exemple, l'admissibilité théorique est de 57%. Il est toutefois réjouissant de constater que la situation s'est légèrement améliorée dans certaines régions à prix élevés ou, au moins, qu'elle est restée constante. En dehors de ces régions, l'admissibilité a en revanche continué de se détériorer en bien des endroits en raison d'une hausse soutenue des prix; dans la plupart des cas, elle demeure cependant proche du seuil des 33%.

## Les risques d'admissibilité n'ont cependant pas seulement augmenté

L'évolution structurelle du revenu des ménages est favorable à l'admissibilité à la propriété du logement. En effet, du fait de la progression du taux d'activité chez les femmes, le revenu d'un ménage se compose de plus en plus souvent de deux revenus issus d'une activité lucrative. En l'an 2000, la répartition traditionnelle des rôles (l'homme qui assume une activité professionnelle à 100% et la femme qui ne travaille pas) ne correspondait déjà plus qu'à 28% des situations des couples (fig. 6). Depuis lors, ce modèle a encore perdu du terrain: il ne s'applique plus que dans 18% des cas. Aujourd'hui, dans les modèles les plus courants, les deux partenaires exercent une activité à 100%, ou l'homme travaille à 100% et la femme à un taux partiel de 50% à 89%. Et de ce fait, le revenu des ménages formés par des couples est désormais plus largement étayé et diversifié, ce qui réduit les risques d'admissibilité, notamment en cas de chômage.

**Fig. 5: Admissibilité théorique pour un ménage moyen**

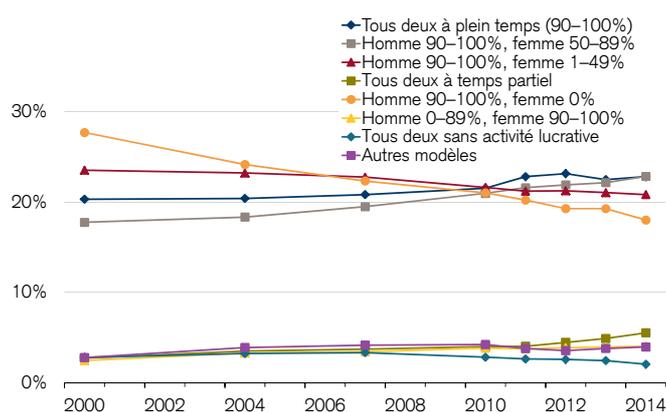
En % du revenu, avec les paramètres suivants: taux d'intérêt de 5%, 1% d'entretien, 80% de nantissement, amortissement aux deux tiers sur quinze ans



Source: Credit Suisse, Geostat

**Fig. 6: Degré d'occupation des couples**

Part des couples en %



Source: Office fédéral de la statistique

## Offre: toujours moins de nouvelles constructions de logements en propriété

### Normalisation de la production de logements en propriété

Le financement de la propriété, thème délicat pour de nombreux ménages, laisse également des traces dans la production. De fait, des quelque 46 000 nouvelles unités de logement attendues cette année, environ 22 500 seulement devraient être des biens en propriété (fig. 7), soit 750 ou 3,3% de moins que l'an dernier. Par rapport à l'augmentation nette totale, la part du segment du logement en propriété a reculé à 49%. Depuis le début des mesures en 2001, jamais encore une valeur (absolue ou relative) si basse n'avait été enregistrée. Par rapport au parc existant, ce chiffre indique une progression tout à fait respectable de 1,1%, même si ce chiffre était encore de 1,7% en 2011. Ainsi, il n'est pas question d'affirmer que pratiquement aucun logement en propriété n'est construit à l'heure actuelle; ce qui se produit en réalité, c'est que la croissance auparavant effrénée se normalise peu à peu sur ce segment.

### Au niveau des nouvelles constructions, les maisons individuelles perdent encore de l'importance

Pour la propriété du logement, le recul attendu de la construction en 2016 s'explique en premier lieu par une production réduite de maisons individuelles. Car comme celles-ci comptent une part plus importante de terrain, elles sont d'ordinaire plus chères que les appartements en propriété, ce qui explique que les conditions plus strictes de financement freinent plus significativement le segment des maisons individuelles. Cette année, la construction de maisons individuelles devrait à nouveau s'inscrire en recul (7,9%); seuls 7400 nouveaux biens environ devraient arriver sur le marché. À l'aune du parc existant, cela ne représente qu'une expansion de 0,5%. En marge de cet effet freinant de la réglementation plus stricte, les composants démographiques auront ici aussi un rôle à jouer. Une maison individuelle correspond de moins en moins aux besoins d'un propriétaire type âgé en moyenne de 57 ans. De fait, un nombre croissant de propriétaires de maisons individuelles envisagent de se défaire de leur bien. Le nombre élevé d'objets existants proposés réduit en conséquence le besoin en nouvelles unités.

### La production d'appartements en propriété devrait se stabiliser à un niveau plus bas

Sur le segment des appartements en propriété, les promoteurs ont tenu compte ces dernières années d'un environnement de marché toujours plus délicat et ont planifié avec plus de prudence. En lieu et place des quelque 20 000 logements en propriété livrés à l'époque du boom de la propriété en 2011, 15 200 unités seulement ont été produites l'an dernier. Grâce notam-

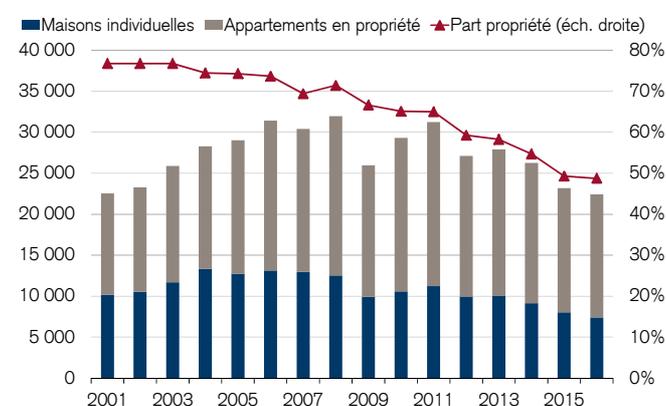
ment à cette retenue du côté de l'offre, la hausse des prix a certes sensiblement perdu en dynamique en raison de la réglementation accrue et de la demande plus faible, mais a continué à évoluer en territoire positif. En 2016, la progression attendue, avec 15 000 appartements en propriété, ne devrait être que marginalement inférieure à celle de 2015 (-0,8%). La production d'appartements en propriété devrait ainsi se stabiliser à un niveau qui, par rapport au parc existant, correspond à un taux d'expansion planifié d'un robuste 2,5%.

### Une production plus faible, surtout dans les régions à prix élevés

Comme la demande en logements en propriété fléchit depuis des années, en particulier dans les régions chères, moins d'objets sont désormais planifiés dans les régions à prix élevés autour du lac Léman, du lac de Zurich et du lac de Zoug. En 2015, 3600 biens en propriété ont fait l'objet d'une autorisation de construire dans les régions à prix élevés (fig. 8). Cela correspond à une nouvelle baisse de 16%. Depuis l'été 2011, la production a cédé 39% au total dans ces régions. Dans les centres hors des régions à prix élevés et les régions de croissance proches des centres (-3,7%) ainsi que dans le reste du Mittelland et le Jura (-3,5%), ces reculs sont pour l'heure contenus.

### Fig. 7: Augmentation nette et part des logements en propriété

Augmentation nette en unités de logement, 2014–2016: estimations/prévisions  
Credit Suisse



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

### Peu de confiance dans l'espace alpin, malgré une sécurité juridique plus affirmée

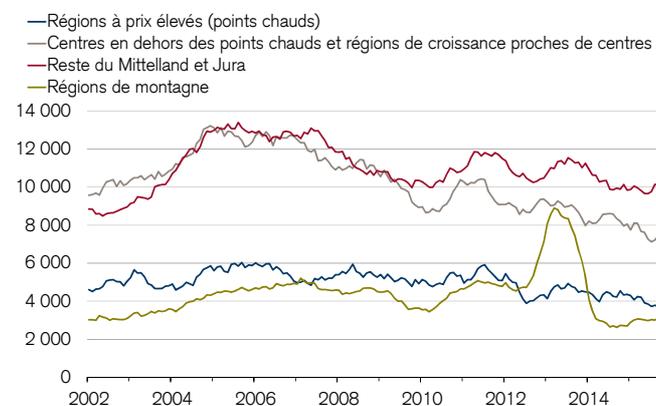
Dans les régions alpines, la construction de logements en propriété semble s'être reprise. Cela dit, une analyse approfondie révèle que la progression en comparaison annuelle est surtout à mettre au crédit de communes valaisannes de plaine non touristiques telles que Sierre ou Sion. Dans les communes concernées par la Loi sur les résidences secondaires, les autorisations de construire ont en revanche encore reculé de 4%, alors qu'elles se trouvaient déjà à un plancher historique. Avec l'introduction de la Loi sur les résidences secondaires début 2016, l'insécurité juridique de ces dernières années peut être en grande partie dissipée. Et par conséquent, les Suisses, au moins, recommenceront de plus en plus à s'intéresser à des résidences secondaires. Les intéressés étrangers quant à eux devraient continuer à être plus timorés en raison de la force du franc. Reste à voir également quelle sera l'ampleur de la demande en résidences secondaires gérées. Un point important dans ce contexte, puisque de tels objets devront à l'avenir faire office d'axe central dans l'activité de construction de résidences secondaires. Compte tenu de toutes ces incertitudes, les développeurs de projets devraient continuer à faire preuve de beaucoup de mesure. Pour 2016, il ne faut donc guère attendre de progression des projets de construction dans les communes concernées. Car il s'agira dans un premier temps de réduire le surplus de résidences secondaires vacantes.

### Différences régionales dans la dynamique de l'activité de construction

La figure 9, qui représente l'activité de construction planifiée pour 2016 sur le segment des logements en propriété pour les 110 régions économiques de Suisse, révèle à quel point le secteur de la construction pâtit dans les régions touristiques de l'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires. À l'exception de la région de Domleschg/Hinterrhein et du canton d'Uri, aucune dynamique ne se dessine dans l'ensemble de l'espace alpin. La fracture croissante entre régions à prix élevés et périphérie est également bien visible, en particulier autour de Zurich et de Zoug. Pour le moment, les projets de logements en propriété se concentrent en Suisse centrale et dans les cantons d'Argovie, de Thurgovie et de Schaffhouse. Dans le canton de Zurich en revanche, l'activité de construction connaît un recul pratiquement généralisé. En

### Fig. 8: Autorisations de construire de logements en propriété

Par agrégats géographiques, nombres d'unités de logement, somme mobile sur douze mois

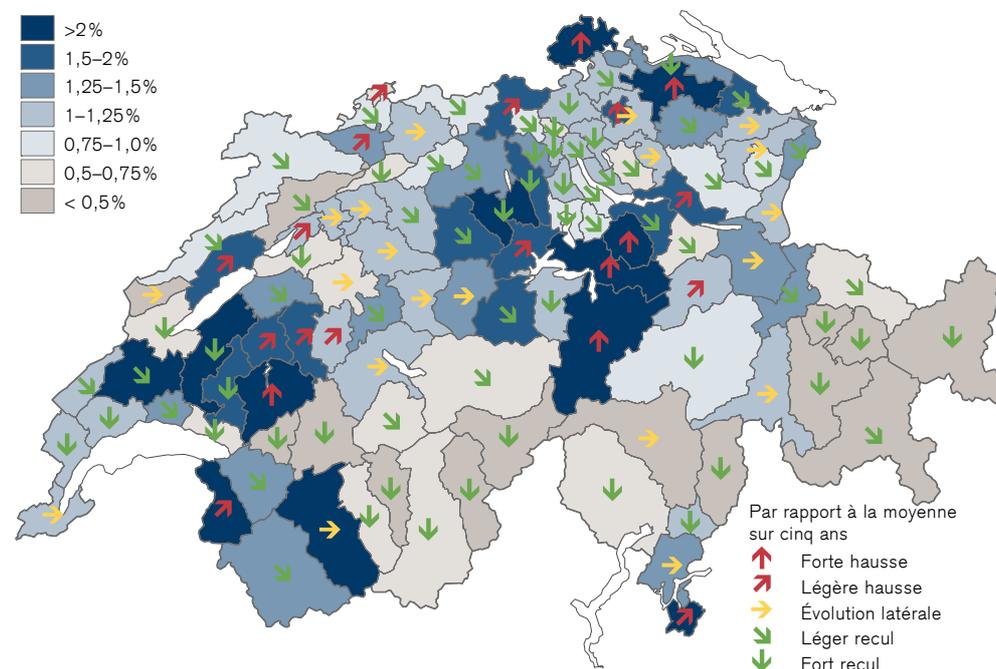


Source: Baublatt, Credit Suisse

Suisse romande, l'activité de construction se retrouve principalement dans le canton de Fribourg, l'arrière-pays vaudois et le Bas-Valais.

### Fig. 9: Extension prévue des logements en propriété

En % du parc de logements en propriété et en comparaison avec la moyenne sur cinq ans (flèche)



## Résultat du marché: poursuite de l'accalmie sur le marché

### Offre et demande ne sont pas si loin l'une de l'autre

Si la demande de logements en propriété est en recul depuis 2012 en raison de la réglementation plus stricte, aucun déséquilibre plus marqué ne s'est dessiné jusqu'ici entre offre et demande, grâce à la réaction opportune du côté de l'offre, qui a su freiner la production (comme nous l'avons vu plus haut). Cependant, la situation désormais plus délicate en matière de commercialisation laisse des traces, sous forme par exemple d'un taux de l'offre d'appartements en propriété en hausse à 4,5% du parc existant (fig. 10). À la fin 2015, plus de 23 000 appartements en propriété étaient inscrits sur les différents portails en ligne. Un peu avant l'introduction des mesures d'autorégulation à l'été 2012, ce chiffre n'atteignait pas 20 000 unités. Et à l'aune du parc de biens existants, le taux d'offre était d'à peine 3,6%.

### Durée d'insertion en hausse pour les appartements en propriété et les maisons individuelles

Concernant les maisons individuelles en revanche, aucune hausse du nombre de biens existants publiés n'est encore à signaler. Et si le taux de l'offre a provisoirement augmenté, il a retrouvé depuis son niveau conforme à la moyenne à long terme de 2,0%. Cependant, une durée d'insertion en hausse sur les plates-formes en ligne est la preuve que la situation sur le marché s'est compliquée pour les fournisseurs de logements en propriété (fig. 10). Ce constat vaut à la fois pour les maisons individuelles et les appartements en propriété. En moyenne, jusqu'à ce que les biens annoncés soient vendus, il faut compter une durée d'insertion de 67 jours pour les maisons individuelles et de 73 jours pour les appartements en propriété. Suivant le site et le bien, les durées d'insertion individuelles peuvent toutefois grandement s'écarter de ces valeurs moyennes. La moitié des offres d'appartements en propriété figurant dans la moyenne affiche par exemple une durée d'insertion oscillant entre 24 et 143 jours. L'autre moitié quant à elle a besoin de plus ou de moins de temps. Une hausse de la durée d'insertion s'observe sur les deux segments en dépit d'une durée d'inscription qui tend à diminuer depuis le début des mesures; ce phénomène indique relativement clairement que la commercialisation est devenue plus compliquée pour les logements en propriété.

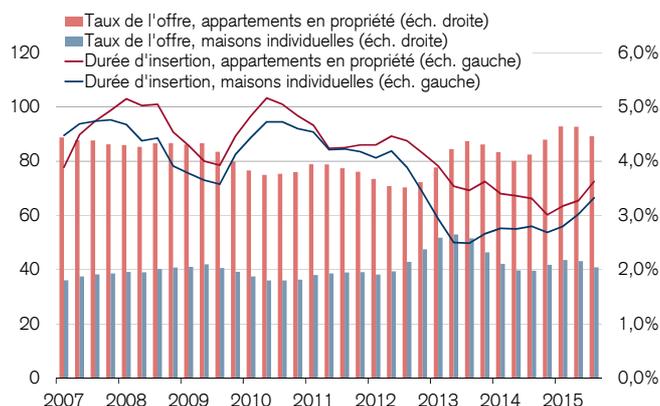
### Faible durée d'insertion autour de Zurich

Les efforts de commercialisation – mesurés à la durée d'insertion – sont parfois très différents suivant les régions (fig. 11). Même si le marché de la propriété dans l'agglomération zurichoise s'est quelque peu refroidi, il reste celui où les biens trouvent le plus rapidement preneur. Dans la région Oberland-West, par exemple, il faut en moyenne 47 jours pour qu'un logement en propriété disparaisse du marché. Pourtant, même à Zurich, le temps n'est pas au beau fixe sur

l'ensemble du marché. Un principe se vérifie: plus le prix est élevé, plus la commercialisation prendra du temps. Ainsi, pour les logements en propriété à partir d'une classe de prix de 17 500 CHF/m<sup>2</sup>, la durée moyenne de commercialisation est actuellement de 106 jours. Les régions qui affichent des prix de la propriété modérés peuvent tirer parti de la situation. Sur ces emplacements, les offres trouvent plus rapidement preneur, ce qui se traduit par des durées d'insertion moins longues – comme dans le Weinland zurichois, la région de Willisau ou le Seeland bernois. Aux endroits où l'activité de construction a été trop intense, la situation est cependant bien différente.

**Fig. 10: Taux de l'offre et durée d'insertion**

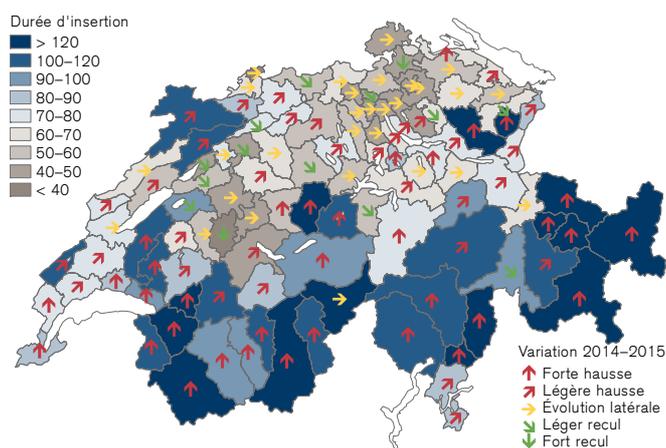
Pour les objets existants, taux de l'offre en %; durée d'insertion en nombre de jours



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Fig. 11: Durée d'insertion des logements en propriété**

Pour les objets existants, en nombre de jours, par région



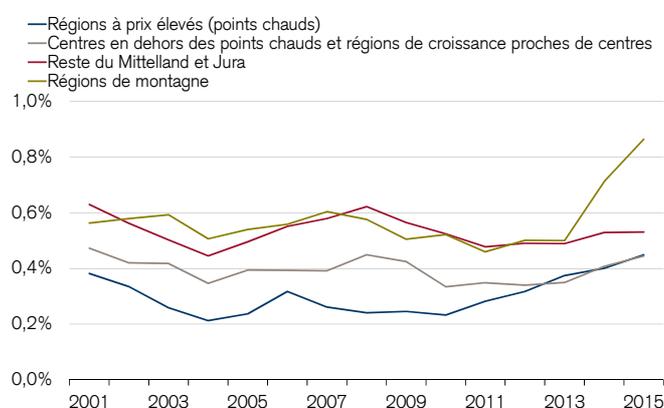
Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

## Ventes difficiles dans les régions touristiques

Dans pratiquement toute la Suisse romande, la hausse de la durée d'insertion est le signe d'une retenue plus marquée du côté de la demande. Dans le canton de Genève, la durée moyenne d'insertion a augmenté à 82 jours – soit bien au-dessus de la moyenne à long terme de 67 jours. La situation est encore plus compliquée pour les distributeurs des régions touristiques. En raison des incertitudes levées par la Loi sur les résidences secondaires et de la force du franc, la vente de résidences secondaires, et même d'objets existants sans restriction d'utilisation, prend désormais beaucoup plus de temps qu'auparavant. Le marché des résidences secondaires est trop approvisionné, car de nombreux propriétaires de terrains se sont empressés de bâtir sur ceux-ci avant la mise en œuvre de la Loi sur les résidences secondaires, sans tenir compte des futures chances d'écouler les résidences secondaires ainsi construites.

**Fig. 12: Taux de vacance des logements en propriété**

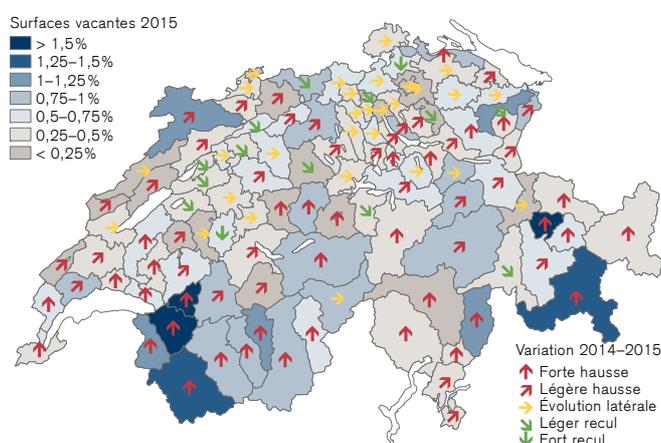
En % du parc de logements en propriété



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

**Fig. 13: Taux de vacance des logements en propriété, par région**

En % du parc de logements en propriété



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

## Hausse modérée des surfaces vacantes, à l'exception des régions de montagne

Un regard sur les surfaces vacantes finit de brosser le portrait de la situation de marché actuelle. En dépit de valeurs généralement plus importantes, les surfaces vacantes n'évoluent pas encore à un niveau préoccupant. Dans les régions à prix élevés, la part des biens vacants encore en deçà de 0,5% continue d'augmenter (fig. 12). Les surfaces vacantes n'ont que peu évolué dans

les régions plutôt loin des centres (reste du Mittelland et Jura), qui ont gagné en attrait en raison de prix plus abordables. Dans les régions de montagne en revanche, les surfaces vacantes continuent de progresser (fig. 13). Par conséquent, l'offre excédentaire en résidences secondaires ne devrait s'estomper que lentement.

### 2016: nouvelle légère hausse des surfaces vacantes

Grâce à l'activité de construction toujours en recul, la demande en retrait n'entraînera pas non plus cette année de remous sur le marché des logements en propriété. Certes, nous attendons aussi pour 2016 des surfaces vacantes en légère hausse pour les appartements en propriété et les maisons individuelles, mais cette progression devrait demeurer au niveau des valeurs de 2015. La demande de logements en propriété devrait toujours se concentrer sur les régions bien accessibles, dont les niveaux de prix passent encore pour modérés. En conséquence, il ne faut guère attendre dans ce cas de figure une hausse des surfaces vacantes. À l'inverse, la vente de logements en propriété dans les régions à prix élevés et, en particulier, sur le segment de prix élevé, devrait rester timide.

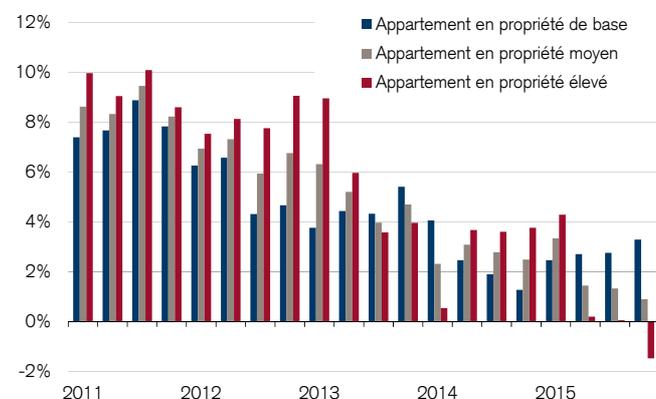
### La croissance des prix poursuit son recul

### Une croissance des prix morose pour les appartements en propriété

Ces dernières années, comme souhaité, la demande limitée de logements en propriété a ralenti la hausse des prix. Celle-ci a encore cédé du terrain l'an dernier. Elle atteint désormais 1,3%. La dynamique des prix s'établit ainsi clairement en dessous de la croissance annuelle moyenne de 3,7% depuis l'an 2000, mais diffère néanmoins suivant les segments et les classes de prix. Les prix des appartements en propriété sur le segment des prix moyens n'ont progressé que de 0,9% (fig. 14). C'est la première fois depuis 2003 que le taux de croissance est si bas. Sur le segment des prix élevés, les appartements en propriété ont même affiché une baisse de prix. En revanche, le segment de base, où l'admissibilité représente un problème moins épineux, présente encore un résultat de +3,3%.

**Fig. 14: Croissance des prix des appartements en propriété**

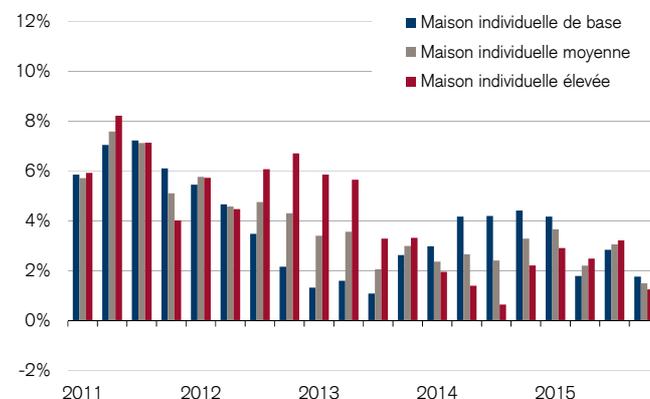
Taux de croissance annuels



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

**Fig. 15: Croissance des prix des maisons individuelles**

Taux de croissance annuels



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

### Une dynamique des prix plus soutenue pour les maisons individuelles

La situation est différente pour les maisons individuelles, qui affichaient encore une hausse de 1,5% (biens moyens) et de 1,3% pour les objets élevés (fig. 15). Par rapport aux années record 2011 ou 2013, la dynamique s'est également nettement contractée. Comme la maison individuelle domine dans les régions périurbaines et rurales (là où la demande s'est déplacée), aucun signe ici de la même détente sur les prix que celle affichée par les appartements en propriété.

### Correction des prix généralisée dans de grandes parties de la Suisse romande

À quelques exceptions près, les reculs des prix ne s'observent jusqu'ici qu'en Suisse romande. Depuis l'Arc lémanique, où la correction est en cours depuis plusieurs trimestres déjà, la croissance des prix négative s'est propagée aux parties voisines de Suisse romande. L'Arc lémanique a affiché l'an dernier un fléchissement de plus de 3% (fig. 16). Cela vaut aussi pour certaines régions du canton de Fribourg. Les baisses de prix sont un peu moins marquées dans l'arrière-pays vaudois, le Chablais et le Bas-Valais. C'est le canton de Genève qui a dû encaisser l'inflexion de prix totale la plus conséquente jusqu'ici, avec -7,5% depuis le deuxième trimestre 2013. Il s'agit de la seule région qui, à notre avis, est confrontée à une bulle des prix depuis l'automne 2010. De l'air s'échappe à présent à petites doses de cette bulle, ce qui est réjouissant d'un point de vue des risques.

### Suisse alémanique: hausses des prix considérables surtout en dehors des régions proches des centres

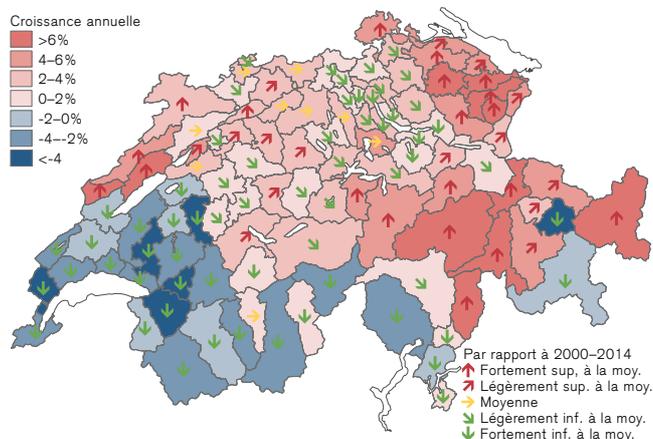
La situation est en revanche très différente en Suisse alémanique. Contrairement à ce qui se passe en Suisse romande, des effets de rattrapage dans les régions périphériques et des déplacements hors de l'agglomération de Zurich engendrent encore des hausses des prix parfois significatives dans les cantons de Zoug, de Schaffhouse, de St-Gall et de Thurgovie. Ici, l'augmentation est toujours supérieure à la moyenne à long terme et atteint souvent des valeurs de plus de 4% (fig. 16). Cela étant, comme l'activité de construction demeure soutenue dans nombre de ces régions, il faudra tôt ou tard composer ici aussi avec un essoufflement de la dynamique des prix.

### 2016: poursuite du tassement de la dynamique des prix

Grâce à une évolution presque en cadence de l'offre et de la demande, la tendance actuelle des prix ne devrait guère se modifier en 2016. Pour cette année, nous attendons une nouvelle fois un recul de la dynamique des prix et une augmentation de tout juste 1% en moyenne suisse. Dans les régions à prix élevés, seules de faibles hausses seront à observer. Dans la région lémanique, il faudra continuer à tabler avec des prix en recul. En 2016, une nouvelle fois, c'est en dehors des régions à prix élevés que l'augmentation des prix devrait être la plus prononcée.

**Fig. 16: Croissance des prix des logements en propriété**

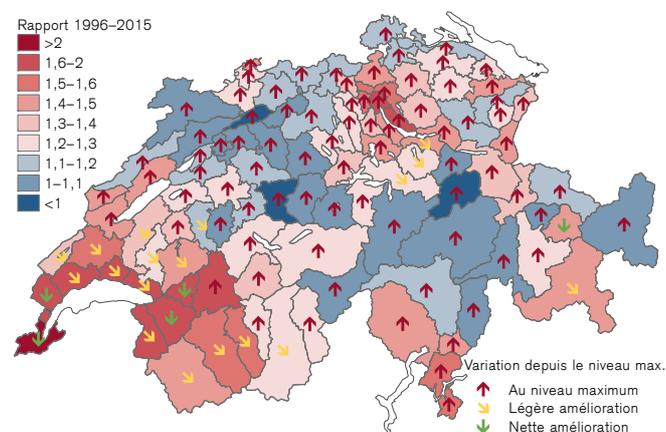
Taux de croissance annuels des appartements en propriété et maisons individuelles, en %



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse, Geostat

**Fig. 17: Évolution régionale des prix de la propriété**

Évolution des prix de la propriété (appartements/maisons individuelles) par rapport à l'évolution des revenus



Source: Credit Suisse, Geostat

### Les déséquilibres demeurent élevés...

La dynamique des prix en recul et, en particulier, les baisses de prix dans l'Arc lémanique, ont réduit le risque d'une prochaine bulle des prix immobiliers. Les déséquilibres demeurent dans les régions à prix élevés, où le niveau de prix s'est trop fortement désolidarisé de l'évolution des revenus, si bien qu'il ne nous semble plus durable (fig. 17). Certes, les disparités entre niveau de prix et hauteur des revenus s'expliquent pour l'heure fondamentalement par les taux d'intérêt peu élevés et les autres facteurs d'influence, ce qui ne serait pas le cas au terme du cycle actuel des taux d'intérêt.

### ... mais reculent surtout en Suisse romande

Il est définitivement trop tôt pour lever l'alerte. Mais, point positif, les déséquilibres se sont réduits dans de grandes parties de la Suisse romande. L'accalmie sur le marché devra toutefois encore perdurer pendant plusieurs d'années avant que nous ne puissions qualifier le niveau de prix dans les différentes régions de justifié à long terme. La situation est néanmoins différente en dehors des régions à prix élevés, où les déséquilibres, même infimes, ne sont pas encore d'actualité. Toutefois, si la croissance des prix devait se maintenir dans ces régions, des risques de surchauffe feraient également tôt ou tard leur apparition.

### Peu de dangers de crash en dépit de niveaux des prix souvent non durables

Depuis des années, la liste de contrôle reproduite dans la figure 18 nous sert de base pour évaluer la possible présence d'une bulle des prix de l'immobilier et l'éventuelle menace d'un crash de l'immobilier sur le marché des logements en propriété. Dans l'état actuel des choses, trois facteurs indiquent qu'un crash est très improbable. Premièrement, aucune tendance démesurée à l'endettement ne s'observe. Dans l'intervalle, la croissance du volume hypothécaire a fléchi à moins de 3,3%, bien loin de la moyenne historique de 5,6%. Deuxièmement, aucune production exagérée susceptible de mettre démesurément sous pression le niveau de prix n'est à redouter. Et troisièmement, l'examen du crédit en Suisse repose sur une base stable de 3 piliers, encore consolidée ces dernières années par des mesures d'autorégulation.

## Examen du crédit sur une base stable de 3 piliers...

### ... progressiste en comparaison internationale

Aux critères déjà bien connus de longue date de nantissement et d'admissibilité s'est ajoutée à l'automne 2014 l'obligation générale du principe de la valeur la plus basse: les instituts de crédit sont tenus de prendre en compte à titre de valeur vénale d'un bien immobilier la valeur la plus basse du prix d'achat et de la valeur durable déterminée par un expert. Cette réglementation contrarie les augmentations de prix, puisqu'une éventuelle différence entre le prix d'achat le plus élevé et la valeur d'expert la plus basse doit être entièrement financée par des fonds propres durs, ce qui rend l'immeuble moins abordable pour un large éventail d'acheteurs. Comme le principe de la valeur la plus basse, auquel recourent notamment et depuis longtemps déjà les grandes banques, est appliqué partout depuis peu, il a contribué à l'accalmie sur le marché. Son introduction rapproche à nouveau les prix d'achat récemment payés des valeurs durables.

Sur le plan international, ce modèle suisse des 3 piliers passe pour être très progressiste. Certes, de nombreux pays connaissent également des limites de nantissement limitant le montant du crédit par rapport à la valeur vénale du bien immobilier (LTV), mais l'admissibilité de la charge hypothécaire à l'aune du revenu (LTI) n'est vérifiée que dans quelques pays (p. ex. Norvège, Chypre, Estonie, Hongrie, Lituanie, Pologne, Roumanie).<sup>1</sup> Des tests sont effectués en Irlande, à Chypre, au Portugal, en Roumanie, en Slovaquie et en Grande-Bretagne afin de déterminer si l'admissibilité peut également être respectée en cas de scénarios défavorables, comme c'est le cas en Suisse avec l'admissibilité théorique. Enfin, certains pays disposent d'une limite supérieure du nantissement par rapport au revenu annuel (Irlande, Pologne, Grande-Bretagne), ce qui n'est pas pratiqué en Suisse. Le principe de la valeur la plus basse n'existe par contre pratiquement pas sous cette forme à l'étranger.

**Fig. 18: Critères d'une bulle immobilière**

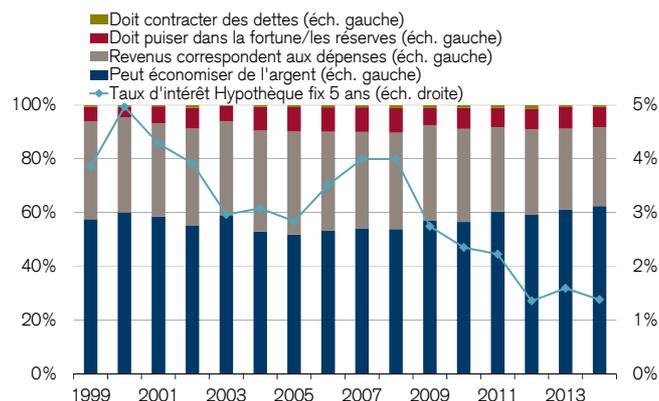
État: quatrième trimestre 2015

- ✓ 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/démessurée 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 la construction excédentaires et surenchère de l'offre

Source: Credit Suisse

**Fig. 19: Bilan des revenus des propriétaires**

Bilan des revenus, parts en %; intérêt hypothécaire en %



Source: Swiss Household Panel, Credit Suisse

## Aujourd'hui, les propriétaires épargnent davantage

À titre de facteur réduisant les risques, soulignons enfin que les taux d'intérêt hypothécaires bas depuis des années ont permis aux propriétaires de logement de faire augmenter leurs économies. En principe, ils devraient être en mesure de le faire, puisque selon les directives sur l'admissibilité, un taux d'intérêt compris entre 4,5% et 5% doit aussi pouvoir être financé sans problème par des ménages de propriétaires. Reste à savoir si les ménages conservent les charges d'intérêts ainsi économisées ou s'ils les injectent dans la consommation. Une analyse des données du Panel suisse de ménages donne en la matière des éclaircissements intéressants (fig. 19). En 2008, la part des propriétaires qui parvenaient à mettre de l'argent de côté à la fin de l'année s'établissait à 54%. Depuis, ce pourcentage est passé à 62%. Rien ne transparaît sur les montants précis économisés, mais il est permis de supposer qu'ils sont désormais plus élevés. D'autant que, dans plus de 80% des cas, les ménages optent aujourd'hui pour des hypothèques à taux fixe. Ils sont ainsi nettement moins concernés par les risques de taux d'intérêt que dans les années 1990, lorsque l'acquisition de la propriété était encore financée en grande partie par des hypothèques à taux variable.

<sup>1</sup> Cf. European Systemic Risk Board (2015): «A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR».

## Un ralentissement tout en contrôle

# Perspectives 2016 pour les logements en propriété

En 2016, les taux d'intérêt bas et une croissance réelle modérée des revenus constituent une situation de départ globalement positive pour la demande de logements en propriété. En outre, la solide immigration de ces dernières années vient également soutenir, avec un peu de retard, la demande. À l'inverse, les mesures d'(auto)régulation et les exigences financières plus élevées en découlant freinent toujours fortement l'acquisition de logements en propriété. Nous tablons de ce fait sur une poursuite du ralentissement sur le marché des logements en propriété, qui devrait se traduire pour l'ensemble de la Suisse par une croissance positive, mais timide, des prix de moins de 1% en 2016. La demande continuera de se déplacer en direction du segment des prix inférieur à moyen. Le segment des prix élevés sera donc une nouvelle fois soumis à rude épreuve en 2016. Il devrait connaître des reculs de prix persistants. Sur le plan géographique, les prix devraient essentiellement augmenter dans les régions qui n'affichent pas encore pour l'heure un niveau de prix excessif. En revanche, la correction des prix en Suisse romande devrait s'étendre en partant de l'Arc lémanique. Cela étant, nous n'attendons pas une accentuation de cette correction, dans la mesure où les conditions-cadres sont globalement trop attrayantes pour ce faire. La demande supplémentaire plus faible et les déplacements géographiques de la demande avaient dans l'ensemble été anticipés par les développeurs de projets, de sorte qu'à l'exception du segment des prix élevés, aucun déséquilibre majeur n'est apparu. En bien des endroits, offre et demande ne sont pas si loin l'une de l'autre. Aussi les surfaces vacantes ne devraient-elles progresser que légèrement en 2016, comme l'an dernier déjà. Cependant, le marché tend à lentement passer d'un marché de vendeurs à un marché d'acheteurs. Ce phénomène s'observera par des efforts de commercialisation encore plus marqués et par un taux d'offre toujours légèrement en hausse. Jusqu'à ce que les déséquilibres entre évolution des prix de l'immobilier et évolution des revenus soient ramenés à un niveau gérable à long terme, le ralentissement actuel du marché devra se poursuivre durant quelques années encore. Pour le marché, la période à compter de 2018 environ pourrait faire office de test, si la demande de logements en propriété venait à fortement fléchir pour des raisons démographiques («effet pilule»).

## Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<p><i>Niveau des taux hypothécaires:</i> sur l'ensemble de 2016, les taux d'intérêt des hypothèques Libor se maintiendront à leurs planchers absolus. En revanche, l'évolution du taux d'intérêt des hypothèques à taux fixe restera très volatile, comme en 2015, et dépendra grandement des incertitudes ambiantes. Nous attendons une tendance à une légère hausse pour les échéances moyennes et longues.</p>	<p>→ Hypothèque Libor →/↗ Hypothèque à taux fixe</p>	<p>→ Hypothèque Libor →/↗ Hypothèque à taux fixe</p>
<p><i>Réglementation:</i> en 2016, les mesures d'(auto)régulation se traduiront à nouveau par une demande plus timide de logements en propriété. Le ralentissement du marché déjà observé rend peu probable l'introduction de mesures supplémentaires sur le segment des logements en propriété.</p>		
<p><i>Évolution démographique:</i> l'immigration importante des dernières années exerce une influence positive sur la demande de logement en propriété. En 2016 toutefois, la dynamique de l'immigration devrait continuer de s'essouffler, surtout en ce qui concerne les nouveaux arrivants dotés d'un solide pouvoir d'achat. Par conséquent, dans les années à venir, l'évolution démographique devrait toujours plus peser sur la demande de logements en propriété.</p>	<p>↘</p>	<p>↘</p>
<p><b>Offre</b></p> <p><i>Augmentation nette des logements en propriété en 2016:</i> avec une production de nouvelles constructions atteignant quelque 15 000 appartements en propriété et 7400 maisons individuelles, l'activité de construction sur le segment des logements en propriété touchera un nouveau plancher en 2016. L'activité de construction continue à se déplacer, passant des régions à prix élevés à d'autres où le niveau des prix est encore durable.</p> <p><i>Évolution prévue à moyen terme:</i> les demandes actuelles de permis de construire indiquent que l'activité de construction sur le segment des logements en propriété cédera une nouvelle fois du terrain en 2017.</p>	<p>↘  ↘</p>	<p>↘  ↘</p>
<p><b>Résultat du marché</b></p> <p><i>Taux de vacance:</i> en 2016, le taux de vacance des logements en propriété devrait encore légèrement augmenter. Dans les régions à prix élevés et celles mal desservies, les débouchés devraient rester compliqués.</p> <p><i>Prix:</i> la dynamique des prix devrait continuer de s'essouffler. En moyenne, nous attendons pour l'ensemble des segments une progression juste en deçà de 1%. C'est en dehors des régions à prix élevés que la croissance devrait être la plus soutenue. En revanche, l'Arc lémanique et de nombreux emplacements du segment des prix élevés devront composer avec des prix en léger recul.</p> <p><i>Durabilité de l'évolution des prix:</i> dans les régions à prix élevés au bord du Léman, les déséquilibres se sont un peu estompés, tout en demeurant à des niveaux très élevés. Autour de Zurich et en dehors des régions à prix élevés, ces déséquilibres se sont dans le même temps encore légèrement amplifiés. Aussi est-il encore trop tôt pour lever l'alerte.</p>	<p>↗  ↗  →</p>	<p>↗  ↗  →</p>

Source: Credit Suisse

## Complément: le financement participatif dans l'immobilier

# Une forme alternative de financement en plein essor

Un gratte-ciel culminant à 240 mètres financé par plusieurs milliers de petits investisseurs: si ce projet semble gigantesque au premier abord, il est depuis longtemps réalité grâce au financement participatif de biens immobiliers. De fait, la majeure partie du BD Bacatá, le plus haut building de Colombie, n'a pas été financée par des banques ni des investisseurs institutionnels, mais par plus de 3800 petits investisseurs. Par le biais d'une plate-forme de financement participatif – ou crowdfunding – qui proposait à quantité d'utilisateurs d'Internet («crowd») de financer («funding») ce projet, 170 mio. USD ont pu être collectés pour la réalisation de ce projet d'envergure. Le BD Bacatá est le tout premier gratte-ciel qui voit le jour grâce au crowdfunding, et l'un des nombreux projets immobiliers financés de cette manière à travers le monde.

### Le phénomène n'est pas nouveau

Le financement participatif n'est pas un nouveau phénomène. Pour preuve, c'est par exemple grâce aux contributions de nombreux donateurs que le socle de la Statue de la Liberté à New York a pu être édifié. Et si ces contributions ne dépassaient parfois pas le dollar, le grand public avait ainsi eu la possibilité de mener à bien un projet pour lequel le gouvernement n'avait pas de budget après le krach boursier de 1873. C'est d'ailleurs également une impasse financière qui est à l'origine du financement participatif immobilier en 2008: du fait de la crise financière mondiale, les banques octroyaient alors toujours moins de crédits. Il a cependant fallu attendre 2012 et la mise en place de conditions-cadres juridiques par la loi JOBS Act aux États-Unis pour que cette tendance ait réellement le vent en poupe. Dès lors, des plates-formes de ce type n'ont cessé de voir le jour.

### Un essor dans le monde entier

À la fin 2015, les États-Unis comptaient environ 152 plates-formes immobilières de financement participatif, ce qui fait du pays le leader mondial incontesté en la matière. Le volume des transactions (environ 1 mrd USD pour la seule année 2014) était, lui aussi, le plus élevé, et de loin. En 2015, ce chiffre devrait avoir plus que doublé. Et désormais, le financement participatif dans l'immobilier n'est plus cantonné qu'aux seuls États-Unis. En Grande-Bretagne, au moins seize plates-formes se sont spécialisées dans l'immobilier. L'Asie, l'Afrique et l'Océanie comptent chacune sept plates-formes et le Proche-Orient quatre. Le financement participatif de biens immobiliers a également fait son apparition dans les régions germanophones. En Allemagne, au moins deux plates-formes sont actives à l'heure actuelle, contre une seule en Suisse. Ces deux pays, qui comptent bien moins de plates-formes que les États-Unis, affichent logiquement un volume de transactions nettement inférieur.

### Ne pas confondre crowdlending (fonds étrangers) et crowdinvesting (fonds propres)

Fondamentalement, le financement participatif (crowdfunding) se subdivise en deux catégories pertinentes pour l'immobilier: le crowdlending et le crowdinvesting. Dans le crowdlending, les investisseurs mettent à disposition des fonds étrangers – d'ordinaire, pour le financement d'un projet immobilier – et reçoivent en contrepartie des paiements d'intérêts. Cette catégorie comprend également les prêts subordonnés (capital mezzanine) et les hypothèques, pour autant que les crédits soient garantis par des gages immobiliers. Dans le crowdinvesting en revanche, des fonds propres sont mis à disposition, essentiellement pour l'acquisition d'un immeuble de rendement. Dans ce cas de figure, la contrepartie s'effectuera par des recettes de loyers ou des dividendes réguliers, si le financement est organisé sous forme de société.

### Des modèles de plates-formes différents suivant les pays

La figure 20 résume les caractéristiques les plus fréquentes observées sur un échantillon de plates-formes. Elle souligne à quel point les modèles commerciaux sont différents suivant les pays. Aux États-Unis, c'est le crowdlending qui joue le premier rôle. Les opportunités d'investissement sont, la plupart du temps, limitées aux investisseurs accrédités, lesquels disposent par définition d'au moins 200 000 USD de revenus ou d'une fortune supérieure à 1 mio. USD. En raison de l'environnement réglementaire, il n'est pour l'heure financièrement pas intéressant, pour les plates-formes, de proposer également les immeubles à des investisseurs non accrédités. Ce constat pourrait cependant évoluer dès que le Title III du JOBS Act entrera en vigueur. Celui-ci permettra en effet aux promoteurs d'accepter, sans exigence réglementaire supplémentaire, certaines quantités de fonds par an et par projet, et notamment en provenance d'investisseurs non accrédités. Soulignons par ailleurs que le montant total ainsi collecté ne pourra excéder 1 mio. USD. En Grande-Bretagne, crowdlending et crowdinvesting sont tous deux très répandus. Les biens publiés sont souvent des maisons individuelles ou des

appartements vacants qui sont rénovés, puis à nouveau loués avec le soutien financier de la communauté d'investisseurs. En Allemagne, des projets de nouvelles constructions d'immeubles plurifamiliaux ou commerciaux sont au premier plan. Les promoteurs se procurent des fonds similaires à du capital propre (tels le capital mezzanine) pour venir compléter leur financement bancaire. De cette façon, plusieurs projets peuvent être réalisés en même temps, puisque chaque projet requiert moins de fonds propres. En Suisse, jusqu'ici, seulement deux immeubles ont été financés avec succès par le biais d'une plate-forme de financement participatif. Et de ce fait, il est encore trop tôt pour formuler des affirmations catégoriques en la matière. Ces deux projets étaient celui d'un immeuble plurifamilial récemment rénové et d'un immeuble neuf. Les investisseurs deviennent copropriétaires de l'immeuble et figurent, à ce titre, dans le registre foncier. Comme en Suisse, le crowdfunding est également le mieux placé en Suède. Mais dans le pays scandinave, les investisseurs ne sont impliqués qu'indirectement dans l'immeuble, par l'entremise d'une société; dans la plupart des cas, ils n'ont aucun droit de codécision.

**Fig. 20: Plates-formes de financement participatif spécialisées dans l'immobilier**

Aperçu des caractéristiques principales d'une sélection de plates-formes de financement participatif dans l'immobilier, divers pays

Pays	Type de financement	Structure du capital	Type de projet	Profil des investisseurs	Investissement min.	Durée	Revenu
États-Unis	Capital étranger, capital mezzanine, fonds propres	Prêt ou parts sociales dans une entité ad hoc	Nouvelle construction; immeubles commerciaux	Généralement limité aux investisseurs accrédités	100–100 000 CHF	1 mois – 10 ans	Paiements d'intérêts trimestriels ou mensuels
Grande-Bretagne	Capital étranger et fonds propres	Prêt ou parts sociales dans une entité ad hoc	Transformation; maisons individuelles et appartements	Généralement limité aux investisseurs accrédités	150–1500 CHF	1 mois – 5 ans	Paiements d'intérêts mensuels (fixes ou variables)
Allemagne	Capital mezzanine	Prêt au promoteur ou société	Nouvelle construction; immeubles plurifamiliaux ou commerciaux	Aucune limitation	270–540 CHF	1–5 ans	Paiements d'intérêts annuels ou à l'échéance
Suisse	Fonds propres	Copropriété de l'immeuble	Bien existant; immeubles plurifamiliaux	Aucune limitation	25 000 CHF	5 ans	Recettes de loyers
Suède	Fonds propres	Actions (privilegiées) dans une société	Nouvelle construction; immeubles plurifamiliaux et commerciaux	Aucune limitation	1750–5850 CHF	7 mois – 5 ans	Paiements de dividendes annuels ou à l'échéance

Source: Credit Suisse

## Fonctionnement et déroulement d'une transaction

Les plates-formes endossent le rôle d'un intermédiaire faisant le lien entre promoteur et investisseurs. C'est dans cette optique qu'un bien en quête d'investisseurs est inscrit sur la plate-forme. En contrepartie, son opérateur perçoit un pourcentage du montant collecté. Dans la plupart des cas, celui-ci est à la charge de la partie qui recherche le financement. Il n'est facturé que lorsque la phase de collecte des fonds est conclue avec succès. En marge de ce rôle d'intermédiaire, les activités des plates-formes vont de la mise à disposition d'informations objectives à une due diligence exhaustive incluant l'examen de la solvabilité du promoteur et l'évaluation du projet immobilier. Certaines plates-formes préfinancent les projets immobiliers afin de garantir une exécution plus rapide. Pendant une durée déterminée, des investisseurs potentiels peuvent évaluer l'immeuble à l'aune des informations à disposition, puis investir en un clic de souris. Les fonds sont entreposés sur le compte fiduciaire d'une tierce partie, avant d'être transmis au promoteur au terme de la phase de collecte. Techniquement, chaque projet immobilier s'accompagne généralement de la création d'une société par le biais de laquelle toutes les transactions liées à l'immeuble seront ensuite traitées. Si certaines plates-formes financent entièrement les projets grâce à la communauté d'investisseurs, une banque est néanmoins également impliquée dans la plupart des cas. Dans le cas du crowdfunding, les banques contribuent souvent à l'ensemble du financement par des fonds étrangers au moyen d'une hypothèque. Dans l'environnement actuel de taux d'intérêt bas, il s'agit là d'une possibilité de générer un rendement plus élevé pour les investisseurs. Dès lors que le financement est garanti, les investisseurs sont périodiquement tenus au courant en ligne de l'évolution du projet. Au terme de la durée d'investissement, l'immeuble est vendu et le capital est alors remboursé, avec des intérêts ou des dividendes.

## Placements immobiliers indirects: manque de pouvoir décisionnel

## Le crowdlending, pour investir de petits montants

### Comparaison entre financement participatif, achat direct et placements immobiliers indirects

Dans l'absolu, les petits investisseurs avaient déjà la possibilité d'investir sur le marché immobilier avant l'apparition du financement participatif. Les fonds immobiliers et les actions de sociétés anonymes immobilières sont, en effet, des formes de placement qui permettent elles aussi de n'investir que de petits montants (fig. 21). Cependant, les placements immobiliers indirects ont un inconvénient: le manque de pouvoir décisionnel de l'investisseur au niveau de l'immeuble. Dans le cas des placements indirects, cette compétence est du ressort de gestionnaires de portefeuilles professionnels, raison pour laquelle l'investisseur ne peut s'identifier avec les objets de son placement. À l'achat d'un fond immobilier ou d'actions d'une SA immobilière, l'investisseur peut uniquement choisir le segment dans lequel la société s'est spécialisée. Comme le financement participatif est pour l'heure encore peu répandu, le choix se limite aux offres isolées de quelques plates-formes. Cette situation pourrait toutefois rapidement évoluer.

Les placements immobiliers indirects n'égalent ainsi pas le sentiment émotionnel lié à l'investissement que procure un placement direct. Être propriétaire et pouvoir annoncer fièrement avoir financé des parties d'un immeuble en particulier est une aspiration fréquente chez les investisseurs. Pour nombre d'entre eux, ce souhait demeure cependant inaccessible en raison des montants minimums requis pour les investissements en capital. C'est justement ce que le financement participatif veut changer. Grâce à une mise en commun, le placement immobilier direct est aussi abordable – et donc plus facile à diversifier – pour les plus petits investisseurs et leurs montants de placement moins importants. Une nuance doit toutefois être faite en la matière: si le crowdlending permet dans certains cas d'investir à partir de quelques centaines de francs, le montant minimum est d'ordinaire significativement plus élevé dans le crowdfunding (25 000 CHF par exemple en Suisse). Et plus ce montant minimum est élevé, plus il est compliqué de se composer un portefeuille immobilier doté du degré de diversification adapté.

**Fig. 21: Dimensions des investisseurs**

Comparaison entre diverses possibilités d'investissement dans l'immobilier, du point de vue des investisseurs

	Crowdfunding	Crowdlending	Fonds immobiliers	SA immobilières	Achat direct
Pouvoir décisionnel	+	+	-	-	+
Transparence	(+)	(+)	(-)	(-)	+
Investissement minimum	(+)	+	+	+	-
Diversification	(+)	+	+	+	-
Droit de codécision	(+)	-	-	-	+
Liquidité	(+)	(+)	+	+	-
Sécurité de l'investissement	+	-	+	+	+
Réputation du fournisseur	(-)	(-)	+	+	-
Frais de recherche	+	+	+	+	-
Frais de transaction	+	+	+	+	-
Entrée sur le marché	+	+	+	+	-

Légende: + = positif, (+) = positif de manière limitée, (-) = négatif de manière limitée, - = négatif

Source: Credit Suisse

## Aucun droit de codécision dans le crowdlending

## À rendements élevés, risques élevés

À la différence d'un achat direct, l'investisseur n'a aucun droit de codécision dans le crowdlending, puisqu'il se contente de contribuer au capital étranger. Dans le cas du crowdfunding, une intervention proportionnelle est uniquement possible si l'immeuble est en possession de la communauté d'investisseurs. Pour les actions privilégiées non plus, il n'existe par définition aucun droit de codécision, puisqu'au sens de ce modèle, le propriétaire n'est impliqué que dans la fortune. Cela peut constituer un avantage si l'investisseur souhaite s'impliquer aussi peu que possible dans son investissement, ou au contraire un inconvénient, puisqu'il ne pourra pas avoir voix au chapitre à l'heure de déterminer la future direction de l'immeuble ou du projet.

Le financement participatif permet par ailleurs d'investir dans des projets qui n'étaient jusqu'ici accessibles que par le biais de réseaux personnels (private equity). En la matière, il s'agit souvent de placements qui ne peuvent être rapidement vendus: leur inconvénient (l'illiquidité) est relativisé par le crowdlending, de par la durée qui n'est généralement que brève – pas plus de douze mois dans la plupart des cas. Les petits investisseurs ont donc eux aussi la possibilité de toucher la prime d'illiquidité, très intéressante dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas. Suivant le pays et l'immeuble, ce sont ainsi des rendements de jusqu'à 20% p.a. qui sont promis. Ils incluent néanmoins un risque élevé en conséquence, puisque par nature, les projets de nouvelles constructions qui font l'objet de la plupart des investissements s'accompagnent d'une certaine incertitude en matière de planification. Souvent, les fonds propres du promoteur sont

réduits à un minimum. Si celui-ci n'est pas en mesure de financer les éventuels frais supplémentaires et doit donc se déclarer en faillite, une perte totale du capital n'est pas à exclure, en particulier dans le crowdlending. Le même scénario menace de s'appliquer si les nouvelles unités construites ne trouvent pas d'acheteur au prix budgétisé. Cela peut arriver en cas de planification imparfaite, ou de recul de la demande suite à une dégradation de la situation du marché. À la lumière d'une analyse de certaines des plates-formes de financement participatif les plus prospères des États-Unis, il apparaît qu'une grande partie des projets immobiliers proposés adoptent des stratégies opportunistes qui présentent des risques relativement importants.

### **La réputation de la plate-forme joue un rôle crucial**

La réputation du prestataire est un autre facteur déterminant pour l'attrait d'un placement immobilier. Les fonds immobiliers sont régulés et suivis par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Celle-ci s'assure que l'investisseur dispose d'une quantité minimale d'informations et que le placement lui correspond. En particulier dans le monde germanophone, le financement participatif va de pair avec une certaine incertitude juridique. En effet, la majorité des plates-formes n'ont financé avec succès que quelques projets seulement, et ont encore moins souvent fait l'expérience de l'étape de rétribution financière. De ce fait, elles n'ont pas encore pu établir leur bonne réputation. Dans un premier temps, la prudence reste donc de mise. De même, dans le reste du monde, les plates-formes doivent encore démontrer que leurs modèles commerciaux sont à même de surmonter une crise dans l'immobilier. Car comme le financement participatif dans l'immobilier a fait son apparition à une époque où les prix de l'immobilier pointaient à la hausse, les plates-formes n'ont pas encore vécu de crise. La situation du marché actuelle joue donc un rôle important, en particulier pour les financements de projets risqués dont le succès dépend significativement du prix de vente des unités.

### **Aspects économiques**

#### **Le cercle des investisseurs s'élargit, les frais de recherche se réduisent**

Sur le plan économique, le financement participatif permet de toucher davantage d'investisseurs potentiels. Les biens immobiliers ne sont plus uniquement proposés à un cercle exclusif d'investisseurs aisés, mais à toute une palette d'investisseurs variés. Si le financement participatif parvient à se positionner avec succès, davantage de moyens financiers seront ainsi à disposition sur le marché immobilier. De même, les frais de recherche pour trouver le bien approprié se réduisent pour l'investisseur. Internet joue un rôle déterminant à cet égard. Alors que, dans le cas d'un achat direct, une compilation laborieuse d'informations est nécessaire et que les différents projets immobiliers sont difficilement comparables les uns avec les autres, les informations autour d'un financement participatif sont prêtes à être téléchargées sur la plate-forme.

#### **Danger de sélection adverse...**

Les investisseurs doivent néanmoins tenir compte de risques non négligeables. Les projets immobiliers qui ne reçoivent pas de financement d'une banque sont contraints de chercher des formes alternatives de financement. En conséquence, les plates-formes sont susceptibles de proposer des projets associés à des risques élevés. De fait, certaines plates-formes mentionnent même explicitement qu'elles financent les projets qui ne répondent pas aux critères stricts des banques; en contrepartie, elles promettent des rendements élevés. Par conséquent, pour des projets à risques peu élevés, le financement participatif pourrait être moins avantageux que le financement avec des méthodes traditionnelles, puisque les investisseurs sont au fait de la sélection adverse et cherchent des rendements plus élevés.

#### **... et d'aléa moral (moral hazard) à la fois pour les plates-formes...**

Pour le crowdlending, en particulier – dans la configuration actuelle de la plupart des plates-formes de financement participatif – le danger de fausses incitations est réel. Par exemple, la plate-forme prélève une taxe correspondant à un pourcentage du capital récolté, directement perçue au terme de la phase de collecte. Le revenu est donc versé avant que le projet ne soit conclu avec succès. Hormis l'aspect de préservation de leur propre réputation, les plates-formes pourraient donc n'avoir guère de motivation à examiner en détail les projets immobiliers et les rendements qu'ils promettent. En outre, les plates-formes elles-mêmes ne sont pas impliquées dans le projet, de telle sorte qu'elles n'encourent pas de risque supplémentaire. Le préfinancement de projets – un phénomène qui s'observe sur des plates-formes aux États-Unis et en Grande-Bretagne – vient contrer cette problématique d'incitation; c'est l'approche à privilégier du point de vue de l'investisseur.

#### **... et pour les promoteurs**

Le promoteur, lui aussi, pourrait être animé par des incitations erronées. Comme le financement participatif, surtout en Allemagne, est essentiellement utilisé pour atteindre le ratio de fonds propres requis par les banques tout en réduisant à un minimum les fonds propres injectés dans le projet, les investisseurs s'exposent à des risques considérables. Dans le cas d'une part de fonds propres parfois infime du promoteur de 3% seulement, un rien suffit pour que le financement participatif se solde par des pertes. À l'instar de ce qui se produit sur la plate-forme, la part faible de fonds propres du promoteur pourrait entraîner une planification et une mise en œuvre

peu méticuleuses. En définitive, le promoteur ne prend guère de risques si le degré de financement par des fonds étrangers est si important.

### **De l'importance de bien examiner les projets d'immeubles**

Il est donc essentiel de vérifier soigneusement les projets proposés sur la plate-forme, afin de réduire au maximum les risques de perte. L'examen préliminaire réalisé par la plate-forme ne remplace pas une analyse détaillée par l'investisseur. Et en la matière, les (petits) investisseurs sont confrontés à un problème: profanes, ils ne sont pas en mesure d'évaluer eux-mêmes avec précision les composantes compliquées d'un projet, dont le succès ne dépend pas uniquement de la situation actuelle du marché. L'expérience du promoteur dans la livraison de nouvelles constructions est par exemple elle aussi décisive. De même, il est important d'examiner les projets à l'aune de leur valeur de marché et de leurs rendements. Un principe doit être appliqué: plus le montant investi est élevé, plus l'investisseur doit examiner lui-même à la loupe et avec toute la minutie requise cette opportunité de placement.

### **Un financement comparativement avantageux pour les projets risqués**

Finalement, il convient de se demander si le rendement est en adéquation avec le risque encouru. En raison de l'environnement de taux bas et de l'absence d'opportunités de placement intéressantes, des projets très risqués pourraient être financés au moyen du financement participatif de façon exagérément bon marché. Si ce phénomène se produit, c'est aussi parce plus d'un investisseur s'imagine, à tort, que les investissements immobiliers sont une opération sûre puisqu'ils reposent sur une valeur fondamentale. Les plates-formes quant à elles ne contribuent que peu à attirer l'attention sur les risques. En la matière, il est important de bien faire la distinction entre crowdfunding et crowdlending. Si, pour le crowdfunding, les créances des actionnaires envers la société sont souvent garanties en vertu du droit de gage immobilier, c'est rarement le cas pour le crowdlending. À ce titre, en termes de risques, le crowdlending est davantage à mettre en parallèle avec un financement d'entreprise qu'avec un placement immobilier.

### **Conditions-cadres juridiques et réglementaires**

#### **Les États-Unis ouvrent le financement participatif aux petits investisseurs**

En raison du risque et de la complexité des projets de constructions, il faut également se demander si le financement participatif est une bonne option pour les petits investisseurs. Souvent, ceux-ci ne disposent pas des connaissances requises dans l'immobilier pour être en mesure d'évaluer le risque. Cette affirmation se vérifie en particulier pour les financements de projets dont le succès dépend de divers facteurs. Devoirs d'information et de publication sont, par conséquent, des conditions sine qua non pour protéger les petits investisseurs. En outre, les réglementations devraient toujours prendre en compte le principe de proportionnalité. Pour des montants minimums de quelques centaines de francs, le potentiel de perte reste contenu. Jusqu'ici, sur les plates-formes aux États-Unis, il n'était pas rentable en raison d'importants obstacles réglementaires que les petits investisseurs aient eux aussi accès à ces investissements. Ces plates-formes se concentraient donc essentiellement sur les investisseurs accrédités et délaissaient les petits investisseurs. Le Title III du JOBS Act, qui entrera en vigueur en 2016, devrait faire évoluer cette situation. Il stipule en effet que les investisseurs qui disposent d'un revenu annuel de moins de 100 000 USD peuvent investir au maximum 2000 USD ou 5% de leur revenu ou de leur fortune dans du financement participatif. Aux États-Unis, cette disposition a ainsi posé la première pierre de l'accès au financement participatif pour les petits investisseurs.

#### **Manque de cadre réglementaire en Suisse**

En Suisse en revanche, le financement participatif n'est pas encore réglementé. Faute de normes spéciales, il faut donc recourir aux normes juridiques générales, ce qui représente une incertitude juridique. Ce manque de dispositions s'explique essentiellement par l'importance économique à l'heure actuelle trop peu significative du financement participatif en Suisse – politiques et juristes ne voient pas encore l'intérêt à se pencher sur la question. Jusqu'à présent, la FINMA s'est contentée de publier une feuille d'information sur le sujet. Elle s'emploie également à vérifier au cas par cas la conformité à la loi des plates-formes. Si une plate-forme est principalement active dans la finance, accepte des dépôts du public dans le cadre de ses activités ou recommande publiquement ses services en la matière, elle est tenue d'obtenir une autorisation au sens du droit bancaire. C'est par exemple le cas lorsque les fonds du financement sont entreposés pendant un certain temps sur des comptes des opérateurs de la plate-forme. En revanche, si la plate-forme se limite à une activité d'intermédiaire et que les fonds passent directement de la communauté d'investisseurs à la partie en quête de financement, elle n'a d'ordinaire pas besoin d'une autorisation de la FINMA. Vu l'absence de normes spéciales, la question de l'autorisation bancaire se pose néanmoins dans ce cas de figure pour la partie en quête de financement (comme dans les financements d'entreprises). Dans la mesure où l'opportunité d'investissement est inscrite sur Internet et est, de ce fait, accessible à un vaste public, il s'agit d'une offre publique, si bien qu'en principe, l'obligation d'établir un prospectus s'applique. Compte tenu de la multiplication des plates-formes de financement participatif en Suisse, le pouvoir législatif va devoir s'atteler à la rédaction de normes spéciales.

**Une réglementation modérée, un impératif**

Une fois doté de conditions-cadres juridiques et réglementaires adaptées, le financement participatif sera fondamentalement un modèle qui convient aussi à la Suisse. Le régulateur doit, pour ce faire, garantir une protection appropriée des petits investisseurs, sans pour autant que le financement participatif ne soit plus rentable en raison de coûts réglementaires imputés aux plates-formes. Les premiers deux projets financés avec succès en Suisse par le financement participatif font office de pierre angulaire pour les projets à venir. Au vu des évolutions à l'étranger et de la croissance exponentielle du financement participatif, il faut s'attendre à l'apparition d'autres prestataires sur le marché en Suisse, lesquels viendront financer avec succès leurs propres projets.

## Logements locatifs

# L'offre galope devant la demande

En optant pour des immeubles résidentiels de rapport, les investisseurs des fonds immobiliers obtiennent actuellement un rendement direct de 3 points de pourcentage supérieur à celui des emprunts de la Confédération à dix ans. Rien d'étonnant, donc, à ce que les investissements battent leur plein dans la construction de nouveaux logements locatifs – indépendamment de ce qui se passe du côté de la demande. Pour l'heure, même la hausse des surfaces vacantes n'empêche pas les investisseurs de concevoir des projets de logements. Il est vrai que l'environnement de taux d'intérêt bas ne leur laisse aucune autre alternative. Dans ce contexte, il est donc important de suivre l'évolution de la demande sur le marché des logements locatifs. Aussi allons-nous analyser en détail les moteurs de la demande, puisqu'en définitive, ce sont eux qui traceront la voie de ce marché dans les trimestres à venir.

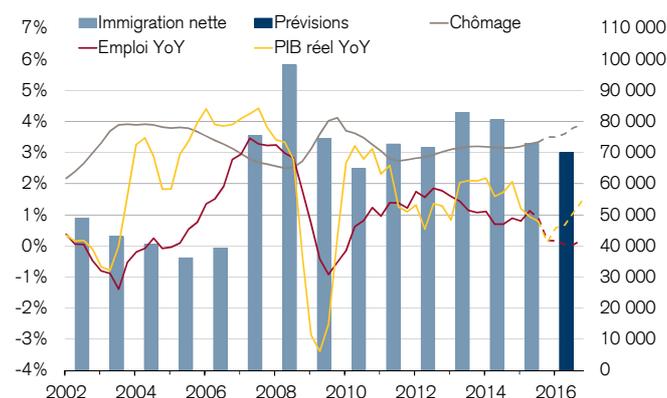
## Demande: quand segment des prix meilleur marché rime avec solidité

### 2016: nouveau fléchissement de l'immigration

Comme auparavant, l'immigration représente une composante fondamentale de la demande en logements locatifs. Ces dernières années, l'immigration nette, qui s'est établie à 78 000 personnes en moyenne entre 2007 et 2014, a contribué à une absorption élevée des logements, en particulier dans les centres et leurs environs. En 2015, la tendance au recul de l'immigration s'est confirmée, après une légère baisse du solde migratoire (-2,9%) déjà observée en 2014 (fig. 22). Avec environ 73 000 nouveaux arrivants (citoyens suisses inclus), l'immigration s'est contractée plus en 2015 (-9,5%). La croissance de l'emploi (+1,1% au premier semestre 2015), étonnamment robuste en dépit de la force du franc, a permis d'éviter un revers encore plus marqué. Pour 2016, en raison de la perte de vitesse de la conjoncture dictée par la force du franc l'an dernier, nous tablons sur une stagnation de l'emploi et une progression du chômage. D'importantes impulsions devraient donc faire défaut à l'immigration en 2016, raison pour laquelle nous anticipons un nouveau recul de l'immigration nette jusqu'à un niveau de 70 000 personnes environ. Des prévisions plus basses ne seraient pas réalistes, ne serait-ce qu'au vu de la hausse du nombre de reconnaissances du statut de réfugié (voir plus bas).

**Fig. 22: Immigration nette et situation conjoncturelle**

Échelle de droite: immigration nette de la population résidente permanente (sans correction des registres, y compris migration nette des Suisses), 2016: prévision



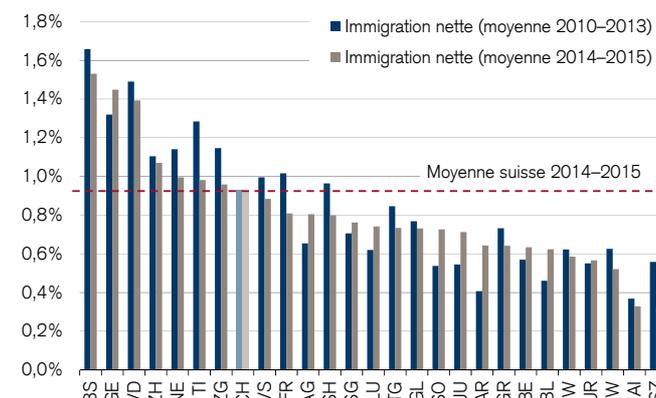
Source: Secrétariat d'État aux migrations, Office fédéral de la statistique, Secrétariat d'État à l'économie, Credit Suisse

### Tendance à une répartition un peu plus uniforme de l'immigration entre les cantons

Les cantons bénéficient différemment de l'afflux de personnes en provenance de l'étranger (fig. 23). Dans les cantons ruraux de Suisse centrale et à Appenzel Rhodes-Intérieures, l'immigration nette annuelle pour 2014/2015 a représenté moins de 0,6% de la population, alors que ce pourcentage atteint 0,9% à l'échelle nationale. Pour les nouveaux arrivants étrangers, ce sont les cantons plus urbains de Bâle-Ville (1,5%), Genève (1,4%), Vaud (1,4%) et Zurich (1,1%) qui exercent l'attrait le plus important. Par rapport à la période 2010-2013, ces cantons à l'immigration traditionnellement solide ont récemment compté (à l'exception de Genève) légè-

**Fig. 23: Immigration internationale nette par canton**

Population résidente permanente étrangère, y c. changements de statut et corrections des registres (état: nov. 2015), en % de la population résidente permanente



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

rement moins d'immigrants au total, tandis que les cantons d'Argovie, du Jura, de Soleure, d'Appenzell Rhodes-Extérieures ou encore de Bâle-Campagne ont progressé. Un constat lié d'une part aux loyers plus chers dans les centres, et d'autre part à des évolutions dans la structure de l'immigration, également fonction des branches dans lesquelles les nouveaux arrivants trouvent un emploi. Avec 47%, l'activité lucrative demeure comme auparavant le motif principal de l'immigration, avec toutefois 2,3 points de pourcentage de moins en comparaison annuelle. Ces deux dernières années, davantage d'immigrants ont essentiellement trouvé un poste de travail dans le groupe de branches planification, conseil et informatique (23% au total) et dans l'enseignement (7%). Dans ces cas de figure, les immigrants contribuent à atténuer la pénurie de main-d'œuvre parfois d'actualité dans ces branches. La construction et le secteur des services financiers, en revanche, offraient moins de débouchés.

### Moins d'Européens, davantage d'Asiatiques

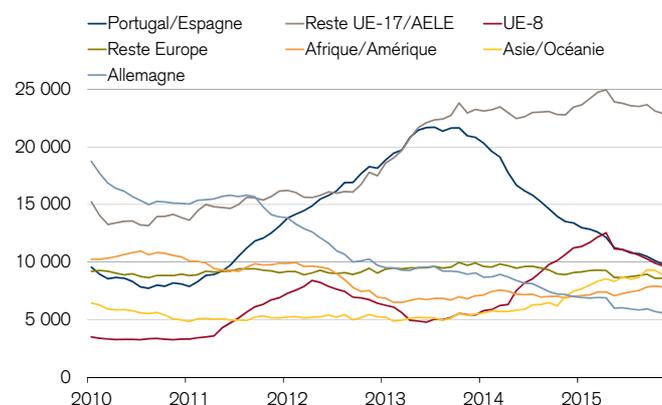
Le recul de l'immigration s'explique par le fléchissement du nombre de nouveaux arrivants originaires des pays qui dominaient jusqu'ici les statistiques (fig. 24). Le flux en provenance de la péninsule ibérique, notamment, continue de s'étioler alors que, dans le même temps, la vague temporaire de migration depuis les États de l'Europe de l'Est (UE-8) s'essouffle depuis le printemps 2015. Les arrivées nettes d'Allemagne ralentissent également, tandis que le solde migratoire en provenance des autres États de l'UE-17 et de l'AELE a dépassé, lui aussi, son zénith. Cette perte de vitesse de l'immigration européenne reflète l'évolution positive des marchés du travail dans de nombreux pays d'origine. En revanche, l'immigration en provenance d'Amérique, d'Afrique et surtout d'Asie envoie les signes d'une tendance positive. L'immigration en provenance de ce dernier continent est passée de 5500 en 2013 à 8900 actuellement (somme mobile sur douze mois, novembre 2015). Il ne devrait guère s'agir d'une hausse de la migration économique, puisque le Conseil fédéral a réduit de 2000 autorisations de séjour les contingents de main-d'œuvre en provenance d'États tiers pour 2015. L'augmentation robuste de l'immigration en provenance de Syrie est tout particulièrement flagrante. Si, en 2014, 15% de l'immigration nette de l'Asie était à mettre au crédit de cet État, le pourcentage était déjà passé à 19% en 2015 (état: novembre 2015). Le nombre d'immigrants indiens a lui aussi significativement augmenté (de 8% à 11%). À l'inverse, les nouveaux arrivants en provenance du Sri Lanka, des Philippines, d'Irak, d'Afghanistan et du Japon sont moins nombreux.

### Formation, perfectionnement et asile: trois motifs d'immigration qui gagnent en importance

La hausse prononcée de l'immigration liée au droit d'asile est une nouvelle évolution. Au total pour 2015, 3,7% des immigrants sont des réfugiés reconnus tout juste saisis dans les statistiques sur la population étrangère (moyenne 2007–2014: 1,7%). Cette tendance est appelée à se consolider encore cette année (voir plus bas). Outre l'asile, la formation et le perfectionnement sont également des motifs d'immigration qui ont eu le vent en poupe en 2015 (10,9%, +1,9 points de pourcentage). Avec 31%, le regroupement familial demeure quant à lui le deuxième motif d'immigration le plus fréquent.

**Fig. 24: Immigration nette par origine**

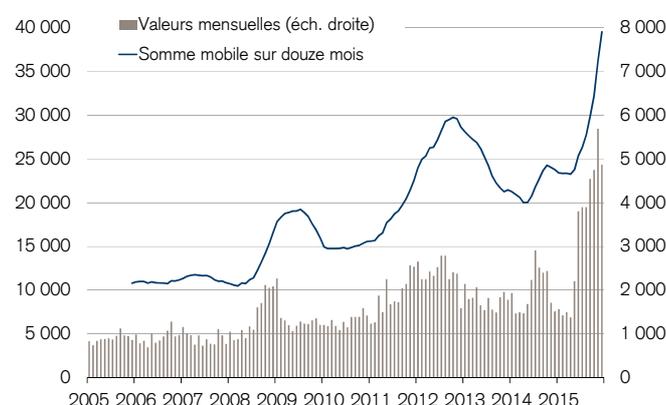
Y compris changements de statut, somme mobile sur douze mois



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

**Fig. 25: Nombre de demandes d'asile**

Valeurs mensuelles (éch. droite) et somme mobile sur douze mois



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

### Du fait de la crise européenne des réfugiés, l'immigration pourrait rester élevée pendant des années

Ces dernières années, des passages de témoins successifs se sont enchaînés entre les pays d'origine aux taux de croissance les plus élevés. Ainsi, la vague d'immigration allemande a été remplacée en 2012 par celle en provenance de la péninsule ibérique, elle-même balayée en 2014 par la hausse fulgurante des immigrants issus des États de l'Europe de l'Est (UE-8). Et à l'avenir, le recul des migrants économiques devrait être contrebalancé par le flux de réfugiés. Les conflits en Syrie, en Afghanistan et en Irak ainsi que la répression et la pauvreté dans divers

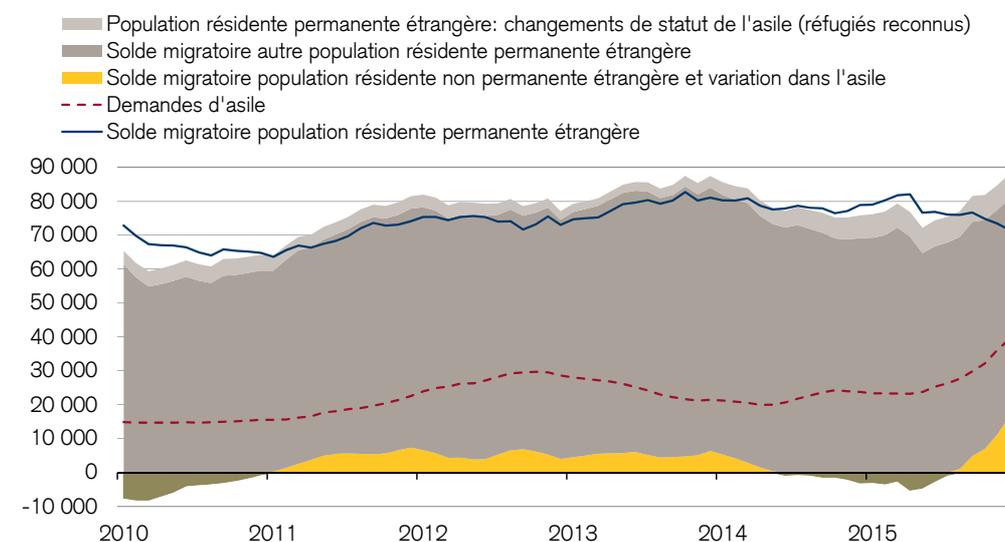
États africains ont fait déferler vers l'Europe une vague de réfugiés que le continent n'avait plus vécue depuis, au moins, les années 1990. D'après des chiffres de UNHCR, plus de 1 mio. de réfugiés sont arrivés en Europe en 2015, en empruntant pour la grande majorité d'entre eux la «route des Balkans». L'Allemagne à elle seule a reçu environ 480 000 demandes d'asile. Divers États européens ont été débordés par cet afflux massif, qui a été suivi de fermetures de frontières, de conflits entre États et de sentiments parfois xénophobes. Dans un premier temps, la Suisse ne semblait pas être l'une des principales destinations finales de ces flux de réfugiés. Cependant, au deuxième semestre 2015, le nombre de demandes d'asile a également nettement augmenté dans la Confédération (fig. 25). Pour preuve, à la fin de l'année 2015, la somme sur douze mois des demandes avait progressé de 66% par rapport au même mois de l'année précédente. Au total, les demandes d'asile déposées en 2015 se montent à près de 40 000. La dernière fois qu'une valeur plus élevée a été enregistrée, c'était dans le sillage de la guerre au Kosovo en 1999. Comme aucune détente ne se produira dans les foyers de crises, 2016 devrait également voir apparaître un afflux élevé de réfugiés.

### La demande en logements des demandeurs d'asile n'est saisie que partiellement dans les statistiques

La récente hausse des demandes d'asile ne se retrouve pas encore véritablement dans les statistiques de l'immigration de 2015 sur lesquelles nous nous appuyons pour évaluer la demande en logements locatifs (fig. 22–24). En effet, dans ses statistiques des étrangers, le Secrétariat d'État aux migrations (SEM) ne saisit, en qualité de réfugiés, que les requérants d'asile reconnus. Les requérants d'asile et les personnes admises à titre provisoire ne sont pas inclus, pas même lorsqu'ils séjournent déjà depuis plus de douze mois en Suisse (à la différence de ce qui se retrouve dans les statistiques de la migration de l'Office fédéral de la statistique). D'après le SEM, la procédure d'asile étendue ordinaire prend environ un an. Par conséquent, dans les statistiques, la récente vague de migration devrait ne se manifester qu'en 2016 et 2017 dans un nombre plus élevé de réfugiés reconnus; elle viendra ainsi contrer la tendance au recul de l'immigration dicté par la conjoncture.

**Fig. 26: Vue globale de l'immigration nette de la population résidente étrangère**

Somme mobile sur douze mois, y compris corrections des registres



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

### Pas de recul de l'immigration en incluant les requérants d'asile

Manifestement, les statistiques des étrangers du SEM ne tiennent donc pas assez compte du nombre croissant de requérants d'asile. Nous nous sommes par conséquent efforcés dans la figure 26 de brosser un tableau aussi exhaustif que possible de l'immigration nette de la population résidente étrangère. Pour ce faire, le solde migratoire de la population résidente permanente étrangère a été complété avec celui de la population résidente étrangère non permanente. Ont également été ajoutées les variations des valeurs dans le processus d'asile au sens des statistiques en matière d'asile. Au final, l'immigration totale à la fin de l'année 2015 dépassait de 16 700 personnes environ le solde migratoire de la population résidente permanente étrangère. À l'évidence, l'immigration n'a donc en réalité pas faibli.

### 2016: l'immigration totale toujours au niveau actuel

En raison du nombre élevé attendu de demandes d'asile et d'admissions à titre provisoire, les personnes en provenance de l'asile qui entrent dans la population résidente permanente (autrement dit, les décisions d'asile positives) ainsi que le nombre de requérants d'asile devraient

nettement augmenter cette année. La précédente prévision de 70 000 nouveaux arrivants (population résidente permanente suisse et étrangère majorée des réfugiés reconnus) est trop modeste, puisqu'il faut y ajouter la hausse liée aux requérants d'asile et aux personnes admises à titre provisoire. En raison d'un taux de protection pour l'heure élevé, une partie d'entre eux devraient s'établir durablement en Suisse et se mettre en quête, à moyen terme, de surfaces sur le marché locatif, et ce même s'ils ne sont admis que provisoirement (livret F). Considérer de façon isolée les statistiques sur la population étrangère revient donc à sous-estimer la future demande en logements locatifs. Nous reviendrons plus en détail sur les caractéristiques de cette demande supplémentaire en logements (notamment sur les segments des prix de loyer) dans le chapitre consacré aux placements immobiliers directs (cf. p. 67 et suivantes).

### L'initiative contre l'immigration de masse reste une inconnue

La mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse et ses conséquences sur les relations entre la Suisse et l'UE constituent toujours d'importants facteurs d'incertitude autour de l'évolution de l'immigration. En décembre 2015, le Conseil fédéral a annoncé vouloir contrôler l'immigration par une clause de sauvegarde. Il pourrait l'introduire unilatéralement si les négociations avec l'UE ne devaient déboucher sur aucun résultat satisfaisant. Nous partons toujours du principe que l'UE ne renégociera pas l'accord sur la libre circulation. Cependant, même en cas d'introduction de cette clause de sauvegarde, nous ne tablons pas sur une dénonciation de l'accord sur la libre circulation et des accords bilatéraux. En outre, une introduction de cette clause de sauvegarde en 2017 ne se traduirait qu'en 2018 par un contingentement de l'immigration (si le seuil d'immigration fixé était dépassé). Toutefois, ces contingents ne devraient pas être choisis trop bas si l'objectif est d'empêcher une résiliation de l'accord sur la libre circulation.

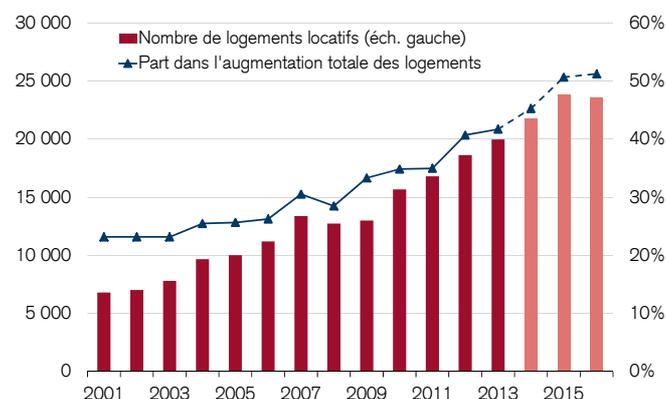
### Offre: pas de fin du boom dans la construction en vue

### 2016: la construction de logements locatifs se poursuit à un niveau élevé

Ces dernières années, une forte expansion du parc de logements locatifs s'est produite. Après 2009, l'augmentation nette annuelle des logements en location a été croissante. En 2015, elle s'établissait à 24 000 unités environ (fig. 27). Pour 2016, nous attendons une stagnation à ce niveau très élevé. La part de logements locatifs dans la construction totale de logements devrait ainsi demeurer bien au-dessus des 50%. Le moteur principal en la matière reste la pénurie de placement dictée par les taux d'intérêt, qui incite en particulier les investisseurs institutionnels à se décider en faveur de logements locatifs (cf. chapitre sur les placements immobiliers directs, p. 67 et suivantes). Par rapport aux rendements des emprunts d'État sur le marché des capitaux, les rendements immobiliers sont toujours intéressants en dépit d'une compression des rendements et d'un potentiel limité du revenu locatif (taux d'intérêt de référence constant, surfaces vacantes en hausse). La majeure partie du capital est injecté dans de nouveaux projets. La part en hausse de grandes constructions de plus de 50 unités de logement témoigne de l'intense activité des investisseurs institutionnels. La phase persistante de taux d'intérêt bas en Suisse ainsi que l'évolution des demandes de permis de construire (fig. 28) suggèrent qu'en 2016, la construction de logements locatifs continuera d'attirer beaucoup de capital; même à l'avenir, environ 24 000 logements locatifs devraient être délivrés chaque année.

**Fig. 27: Augmentation nette des logements locatifs**

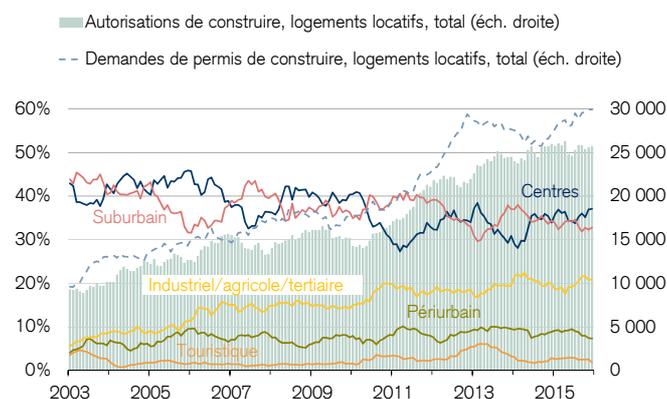
Logements locatifs: nombre (éch. gauche) et part dans l'augmentation nette totale (éch. droite); 2014–2016: estimation/prévision



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

**Fig. 28: Construction de logements locatifs**

Parts des autorisations de construire par type de commune en % (éch. gauche) et somme mobile sur douze mois des autorisations de construire et demandes de permis de construire (éch. droite)



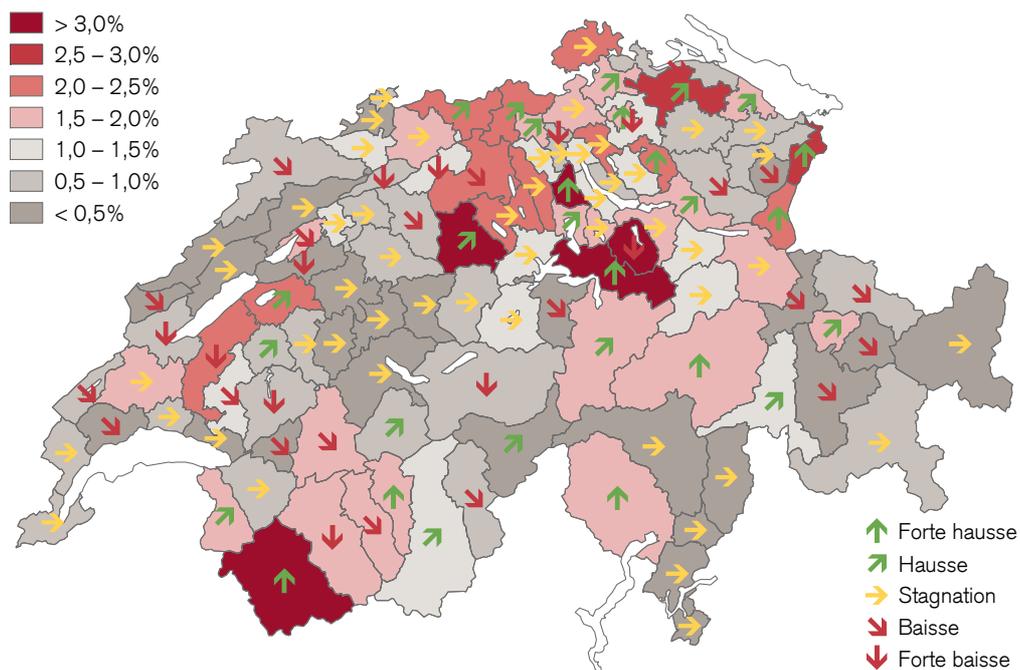
Source: Credit Suisse, Baublatt, Office fédéral de la statistique

## La réglementation contribue au déséquilibre géographique

Pendant longtemps, le boom dans la construction a été perçu comme une réaction bienvenue à l'immigration soutenue et à la pénurie de logements dans les centres. S'il est vrai que l'immigration a entre-temps provisoirement fléchi, la situation sur les marchés du logement ne s'est cependant que légèrement détendue dans les centres (cf. également le paragraphe sur le résultat du marché, voir plus bas). Ce phénomène s'explique par un déséquilibre entre l'offre et la demande. La demande se concentre fortement sur les centres et leurs environs. Le manque de terrains à bâtir, des lois strictes régissant la construction et une opposition à une poursuite de la densification dans les centres – à l'image du nouveau règlement sur les zones et les constructions à Zurich (Bau- und Zonenordnung, BZO) – ont déplacé la construction de logements locatifs des centres vers les zones périphériques et surtout rurales (fig. 28). Au moins, cette tendance ne s'est pas accrue depuis 2014. La figure 29 montre les points chauds régionaux de la production attendue de logements locatifs, situés autour de l'agglomération zurichoise et dans le Rheintal saint-gallois. En comparaison, l'expansion attendue en Suisse romande est moins importante. Le Valais et l'arrière-pays vaudois représentent ici les points principaux. Afin de garantir à plus long terme une offre de logements suffisante dans les centres, les incitations pour les investisseurs devraient être améliorées. Axer les lois régissant la construction sur des utilisations plus élevées convaincantes d'un point de vue qualitatif, construire davantage en hauteur plutôt qu'en largeur et changer d'affectation des zones de surfaces commerciales sont des approches qui pourraient permettre de replacer les surfaces de logement, urgemment nécessaires, là où elles sont demandées. C'est d'autant plus urgent que la révision de la Loi sur l'aménagement du territoire complique significativement l'apparition de nouvelles zones à bâtir dans les espaces verts. La balle est à présent dans le camp des cantons et des villes.

**Fig. 29: Extension attendue des logements locatifs en 2016**

Extension attendue en % du parc de logements locatifs; flèches: tendances par rapport à l'année précédente



Source: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

## Résultat du marché: cap sur un marché de locataires

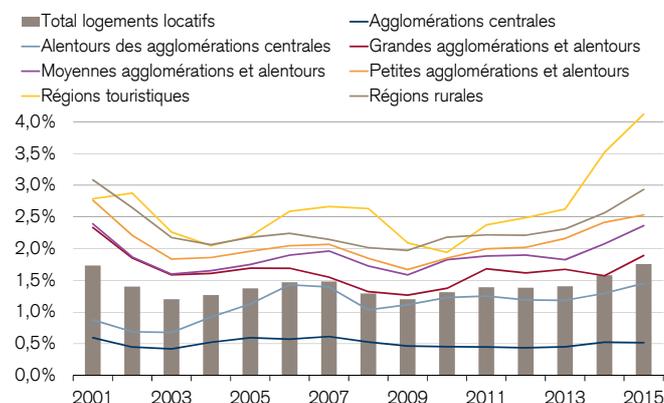
### Le marché des logements locatifs devient plus liquide

La construction de logements locatifs toujours robuste s'accompagne d'une demande plus modeste – pas forcément en nombre, mais de pouvoir d'achat. En dehors des centres surtout, la demande ne peut plus suivre la cadence de l'offre. En conséquence, 2015 a été une nouvelle fois le théâtre d'une hausse marquée des taux de vacance (+0,18 point de pourcentage à 1,76%, fig. 30). Les surfaces vacantes ont encore plus fortement augmenté que l'année précédente dans les régions rurales, où elles affichent désormais un niveau de 2,9%. Cela dit, même les régions plus proches des centres doivent de plus en plus composer avec une suroffre: dans les agglomérations de petite (2,5%) et moyenne (2,4%) taille et leurs environs, les surfaces vacantes ont également continué à gagner du terrain. Et contrairement aux années précédentes, de grandes agglomérations (Lucerne, Lugano et St-Gall/Rorschach) ont elles aussi affiché une détente en 2015. Au total, les taux de vacance sont de 1,9% dans ces agglomérations, et

même de 3,1% à St-Gall/Rorschach. Ainsi, la détente des marchés se propage des régions rurales, où il faut de plus en plus parler de suroffres, vers les centres. Dans les régions des cinq grands centres suisses (qualifiées d'«agglomérations centrales» dans la figure 30), les logements demeurent en revanche un bien rare – sur les segments de prix bas en particulier, le taux de vacance reste à un faible 0,5%. Seul le canton de Bâle-Ville affiche une légère amélioration de la pénurie des logements, partant toutefois d'un niveau très bas (de 0,24% à 0,40%).

**Fig. 30: Taux de vacance par situation géographique**

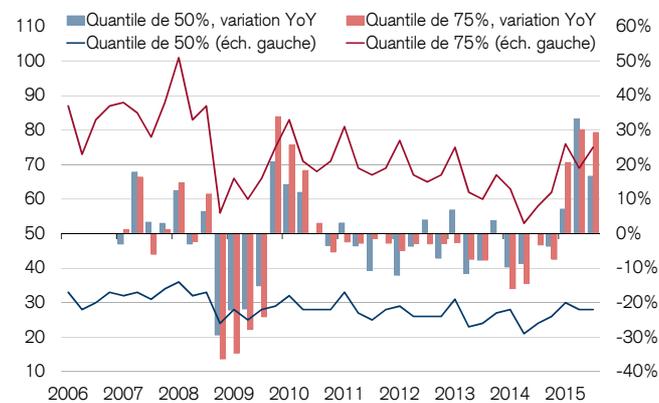
En % du parc de logements locatifs (estimations), au 1<sup>er</sup> juin



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 31: Durée d'insertion (TOM) des logements locatifs**

Durée d'insertion des logements proposés, quantile de 50% et 75%, en jours



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

### La hausse de la durée de commercialisation indique aussi une détente

En marge des taux de vacance, la durée d'insertion fournit elle aussi des informations sur la situation des marchés locaux et régionaux. Cette durée d'insertion – appelée également «Time on Market» (TOM) – mesure le laps de temps durant lequel les logements sont inscrits sur les plates-formes en ligne. Une durée d'insertion en hausse est donc le signe d'un recul relatif de la demande ou d'une hausse de l'offre. La figure 31 montre bien que les durées d'insertion – à l'instar de ce qui se passe sur le segment de la propriété du logement (cf. p. 12) – varient fortement, puisqu'elles dépendent essentiellement des caractéristiques des biens et des environnements de marché régionaux. Au troisième trimestre 2015, la durée d'insertion médiane (quantile de 50%) dans l'ensemble de la Suisse s'établissait à 28 jours. Dans 50% des cas, un logement a donc pu être loué avec succès en l'espace de 28 jours ou moins. Pour 25% des annonces, la durée d'insertion oscillait entre 28 et 75 jours (quantile de 75%), et les 25% restants demeuraient inscrits plus de 75 jours. Par rapport à l'année précédente, ces durées d'insertion correspondent à une hausse significative de la durée d'inscription de 4 jours dans le quantile de 50% et même de 17 jours dans le quantile de 75%.

### Absorption intacte autour des grands centres et de l'Arc lémanique, et en Suisse centrale

Dans toute la Suisse, les tendances des surfaces vacantes et des durées d'insertion indiquent en conséquence la même direction et s'accordent pour pointer du doigt une détente du marché. Une comparaison de ces deux indicateurs peut également être révélatrice pour évaluer la situation de marché au niveau régional (fig. 32) et, notamment, pour identifier des offres excédentaires. Dans les régions grises de la carte, ni les surfaces vacantes ni les durées d'insertion n'ont affiché de hausse. En termes de risques d'offre excédentaire, ces régions peuvent à l'heure actuelle être qualifiées de non problématiques, puisqu'aucun des deux indicateurs ne pointe vers le haut. Tous les grands centres et la plupart des régions adjacentes, ainsi que tout l'Arc lémanique et la Suisse centrale, figurent parmi ces régions. D'autres régions (en bleu) affichent un taux de vacance en hausse, sans pour autant que la durée d'insertion n'ait suivi le mouvement. Ce cas de figure peut signifier que de nombreux nouveaux logements arrivent sur le marché et sont encore à disposition au jour de référence de recensement des surfaces vacantes, tandis que dans le même temps, les objets inscrits trouvent encore relativement facilement un locataire. Mais il est également possible que des logements en mauvais état, disponibles depuis longtemps, ne figurent même plus parmi les annonces inscrites. De fait, cette catégorie comprend d'une part surtout des régions affichant une faible dynamique démographique (p. ex. canton de Glaris et Schwarzwasser) et, d'autre part, des régions avec une activité soutenue de construction (p. ex. Bas-Valais et Freiamt).

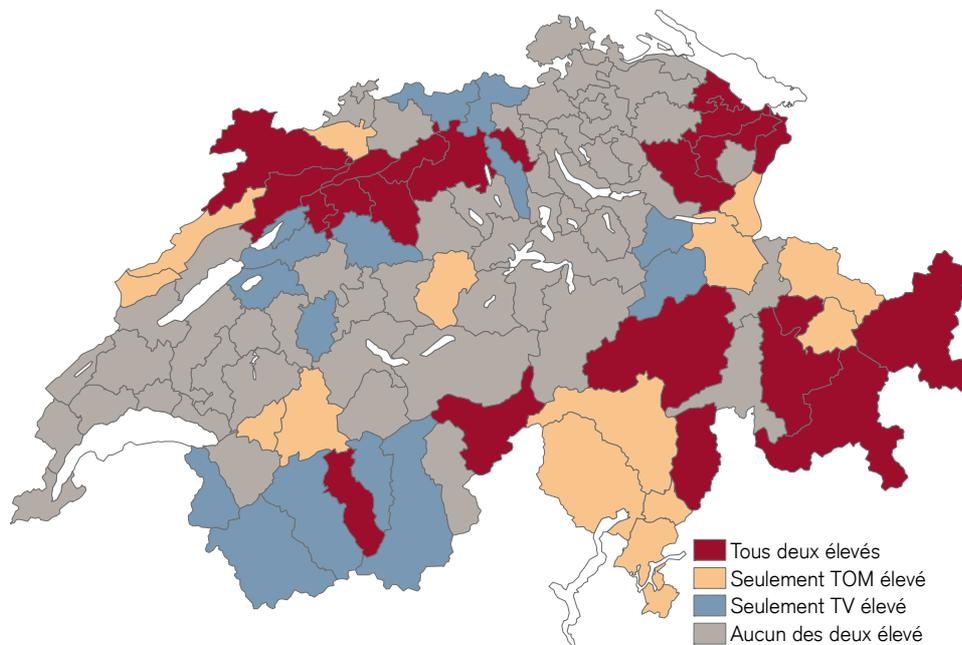
### Demande limitée dans les régions rurales

Enfin, les régions en jaune affichent des surfaces vacantes relativement modérées pour une durée de commercialisation élevée – une constellation typique pour des régions rurales dotées de marchés du logement de petite taille. Compte tenu d'une demande comparativement faible, ces régions s'accompagnent généralement d'une durée d'insertion plus élevée (p. ex. Val-de-

Travers, Entlebuch, Prättigau). Cette explication ne vaut pas pour le sud du Tessin: d'après des observateurs locaux du marché, les difficultés de commercialisation de cette région se concentrent essentiellement sur le segment des prix élevés ainsi que sur les anciens bâtiments à la qualité d'emplacement moyenne.

### Fig. 32: Régions avec des hausses des taux de vacance (TV) ou des durées d'insertion (TOM)

Définition d'«élevé»: les durées d'insertion ou les taux de vacance se trouvent dans le tiers supérieur de l'ensemble des régions économiques (TOM > 37 jours, TV > 2,9%)



Source: Office fédéral de la statistique, Meta-Sys AG, Credit Suisse

#### Offres excédentaires au nord-ouest du Mittelland et en Suisse orientale

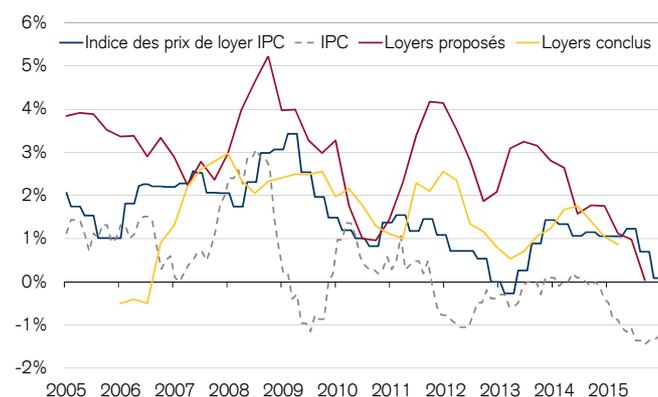
Dans les régions en rouge de la figure 32, à la fois les surfaces vacantes et les durées d'insertion se trouvent dans le tiers supérieur de l'ensemble des régions. Selon leur classement précis, on peut postuler, dans ces régions, une suroffre sur le marché des logements locatifs. Notre analyse identifie trois axes essentiels: une zone située du nord-ouest du Mittelland allant de la région d'Aarau au canton du Jura, les régions comprises entre le Toggenburg et l'est du lac de Constance (sauf Appenzell Rhodes-Intérieures) ainsi que certaines parties des Grisons. Il s'agit ici de régions rurales affichant une faible demande et de régions de petits et moyens centres (p. ex. Aarau, Olten, St-Gall) qui ont connu, ces dernières années, une activité de construction très robuste que la demande n'a pas pu suivre.

#### La croissance des loyers presque stoppée

Après la hausse marquée des surfaces vacantes sur le marché des logements locatifs depuis 2013 et l'augmentation prononcée l'an dernier des durées d'insertion, cette évolution commence peu à peu à se répercuter également sur les loyers (fig. 33). En 2015, aussi bien la croissance des loyers proposés que celle des loyers conclus et des composantes de loyers de l'indice des prix à la consommation (IPC) affichaient une tendance à la baisse. Si les loyers proposés ont marqué le pas en comparaison annuelle, la croissance des loyers conclus atteignait elle 0,9% (état: deuxième trimestre 2015). L'indice des prix de loyer de l'IPC a, quant à lui, à peine progressé (+0,1%). Les indices des prix de loyer représentés expriment des valeurs nominales. En faisant intervenir l'indice total de l'IPC, il apparaît que la croissance soutenue des loyers en 2008/2009 n'était pas seulement à mettre au crédit de la solide immigration de 2008, mais aussi, en partie, à un taux d'inflation en hausse à court terme. Le sursaut des loyers en 2011/2012 n'était en revanche pas dû à ces facteurs, mais à la pénurie de logements. Le recul de la croissance des loyers en 2015 quant à lui ne reflète pas qu'une détente progressive. Le taux d'inflation, passé nettement en territoire négatif avec -1,1% en moyenne, a également joué un rôle, tout comme un nouveau recul du taux d'intérêt de référence en juin 2015, lequel a fait naître de nombreuses aspirations de baisse des loyers. Il ne faut s'attendre à aucune nouvelle évolution du taux d'intérêt de référence jusqu'à l'automne 2017.

**Fig. 33: Indices des prix de loyer en comparaison**

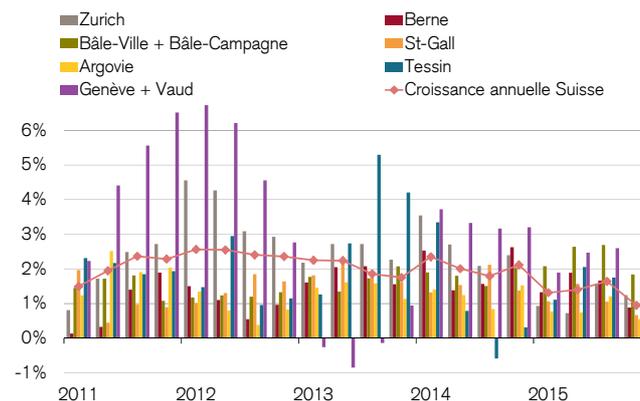
Croissance annuelle (nominale), IPC: indice des prix à la consommation



Source: Wüest &amp; Partner, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 34: Évolution régionale des loyers proposés**

Cantons sélectionnés, croissance annuelle (nominale), corrigée de la qualité



Source: Homegate

### L'apaisement des prix se retrouve aussi dans les régions chères de Zurich et de l'Arc lémanique

La figure 34 indique que la tendance à une croissance plus morose des loyers concerne presque toutes les régions et que les différences entre régions s'amenuisent. Les deux cantons de Bâle, où l'année 2015 s'est caractérisée par des hausses de loyers plus élevées que par le passé, font ici figure d'exceptions. C'est l'offre très faible sur le marché du logement de la ville de Bâle qui pourrait avoir déterminé cette évolution. Cependant, la croissance des loyers y a également cédé du terrain il y a peu. Dans les cantons de Genève et de Vaud, les prix gagnent encore plus de 2% par an, même si, dans un passé récent, des taux de croissance bien plus élevés avaient été enregistrés. Enfin, la croissance des loyers s'est nettement apaisée dans les cantons de Zurich et du Tessin.

### 2016: l'évolution d'un marché de vers un marché de locataires se poursuivra

Le marché des logements locatifs a atteint son zénith. Il se trouve encore dans la phase d'accalmie du cycle du marché. Deux facteurs viennent étayer cette affirmation: les prix des loyers, toujours en progression (mais moins rapide), et la croissance ininterrompue de l'offre. En 2016, en vertu d'une activité soutenue dans la construction et d'une demande – du moins d'un point de vue qualitatif – en léger retrait, la transition de la phase d'accalmie à la phase de contraction devrait progressivement devenir une réalité. Nous tablons donc sur une nouvelle hausse des surfaces vacantes et partons du principe que la croissance des loyers va peu à peu perdre de sa vigueur. Ce processus sera cependant lent, puisque pour l'heure, rien ne laisse présager une baisse de la demande. En 2016, les baisses de loyers devraient une nouvelle fois rester l'exception et se concentrer sur certaines régions ainsi que sur le segment des prix élevés.

## Les locataires profitent d'une offre plus abondante et de loyers stables

# Perspectives 2016 pour les logements en location

En 2016, l'immigration robuste continuera de soutenir la demande en logements locatifs. Certes, le choc du franc et une meilleure situation économique en Europe devraient faire baisser le nombre de migrants économiques. Mais dans le même temps, le flux croissant de réfugiés et la demande qui se déplace de la propriété vers la location du fait de la réglementation gagnent en importance. Quantitativement, la demande devrait donc rester stable, mais qualitativement, des évolutions sont à attendre dans sa structure. Des logements meilleur marché sont de plus en plus demandés. Ceux qui les recherchent sont prêts à faire des concessions sur le niveau d'aménagement et la qualité de l'emplacement, pour autant qu'un minimum d'accessibilité soit garanti. La croissance toujours incroyablement soutenue de la construction fait apparaître lentement, mais sûrement, une suroffre. Le boom persistant dans la construction de logements locatifs est alimenté par l'environnement des taux d'intérêt bas et la pénurie de placement en découlant. Cette dernière assure une popularité intarissable de la classe d'actifs des immeubles résidentiels de rendement. Les surfaces vacantes et les durées d'insertion, en hausse constante en dehors des centres, sont la preuve que le marché des investisseurs ne cesse de se découpler du marché des utilisateurs. En 2016, cette tendance devrait de plus en plus se faire ressentir dans les communes extérieures aux agglomérations. Dans les grands centres en revanche, l'approvisionnement tendu en logements ne s'améliorera que légèrement. Au niveau national, la révision de la Loi sur l'aménagement du territoire a, il est vrai, fourni la base légale d'une politique de l'organisation du territoire axée sur une utilisation durable de la ressource qu'est le sol. Cependant, dans de nombreuses villes, la densité de la réglementation concernant la construction empêche une véritable densification, puisque les incitations correspondantes font défaut. À long terme, l'offre dans les villes ne peut donc pas tenir la cadence de la demande. Et au lieu d'aborder le problème par la racine, l'on s'efforce de plus en plus souvent d'amortir les retombées de cette pénurie structurelle de logements en stimulant la construction de logements sociaux. Toutefois, dans les centres, les nouveaux locataires devraient continuer à profiter d'un essoufflement de la croissance des loyers en 2016. Nous partons en effet du principe que la hausse des loyers en moyenne suisse va presque partout se tasser.

## Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<p><i>Évolution démographique:</i> en 2016, l'immigration en provenance des États européens devrait à nouveau être légèrement inférieure à celle de l'année précédente. Nous attendons néanmoins encore 70 000 nouveaux arrivants environ. Les réfugiés non-reconnus ne sont cependant pas encore intégrés à ce chiffre. La hausse du flux de requérants d'asile devrait garantir une demande en logements locatifs stable au total, mais toujours plus délocalisée vers les segments de prix inférieurs.</p>	↘	↘
<p><i>Réglementation:</i> en raison du niveau de prix élevé et de la réglementation accrue en matière d'octroi de crédit hypothécaire, nous continuons de tabler sur un léger recul de la demande intérieure de logements en propriété. Ce phénomène se traduit par une stabilisation de la demande de logements en location.</p>	↗	↗
<p><b>Offre</b></p> <p><i>Augmentation nette des logements en location:</i> en 2016, la production de nouvelles constructions devrait être plus ou moins en adéquation avec le niveau élevé de l'année précédente avec quelque 23 000–24 000 logements locatifs.</p> <p><i>Évolution prévue à moyen terme:</i> les demandes de permis de construire enregistrées ces derniers mois indiquent que la production de logements locatifs restera également élevée en 2017.</p>	↗	→
<p><b>Résultat du marché</b></p> <p><i>Taux de vacance:</i> pour 2016, nous attendons une hausse toujours significative du taux de vacance des logements en location. Dans les centres, les marchés devraient continuer à connaître une légère détente. Les offres excédentaires se limitent de moins en moins aux zones rurales: elles sont désormais de plus en plus d'actualité dans les communes extérieures des agglomérations.</p> <p><i>Loyers:</i> l'offre en forte expansion a un effet de frein sur la croissance des loyers. Au total, nous tablons pour 2016 sur une légère progression à peine: de fait, dans les régions chères et les logements au niveau d'aménagement élevé, des valeurs même légèrement négatives sont attendues pour les loyers proposés.</p> <p><i>Performance (rendement total):</i> pour 2016, nous prévoyons des rendements globaux légèrement plus faibles. Les rendements des cash-flows devraient rester stables, car nous anticipons une évolution latérale des revenus locatifs. La croissance des prix des immeubles résidentiels de rendement devrait cependant avoir dépassé son zénith. En conséquence, les rendements liés à l'évolution de la valeur des années précédentes ne devraient selon nous plus être tout à fait atteints.</p>	↗	↗
	→	→
	→	↘

Source: Credit Suisse

## Complément sur la numérisation

# La révolution numérique s'empare de la construction

La révolution numérique de la dernière décennie a modifié en profondeur certaines branches. L'industrie manufacturière ou la finance d'aujourd'hui n'ont rien à voir avec les mêmes secteurs il y a 30 ans. La numérisation a déclenché une mutation structurelle, avec des gagnants et des perdants. De nouvelles sociétés et de nouveaux secteurs économiques sont nés, comme le démontre de façon éloquente la Silicon Valley. Les sociétés qui n'ont pas adapté en temps voulu leur modèle économique, comme par exemple l'industrie musicale, les médias ou le tourisme, ont été touchées de plein fouet par la nouvelle concurrence. Le travail sur les chantiers et le processus de construction n'ont en revanche pas connu de grandes évolutions ces dix dernières années. Mais la révolution numérique devrait également frapper la construction dans les années qui viennent et y bouleverser les processus et les structures actuels.

## Une révolution numérique encore à venir pour le secteur de la construction en Suisse

**Structure fragmentée et fort taux d'exploitation comme obstacles au progrès**

En Suisse, la branche de la construction se trouve seulement au début d'un processus complet de numérisation, alors que la révolution numérique dans la construction est déjà plus avancée à l'étranger (cf. ci-dessous). Quelles sont les raisons de ce retard? Du côté de l'offre, la structure fortement fragmentée joue un rôle important: le processus de construction se décompose en différentes phases, chacune employant de multiples entreprises. Dans d'autres branches, la numérisation a souvent été tirée par les leaders mondiaux du secteur. Or de tels moteurs font défaut en Suisse, conséquence de la forte orientation sur le marché intérieur et de la protection par la distance qui est significative dans cette branche. La branche de la construction en Suisse est ainsi fortement coupée des influences étrangères. Un autre facteur est le boom de l'activité de construction des dernières années. Malgré des marges qui s'amincissaient, les carnets de commande remplis ont relégué au deuxième plan les mesures de rationalisation et les baisses de coûts pour la plupart des entreprises. La pression sur les coûts était également très limitée du côté de la demande. Le bon niveau de formation de la main d'œuvre du pays permet de plus d'éliminer certaines erreurs de planification sur les chantiers. La faible disposition au changement et l'attractivité jusqu'à présent plutôt faible de la branche pour les talents férus de nouvelles technologies ont également dû représenter d'autres freins à l'évolution.

**L'accentuation de la pression sur les marges va accélérer la numérisation**

Les conséquences du défaut d'intégration actuel du numérique sont des échanges d'informations lacunaires et donc des pertes d'informations. Celles-ci prolongent d'une part la phase de planification et, d'autre part, contribuent à générer des défauts dans la planification et la construction, coûteux en temps et en argent. La pression sur les marges dans la branche de la construction devrait cependant augmenter encore nettement au cours des prochaines années. L'essor de la construction semble en effet avoir atteint son sommet et les demandeurs restants pourront exercer davantage de pression sur les prix. Un volume de commandes plus faible forcera la branche à travailler de façon plus efficace et plus économique. De plus, avec l'adoption de normes supplémentaires, la construction gagne encore en complexité, ce qui favorise la numérisation. Ces défis vont augmenter nettement la pression à l'innovation.

**Le retard se reflète dans des gains de productivité faibles**

Bien que la branche de la construction occupe la quatrième place de tous les secteurs en Suisse en ce qui concerne la création de valeur brute (2013: 32,2 mrd CHF), elle réalise un score inférieur à la moyenne en ce qui concerne la productivité du travail. Parmi les huit branches avec la plus forte valeur ajoutée, elle occupait en 2013 avec 96 494 CHF (aux prix de 2010) la dernière place en termes de création de valeur par équivalent plein temps, derrière le commerce de détail (fig. 35). À cause du manque d'innovation, la productivité du travail dans la branche de la construction connaît depuis 1997 une croissance (0,3% par an) inférieure à la moyenne de l'ensemble de l'économie (1,1% par an). La croissance réalisée serait en outre essentiellement à imputer à l'intégration de services tertiaires plus productifs (p. ex. le développement immobilier) et moins à une croissance de l'efficacité sur les chantiers.

## Le BIM: pierre angulaire de la numérisation

### Représentation numérique du futur bâtiment

La modélisation des données du bâtiment (Building Information Model ou BIM) représente le premier pas vers la numérisation de la construction. Cette modélisation débouche sur une maquette numérique du bâtiment avec tous les éléments de la construction. Contrairement aux plans ou à la conception assistée par ordinateur (CAO), la modélisation des objets est ici au premier plan. Aux objets individuels sont à leur tour rattachés des attributs comme le matériau, le poids ou le fabricant (BIM 3D). L'un des principaux avantages est la possibilité de tester directement sur le modèle différentes caractéristiques du bâtiment, comme l'éclairage, la statique, le chauffage ou les exigences concernant les issues de secours. Le besoin en matériaux peut aussi être calculé à l'aide du BIM. Grâce à l'affectation d'un temps de construction à chaque objet (BIM 4D), il est possible de planifier précisément les livraisons de matériaux et le recours à la main d'œuvre, et le maître d'ouvrage peut juger plus facilement de l'avancement de la construction. Si les coûts sont liés aux objets dans le modèle (BIM 5D), ils peuvent être recalculés directement en cas de modification du modèle.

### Facilitation de l'échange d'informations entre les acteurs du processus de construction

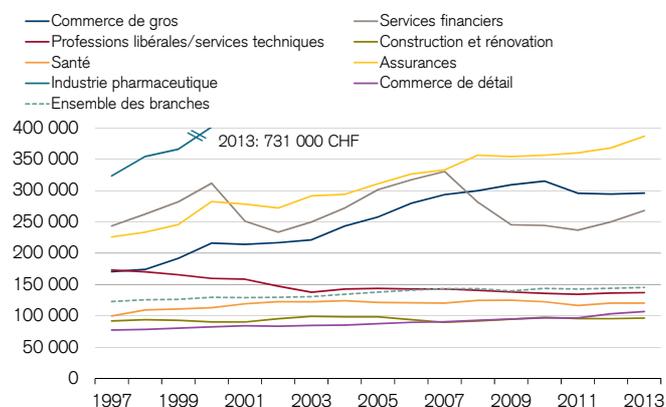
L'échange d'information entre les différentes disciplines se produit de deux façons lors de l'utilisation du BIM. Dans la première phase d'implémentation, le logiciel est utilisé en interne, l'échange de données se faisant ainsi de façon traditionnelle (*little BIM*). On estime à environ un bon cinquième la part des architectes qui utilisent le BIM de cette façon; pour les spécialistes de la planification, cette proportion devrait être nettement plus élevée en raison de la plus grande complexité des tâches. Les différences sont considérables au sein de la branche: ce sont surtout les entreprises plus importantes et intégrées qui mettent largement en place le BIM, alors que les petites sociétés n'ont souvent pas encore reconnu le besoin d'implémentation. Le BIM ne peut cependant montrer ses points forts que lorsque les modèles des différentes disciplines sont reliés (*big BIM*). Des différents modèles (architecture, structure porteuse, technique du bâtiment, etc.) découlent un modèle général qui correspond à une représentation numérique du futur bâtiment. Or le BIM n'a jusqu'à présent été mis en place en Suisse à ce niveau que pour de gros projets comme la tour Roche.

### Adoption nettement plus avancée à l'étranger

À l'étranger, l'implémentation du BIM est beaucoup plus avancée (fig. 36). Aux États-Unis, plus de la moitié des acteurs de la construction utilisent le BIM et cette part continue d'augmenter. En Europe, les précurseurs sont la Grande-Bretagne, ainsi que les pays nordiques où le BIM est impliqué dans environ 70% des projets. Ces pays prescrivent de plus l'utilisation du BIM dans le cadre des constructions de bâtiments publics, ce qui stimule fortement la diffusion de l'outil. Des réglementations similaires devraient bientôt être appliquées dans toute l'Europe. En Suisse, la standardisation s'est jusqu'à présent limitée à l'élaboration d'un guide BIM, mais aucune directive légale n'est prévue. Contrairement à l'étranger, l'implémentation du BIM en Suisse n'est pas promue par les autorités mais uniquement par quelques précurseurs dans la branche.

**Fig. 35: Productivité du travail par employé**

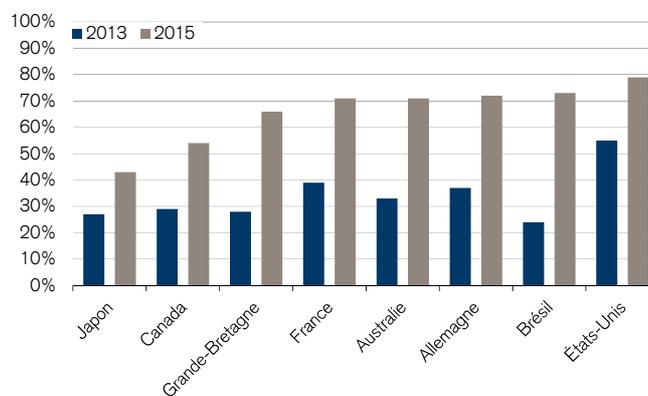
Productivité du travail en CHF par employé (équivalent plein temps); huit branches à la valeur ajoutée la plus élevée



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 36: Intégration du BIM à l'étranger**

Pays dont les entreprises montrent un fort niveau d'intégration du BIM, en %



Source: «Business Value of BIM», SmartMarket Report, 2014

### Le BIM, partie intégrante du changement de processus

L'introduction du BIM représente cependant plus que l'utilisation d'un nouveau logiciel. Le BIM fait partie intégrante de la numérisation de l'ensemble de la chaîne de création de valeur. Un échange d'information au travers d'un modèle commun nécessite une collaboration renforcée et précoce entre les partenaires impliqués. Davantage de dépenses se produisent en conséquence

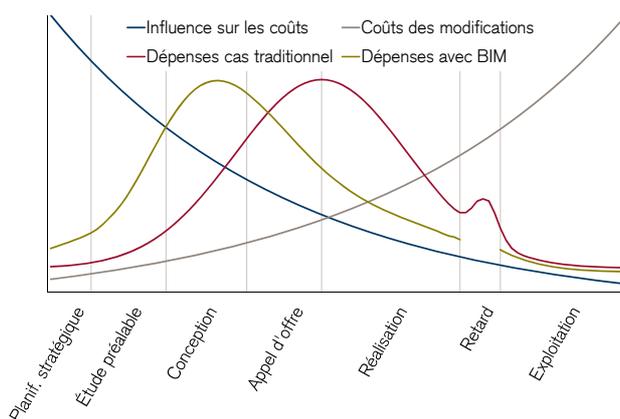
plus tôt, dans la phase de développement et non lors de la documentation technique et de l'appel d'offres comme dans les processus de construction traditionnels (fig. 37), ce qui est positif car, plus un projet est avancé, plus il est difficile et cher de procéder à des changements. C'est uniquement très tôt dans la phase de développement, lorsque les projets peuvent encore enregistrer des modifications radicales, qu'il est envisageable de ne pas avoir encore développé un modèle numérique complet. Au sein de l'entreprise, la numérisation entraîne une redéfinition des processus. Ils doivent être plus fortement orientés sur la coopération et le traitement des données numériques.

### La numérisation réduit les coûts par des économies de temps et un meilleur flux d'information

Les économies de coûts et de temps grâce au BIM proviennent essentiellement d'un meilleur flux d'information entre les partenaires. Par exemple, les sous-traitants et les fournisseurs sont impliqués plus tôt dans le processus, ce qui signifie moins de modifications de plans, consommatrices de temps, avant de commencer la construction. Le maître d'ouvrage sait également plus précisément ce qu'il va recevoir, à quel moment et à quel prix. Grâce au modèle, la complexité du projet peut également être mieux appréhendée. Les défauts de construction peuvent déjà être décelés dans le modèle (fig. 38). En Grande-Bretagne, lors d'une implémentation complète du BIM, on attend une réduction jusqu'à 50% des délais du processus de construction et de planification. D'un point de vue uniquement financier, l'utilisation du BIM permet jusqu'à un tiers d'économies. Pour les grands projets, les avantages du BIM apparaissent particulièrement clairement. Son utilisation devrait certainement également en valoir la peine pour les petits projets, mais il faut pour cela qu'il soit adopté plus largement.

**Fig. 37: Approche du projet de construction – traditionnelle et BIM**

Représentation schématique



Source: BIM-Leitfaden für Deutschland

### Les coûts d'installation et la culture d'entreprise freinent l'implémentation

L'extension de la numérisation se heurte aux importantes dépenses de mise en place et au taux d'exploitation élevé dans la branche de la construction. Ces obstacles sont conséquents pour les petites entreprises, car elles doivent mener cette tâche de front avec l'exploitation courante. Le succès dépend avant tout de la capacité d'adaptation et de l'ouverture de l'entreprise vis-à-vis de l'innovation. Or la culture de la branche suisse de la construction freine la numérisation. De nombreuses entreprises sont dirigées par une génération peu férue de technologie. Dans ces établissements, un changement de mentalité radical doit avoir lieu, ou alors de nouvelles entreprises avec des technologies innovantes reprendront le marché.

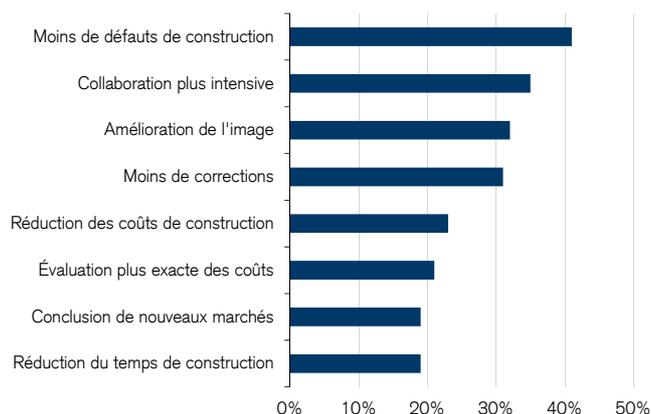
### Les chantiers deviennent numériques

## Robotique, intégration et préfabrication comme deuxième étape

La numérisation ne s'arrêtera pas au processus de planification et le potentiel de numérisation est peut-être encore plus important sur les chantiers eux-mêmes. Le BIM peut être utilisé pour améliorer le contrôle et le pilotage du processus de construction. Pour une meilleure visualisation du modèle sur le chantier, on peut avoir recours à la réalité augmentée. Les installateurs et la direction du chantier peuvent ainsi visualiser sur place le bâtiment terminé avec toutes les installations. L'intégration des moyens de production dans le modèle ouvre de nouvelles possibilités. D'abord, les machines peuvent travailler exactement selon le modèle. Ensuite, grâce à une meilleure surveillance, l'utilisation des capacités peut être mieux contrôlée et optimisée. La livraison

**Fig. 38: Avantages les plus cités du BIM**

Part des personnes interrogées (dans les pays industrialisés, sans la Suisse) qui citent chaque point comme l'un des trois avantages les plus importants



Source: «Business Value of BIM», SmartMarket Report, 2014

de matériaux sur le chantier peut également se faire exactement en fonction des besoins. La prochaine étape en direction de l'Internet des objets est l'utilisation de drones et de robots qui travaillent de façon autonome à partir du modèle et lui renvoient à leur tour les informations sur l'avancement de la construction.

## Évolution à long terme vers un secteur de la construction 4.0

L'automatisation et la numérisation des processus de fabrication d'éléments de construction sont d'autres possibilités, qui existent déjà depuis des années dans la fabrication automobile. Jusqu'à présent, la gestion décentralisée de l'information empêchait une préfabrication automatisée. Grâce à la représentation numérique du bâtiment, la préfabrication sur mesure est désormais possible (*mass customization*). L'utilisation de l'impression en 3D est ici particulièrement bien adaptée, car cette technologie peut fabriquer des pièces selon les exigences du modèle. L'impression de maisons entières sur les chantiers ne devrait cependant pas être une voie d'avenir. Mais certains éléments de parois par exemple seront plutôt imprimés en usine et pourvus des conduites et installations nécessaires. Le travail sur le chantier se limitera alors à l'assemblage de ces éléments. En conséquence, seul le personnel de montage sera encore nécessaire sur le chantier. Avec la numérisation de la fabrication, les vices de construction devraient aussi être réduits. À quelle vitesse et dans quelle mesure cette préfabrication se mettra en place dépend surtout de son potentiel d'économies par rapport à la fabrication traditionnelle sur place. Grâce aux économies d'échelle, les usines devraient néanmoins produire de façon plus rapide, plus économique et plus précise.

## Quatre thèses concernant la construction de demain

La numérisation de la branche de la construction en Suisse n'est pas encore très avancée. Cependant, il ne fait aucun doute que la branche ne peut plus reculer et que les processus de construction comme la structure du marché vont connaître des changements profonds. Nous présentons ci-après quatre thèses concernant ces changements:

### 1. Transformation radicale de la structure du marché

L'implémentation étendue du BIM en Suisse devrait se produire en moins de cinq ans. Pour les sociétés qui n'ont pas encore pris de mesures dans cette direction, cela signifie qu'elles devront bientôt faire preuve de flexibilité dans l'adoption de cet outil. Or toutes n'y parviendront pas: suite à l'augmentation de la pression sur les marges et aux avantages de coûts des concurrents, certains acteurs seront alors éliminés du marché.

### 2. Déplacement de la chaîne de création de valeur hors du chantier

La numérisation entraînera des changements dans la chaîne de création de valeur. Les sociétés actives lors de la planification pourront générer davantage de valeur grâce à l'accent plus fort mis sur cette phase. La création de valeur s'éloigne encore du chantier vers le processus de planification et, à long terme, vers les producteurs spécialisés d'éléments préfabriqués. Comme cette fabrication ne doit pas forcément se faire sur site, une autre délocalisation de la création de valeur à l'étranger serait possible. En raison de la progression de l'intensité de création de valeur, la productivité de la branche de la construction devrait augmenter nettement et rattraper son retard.

### 3. Nouvelles exigences pour les employés

La numérisation nécessite de nouvelles compétences et déclenche un changement des profils professionnels. Dans la phase de planification, les exigences augmentent: davantage de compétences sont demandées dans les technologies numériques. Grâce à la coopération intensive, de nouveaux métiers vont également apparaître dans le domaine de la coordination. Sur le chantier lui-même, moins de personnel sera nécessaire à long terme en raison de la préfabrication. Les exigences vont également évoluer pour les installateurs sur les chantiers. Alors qu'auparavant les compétences manuelles étaient au premier plan, il sera plus important à l'avenir de savoir utiliser de façon efficace les outils numériques déjà installés.

### 4. Réduction des risques dans les investissements immobiliers

Un raccourcissement du temps de construction et davantage de sécurité concernant les coûts vont réduire les risques des développements de projets et rendre ceux-ci plus attractifs. Suite au raccourcissement de l'ensemble du processus de construction, l'offre pourrait à long terme se rapprocher de la demande. La probabilité se réduit d'une évolution défavorable de l'environnement de marché jusqu'à la réalisation du projet de construction. La rapidité gagnée dans les processus de planification et de construction, grâce à la numérisation, pourrait tout à fait diminuer le décalage temporel entre l'offre et la demande dans l'immobilier et réduire la suroffre. Les risques provenant de recours et d'autres retards juridiques perdurent cependant.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Nous remercions Peter Scherer (Bâtir digital Suisse), ainsi que le Dr. Jörg Kaiser (Implenia), Alar Jost (Implenia) et le Dr. Christian Kraft (Implenia) pour leurs apports précieux à cet article.

## Surfaces de bureaux

# Une demande en recul exacerbe un marché très disputé

En dépit de la croissance modérée de l'économie ces dernières années, le marché de l'immobilier de bureaux évolue vers une suroffre. C'est donc la demande qui fait l'objet de toutes les attentions, puisque c'est bien de son côté que l'équilibre doit être rétabli. Il est cependant difficile de faire preuve de beaucoup d'optimisme, d'autant que la mutation structurelle détermine les événements. Certains acteurs importants de la demande en Suisse, comme la branche des services financiers, ne sont pas les seuls à devoir composer avec une nouvelle donne: en effet, c'est tout le secteur tertiaire qui se voit confronté à de nouveaux défis liés à la révolution numérique. Motivée par la numérisation, la délocalisation de certaines fonctions administratives d'assistance vers des pays où la main-d'œuvre est moins chère (offshoring) n'est pas un phénomène nouveau pour le secteur tertiaire, néanmoins relativement récent. La numérisation est cependant aussi source d'opportunités: globalement, les investisseurs malmenés par les taux négatifs ont cessé de freiner leur activité de placement pour la déplacer régionalement. Dans ces circonstances, la concurrence ne devrait pas perdre de son intensité.

## Demande: faibles lueurs d'espoir

Avec 0,7% en 2015, l'emploi en Suisse a progressé un peu plus modestement que l'année précédente. Les branches de services ont atteint des taux de croissance élevés. Les télécommunications, et l'informatique ainsi que la santé, notamment, ont signé ces cinq dernières années une expansion robuste de plus de 3% en moyenne par an (fig. 39). En chiffres absolus, ce sont surtout la santé et l'enseignement, suivis de l'informatique, des services aux entreprises et du commerce de gros qui ont contribué à la croissance. À eux seuls, la santé et l'enseignement ont représenté plus de la moitié de la hausse annuelle totale de l'emploi. Et si l'emploi s'est inscrit en recul dans l'informatique en 2015, cette branche est à notre avis (avec les services publics<sup>3</sup> et le social) celle qui recèle les meilleures perspectives de croissance. Pour 2016, nous ne tablons que sur une croissance marginale de 0,1% de l'emploi en Suisse. Des reculs sont attendus dans la construction (-0,5%), l'industrie de transformation (-1,2%) et, surtout, dans l'hôtellerie et la restauration (-2,9%). Comme ces deux dernières années, ce sont essentiellement l'administration publique, la santé et le social qui devraient progresser. La demande en services d'une société vieillissante ainsi que la croissance des branches susmentionnées qui en découle soutiennent toujours plus unilatéralement l'évolution de l'emploi.

Ces prévisions sur l'emploi ne sont pas de bon augure pour la demande en surfaces de bureaux, même si le recul de l'emploi ne devrait pas venir plomber les branches de bureaux classiques. Selon nos estimations, la demande en surfaces a encore progressé de quelque 300 000 m<sup>2</sup> en 2015 (fig. 40). Les services publics, en particulier, ont été l'an dernier un excellent débouché pour les surfaces, puisque la demande a essentiellement été générée par les services publics et le social. Pour 2016, nous n'attendons qu'une demande supplémentaire marginale en surfaces de bureaux d'environ 10 000 m<sup>2</sup> – autant dire une stagnation. Si les branches proches de l'État continuent d'afficher une croissance solide de quelque 150 000 m<sup>2</sup>, les impulsions largement manquantes en provenance des autres branches tirent toutefois la demande globale vers le bas. Dans l'industrie et la construction, la tertiarisation continue, qui entraîne un besoin supplémentaire en postes de travail de bureau, ne peut que compenser le fléchissement de la demande en surfaces consécutif aux réductions de postes. Du côté des branches de bureaux classiques non plus, aucune demande supplémentaire en surfaces de bureaux n'est attendue en 2016. En raison des incertitudes liées à la conception de la troisième réforme de l'imposition des entreprises (RIE III), de la délocalisation de postes de travail vers des pays où la main-d'œuvre est moins chère et de la mutation structurelle dans le secteur des services financiers, l'emploi dans les branches de bureaux classiques ne devrait progresser que d'un maigre 0,4%. Comme des formes de travail modernes (telles que le desksharing) et des possibilités de travail plus flexibles découlant de la numérisation (comme le télétravail) permettent également une utilisation plus efficace des surfaces de bureaux, aucune demande supplémentaire ne se dessine malgré une faible croissance de l'emploi.

**La croissance de l'emploi s'essouffle, se concentrant exclusivement sur la santé et l'enseignement**

**Stagnation de la demande en surfaces en 2016**

<sup>3</sup> Soit toutes les branches proches de l'État et notamment la santé, l'enseignement et l'administration publique.

## La consolidation dans le secteur des services financiers réduit la demande en surfaces...

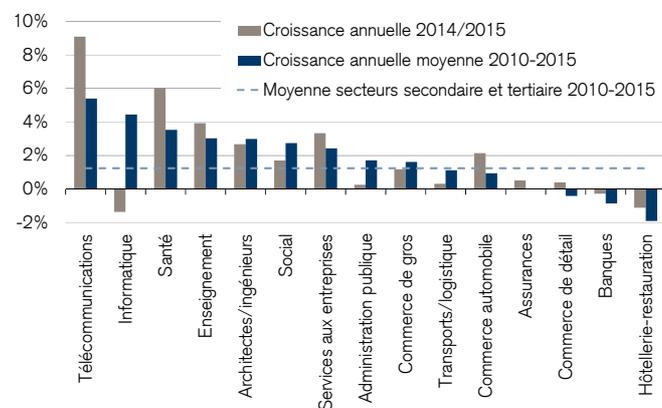
Le récent cycle des surfaces de bureaux se caractérise notamment par le manque de demande en surfaces provenant des services financiers. Et l'avenir proche ne devrait pas non plus s'accompagner d'impulsions de croissance. Bien au contraire: la consolidation de la branche se poursuit, entraînant un recul de la demande en surfaces. Avec l'échange automatique de renseignements à compter de 2017, le secret bancaire disparaîtra définitivement pour la plupart des clients étrangers, si bien que la mutation structurelle se poursuivra. D'après la Banque nationale suisse, le nombre de banques établies en Suisse est déjà passé de 282 à 241 instituts entre 2008 et 2014, même si ce sont surtout les banques étrangères qui ont réduit leur présence en Suisse ces dernières années. Depuis 2008, le nombre d'employés en Suisse a reculé de 5,5% pour s'établir à 104 053. Les dispositions plus strictes en matière de réglementation ont néanmoins contenu le recul de l'emploi, car les banques ont dû faire appel à du personnel supplémentaire pour faire face à l'augmentation massive de la charge réglementaire. Et par voie de conséquence, de nombreux prestataires financiers n'ont pas pu adapter leurs coûts à la baisse de leurs recettes. Les gestionnaires de fortune indépendants, les banquiers privés et les petites banques, notamment, sont confrontés à des ratios coûts/revenus nettement plus défavorables, ce qui devrait se traduire par des consolidations plus soutenues et d'autres réductions de postes. La banque privée Hottinger (faillite) et le groupe Valartis (sursis concordataire) font partie des dernières victimes en date de ce phénomène.

## ... et le nombre de succursales

Le volume des surfaces de bureaux, tout comme le nombre de succursales bancaires, ne cesse de décroître. En 2014, la Suisse comptait 2937 succursales bancaires – 223 de moins que six ans auparavant. Sachant que chacune des succursales a besoin, en moyenne, d'une surface d'environ 250 m<sup>2</sup>, cela représente une réduction de la demande en surfaces de 55 750 m<sup>2</sup> souvent concentrés dans des endroits très fréquentés. Dans un avenir proche, la consolidation des réseaux de succursales devrait se poursuivre significativement, d'une part parce que la numérisation permet de procéder à des opérations bancaires indépendamment d'une succursale et d'autre part, parce que la pression sur les coûts augmente, raison pour laquelle l'exploitation rentable des succursales dans des zones de marché excentrées est examinée à la loupe.

Fig. 39: Évolution de l'emploi dans le secteur tertiaire

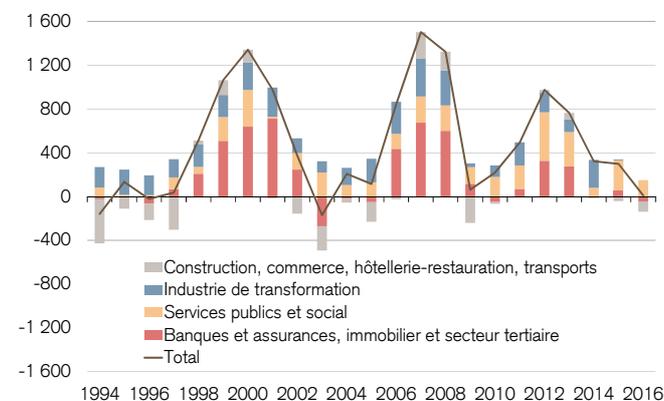
Croissance annuelle de différents prestataires, temps plein



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Fig. 40: Demande annuelle supplémentaire en surfaces de bureaux

Demande supplémentaire estimée en milliers de m<sup>2</sup>; 2015 et 2016: prévisions



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

## La délocalisation de postes (offshoring) déferle sur le secteur tertiaire

La délocalisation de la production vers des pays où les coûts sont moins élevés est déjà une réalité dans l'industrie depuis des années. Elle fait désormais des émules dans le secteur tertiaire. Si les multinationales axées sur les services et les grandes entreprises délocalisent déjà depuis des années leurs activités administratives, la vigueur du franc et la pression sur les marges contraignent toujours plus souvent des entreprises de moyenne, et même de petite taille, à recourir à cette forme de rationalisation. Des modifications structurelles simplifient la délocalisation des back-offices vers des pays où les niveaux des coûts sont nettement inférieurs. La numérisation et les technologies de communication permettent d'accéder rapidement et facilement aux mêmes informations à travers le globe. De ce fait, les entreprises helvétiques peuvent disposer d'un pool planétaire de main-d'œuvre bien formée. La mondialisation dans l'industrie des services n'en est ainsi qu'à ses débuts. De grandes entreprises suisses ont ici une longueur d'avance et se forgent depuis plus de dix ans déjà une expérience dans la délocalisation d'activités de services standardisables des domaines du trafic des paiements, de la technologie de l'information, de la comptabilité, de la gestion des données ou encore du personnel.

## Un gros écart salarial comme moteur du développement

En dépit de taux d'erreur élevés au départ et de divers problèmes d'interface, la délocalisation est une bonne option: pour preuve, le coût du travail est, par exemple, quatre fois moins élevé en Pologne qu'en Suisse. Il est même dix fois moins élevé en Inde. Les coûts moins importants de la main-d'œuvre ne sont pas le seul facteur dans l'équation: ainsi, les coûts de la place de travail, qui ne représentent souvent à l'étranger qu'une fraction de ceux en vigueur en Suisse, sont aussi pris en compte. En conséquence, UBS prévoit par exemple de délocaliser dans les deux années à venir 4000 postes d'informaticiens de ses sites à salaires élevés, tels que Zurich ou Londres, vers des sites meilleur marché. Le Credit Suisse, quant à lui, souhaite faire passer le pourcentage de postes de ses Shared Service Center de 15% à 25% d'ici 2018. Julius Bär planifie également la suppression de 200 postes de travail en Suisse et leur délocalisation partielle. Les banques ne sont pas les seules concernées par ce phénomène. En réalité, toutes les entreprises helvétiques actives à l'international, confrontées à la concurrence étrangère et, partant, à une forte pression à la réduction des coûts, se penchent sur le potentiel de délocalisation de leurs places de travail en Suisse. Novartis, par exemple, gère plusieurs centres de services en Europe de l'Est et en Inde. Le géant pharmaceutique a récemment fait l'acquisition d'un immeuble de bureaux à Hyderabad susceptible d'accueillir 8000 collaborateurs. De même, Zurich Insurance Group et SR Technics ont annoncé des délocalisations. Entreprise de taille moyenne, le producteur de câbles Huber+Suhner a, lui aussi, rejoint la liste des acteurs qui ont fait le choix de délocaliser leurs tâches administratives vers des sites moins coûteux.

## Davantage de délocalisation de la part des PME pourrait sensiblement réduire la demande en surfaces en Suisse

Dans l'ensemble, les expériences positives faites par les multinationales en matière de délocalisation incitent également de plus en plus les petites et moyennes entreprises (PME) à monter dans ce train en marche. Mais les économies de coûts ne sont pas le seul facteur qui fait pencher la balance. Grâce à cette répartition particulière du travail, ces entreprises peuvent recourir à une main-d'œuvre spécialisée à laquelle leur structure trop peu diversifiée ne leur permettrait normalement pas d'accéder. De ce fait, cette tendance à la délocalisation ne concerne plus uniquement des tâches administratives simples, mais également et toujours plus, des services plus complexes tels que des activités juridiques ou analytiques ou des prestations financières. La délocalisation a néanmoins également ses limites. La gestion des données et des informations sensibles (p. ex. des données clients) plaide ainsi en défaveur de l'externalisation d'une activité. Les processus de gestion et commerciaux qui recèlent les véritables compétences-clés d'une entreprise sont également peu concernés. Dans les grandes entreprises, le processus de délocalisation est déjà bien avancé. Le potentiel pour d'autres délocalisations de services devrait ainsi surtout se retrouver chez les prestataires de petite ou moyenne taille. Des prestataires spécialisés dans les PME, qui délivrent leurs prestations pour quantité de petites organisations, simplifient grandement le processus de délocalisation. Selon nos calculs, 250 000 personnes travaillaient en 2010 dans des fonctions d'assistance dans des PME du secteur tertiaire. Une réduction hypothétique de 10% de ces activités du fait de la délocalisation correspondrait à un recul significatif de la demande en surfaces de bureaux de près de 500 000 m<sup>2</sup>, soit la production annuelle moyenne de surfaces de toute la Suisse.

## La réforme de l'imposition des entreprises freine les implantations

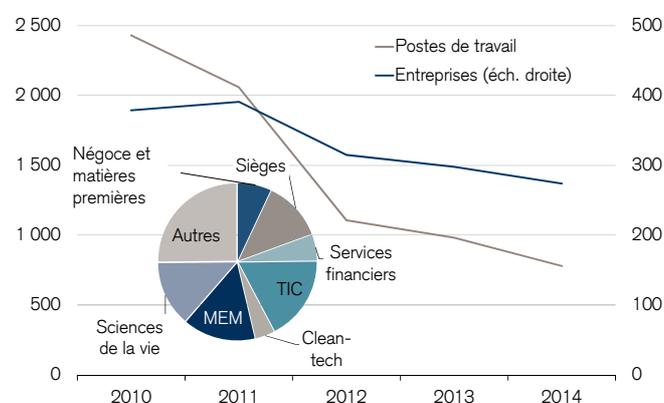
Compte tenu de la pression exercée par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et le G20, l'imposition des entreprises en Suisse doit s'adapter aux nouvelles normes internationales. Le régime d'imposition préférentiel applicable aux entreprises qui réalisent l'essentiel de leur chiffre d'affaires à l'étranger va être aboli. En revanche, les entreprises innovantes devraient profiter à l'avenir de mesures incitatives acceptées sur le plan international. Les incertitudes liées à la conception exacte de la prochaine réforme de l'imposition des entreprises (RIE III) constituent, depuis un certain temps, un frein lézant la Suisse en tant que site d'accueil pour entreprises. Elles expliquent d'ailleurs, en partie, le recul significatif de l'implantation d'entreprises étrangères (fig. 41). La Suisse se prépare ainsi à une restructuration de son imposition des entreprises qui sera significative à plusieurs égards. Premièrement, parce que les entreprises, qui contribuent à hauteur de 15% à l'ensemble des recettes fiscales, sont une composante importante des finances de la Confédération. L'impôt sur le bénéfice représente plus de 90% et l'impôt sur le capital, prélevé uniquement au niveau des cantons et communes, 8,2%. Deuxièmement, parce qu'une suppression sans contrepartie du privilège fiscal cantonal pour les sociétés à statut particulier se traduirait, à n'en pas douter, par le départ d'entreprises actuellement fiscalement privilégiées qui ont une importance significative pour la Suisse. En effet, celles-ci sont à l'origine d'environ la moitié des recettes en provenance de l'impôt sur le bénéfice de la Confédération et d'un cinquième de celles des cantons et communes. De surcroît, ces entreprises comptent souvent parmi les plus innovantes de leur branche et emploient au total près de 150 000 personnes en Suisse (3,2% de l'emploi total). Comme il s'agit, en grande partie, de postes de travail de bureau, cela représente une utilisation de surfaces d'environ 3 mio. de m<sup>2</sup> ou 5,7% de tout le parc.

## Un exode des sociétés à statut particulier est peu probable

Le danger d'un exode d'entreprises pour l'heure fiscalement privilégiées est néanmoins faible, tant que les cantons mettront en œuvre les réductions envisagées de leurs taux d'imposition sur les bénéficiaires. De plus, même après la RIE III, la Suisse continuera de figurer parmi les sites les plus attractifs pour les entreprises (fig. 42) en comparaison internationale. Cela étant, la concurrence entre les cantons pour attirer les entreprises sur la base des taux d'imposition ordinaires des bénéficiaires devrait s'intensifier et entraîner des déménagements d'un canton à un autre des sièges des entreprises. Comme le projet se trouve en cours de discussion au Parlement, les conséquences de la réforme sont pour l'heure difficiles à évaluer dans l'état actuel des choses. Qui plus est, la stratégie fiscale de chaque canton dépendra également des mesures prises par les autres et de la concurrence internationale. Reste à voir si cela créera des conditions vraiment équitables – il faudra attendre pour cela que les stratégies fiscales de tous les pays soient transparentes. Compte tenu de l'importance financière de l'impôt sur les sociétés, il est tout à fait imaginable que de nouveaux vides juridiques apparaissent en certains endroits ou que certains pays ne procèdent sciemment pas aux réformes nécessaires. Certains cantons ont d'ores et déjà présenté des stratégies conçues pour composer avec ce défi. Le chapitre consacré aux cinq plus grands marchés des surfaces de bureaux y reviendra en détail.

**Fig. 41: Implantations d'entreprises**

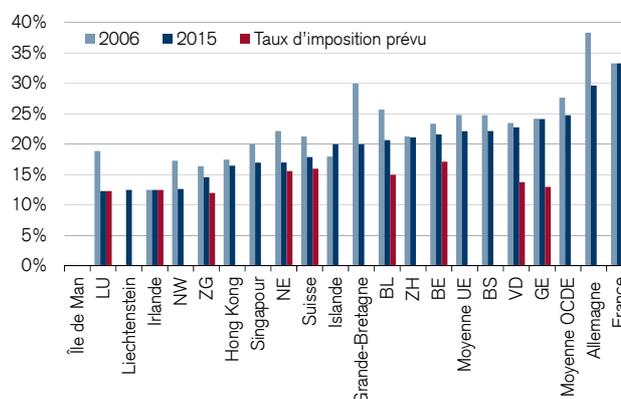
Évolution des postes de travail et entreprises apparues par implantations; diagramme circulaire: implantations par branches, 2014



Source: Conférence des chefs des départements cantonaux de l'économie publique (CDEP)

**Fig. 42: Imposition internationale des entreprises**

Taux d'imposition maximal des bénéficiaires; CH: taux eff. max. impôts fédéraux/cantonaux/communaux pour le chef-lieu du canton, taux d'imposition des bénéficiaires prévu après la RIE III



Source: KPMG, sources gouvernementales, Credit Suisse

## L'expansion planifiée correspond à la moyenne à long terme

## Offre: coup de frein à la croissance de l'offre de surfaces

Depuis la fin 2013, la somme mobile sur douze mois des permis de construire pour des surfaces de bureaux évolue latéralement, juste en dessous du seuil des 2 mrd CHF. Pour 2015, les investissements autorisés s'élèvent au total à 2096 mio. CHF, un résultat légèrement supérieur à la moyenne à long terme depuis 1994 (fig. 43). En dépit de la hausse des surfaces vacantes et de perspectives conjoncturelles modestes, le volume d'investissement se maintient à ce niveau. Comme on ne peut pas compter, à moyen terme, sur une hausse de la croissance de l'emploi dans les branches de bureaux, l'expansion prévue est trop importante pour permettre d'inverser la tendance des surfaces vacantes.

## Les centres de moyenne taille, le nouveau point de mire du capital en quête de placement

En raison des problèmes de débouché pour les surfaces de bureaux au sein des cinq grands centres, l'accent du capital en quête de placement s'est déplacé. Fin 2015, le volume d'investissement autorisé pour des immeubles de bureaux s'élevait à 629 mio. CHF sur les cinq principaux marchés immobiliers de bureaux, soit 19% en deçà de la moyenne à long terme. En revanche, l'immobilier de bureaux des centres de moyenne taille a attiré l'attention des investisseurs motivés par les taux négatifs. Sur ces sites, les taux de l'offre sont nettement inférieurs à ceux des cinq grands centres, ce qui promet une meilleure capacité d'absorption pour les nouvelles surfaces (fig. 51). En conséquence, le volume des nouvelles constructions autorisées dans les six centres de moyenne les plus importants a progressé à 384 mio. CHF à la fin 2015, soit plus de 50% au-dessus de la moyenne à long terme (fig. 44). À moyen terme, ces centres de moyenne taille connaîtront donc une augmentation notable de leurs surfaces de bureaux. La plus grande progression devrait se produire à Aarau, Zoug, Saint-Gall et Lugano. Dans les autres centres, les communes suburbaines et la périphérie, le volume des permis de construire a perdu de sa dynamique l'an dernier. Il s'établit à présent juste au-dessus de la moyenne à long terme. L'expansion prévue de nouvelles surfaces et les volumes autorisés pour

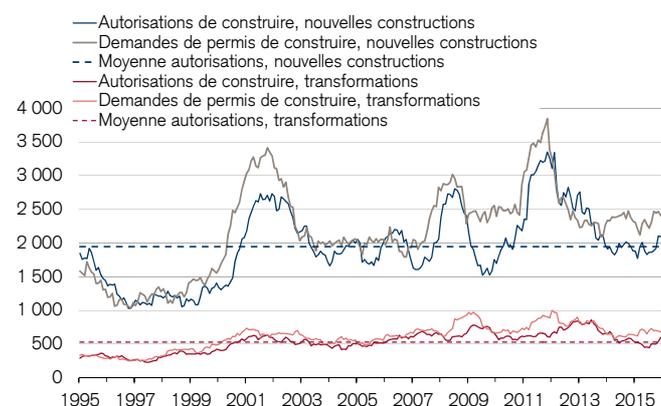
des transformations de bureaux évoluent tous deux pratiquement au niveau de la moyenne à long terme de 530 mio. CHF (fig. 43).

### Les idées de projets ne manquent pas

La multitude de projets activement commercialisés sur le marché démontre que ni les moyens à disposition ni les idées ne manquent pour faire avancer l'expansion du marché de l'immobilier de bureaux. Ce sont les Chemins de fer fédéraux (CFF) qui devraient afficher le pipeline de projets le mieux garni. En effet, après les grands projets de Berne-Wankdorf et de l'Europaallee à Zurich, les CFF prévoient à présent d'étendre leur concept à succès vers d'autres sites: ériger sur les meilleurs emplacements dont ils disposent des centres de services loués aux conditions du marché, juste à côté de gares bien fréquentées. La connexion optimale avec les transports publics et la proximité avec d'autres services sont, aux yeux de nombreuses entreprises, des arguments décisifs pour opter en faveur d'un déménagement, de sorte que les CFF sont excellemment positionnés sur le marché très disputé des locataires.

**Fig. 43: Planification de surfaces de bureaux**

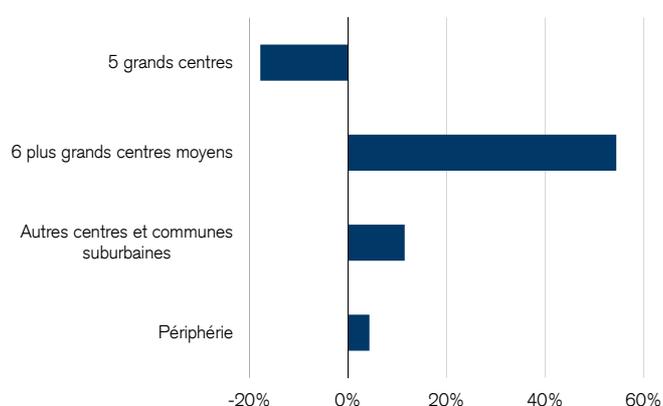
Autorisations de construire et demandes de permis de construire: somme mobile sur douze mois; en mio. CHF



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 44: Expansion spatiale**

Somme des autorisations de construire en 2015, par rapport à la moyenne à long terme depuis 1994



Source: Baublatt, Credit Suisse

### Un temps d'arrêt dans la progression de l'offre de surfaces

Le retour des investissements dans l'immobilier de bureaux à la moyenne à long terme a fondamentalement contribué à ne pas intensifier encore la suroffre de surfaces de bureaux publiées. Au quatrième trimestre 2015, les surfaces proposées – existantes et nouvelles – atteignaient 2 218 000 m<sup>2</sup>; fin 2014, le chiffre comptait 174 000 m<sup>2</sup> de plus (fig. 45). En comparaison historique, la part des surfaces proposées dans les cinq grands centres atteint le pourcentage élevé de 65,3%. Courant 2015, cette valeur n'a cependant plus progressé et s'est même légèrement contractée. Le quartier des affaires de Zurich, à lui seul, représente presque un tiers (29,1%) de toutes les surfaces proposées. Viennent ensuite Genève (15,6%) et Lausanne (7,7%). La part de surfaces de Zurich, avec 35,9% ou quelque 232 000 m<sup>2</sup>, dépend plus fortement que la moyenne de nouvelles surfaces qui arrivent pour la première fois sur le marché. Seule la ville de Bâle affiche un pourcentage supérieur avec 60,6%, en partant toutefois d'un taux d'offre nettement inférieur. Genève (5,1%) et Lausanne (7,7%) disposent de parts moins élevées de nouvelles surfaces. L'offre excessive autour du lac Léman est donc essentiellement à mettre au crédit d'immeubles déjà existants. Sur le marché de l'immobilier de bureaux de l'ensemble du pays, 27,5% de toutes les surfaces sont proposées pour une première location.

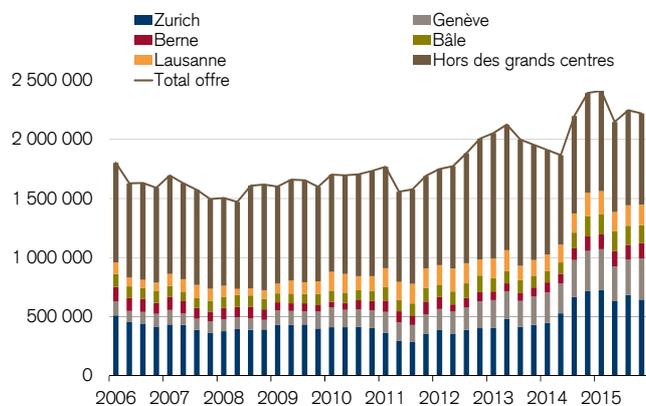
### L'offre publiée se concentre sur la première ceinture autour du CBD

Ces dernières années, les grandes entreprises, en particulier, ont quitté de nombreux bureaux situés sur des emplacements exclusifs du Central Business District (CBD) pour d'autres moins centraux, mais bien desservis, ce qui a provoqué une hausse temporaire du taux de l'offre dans le CBD. Depuis lors, les offres proposées se sont quelque peu normalisées dans les CBD. À Bâle et à Berne, les efforts d'importants employeurs désireux de regrouper des sites administratifs en dehors des emplacements chers du centre ne sont pas encore terminés, ce qui explique que dans ces deux villes, de plus en plus de surfaces du centre arriveront sur le marché dans les années à venir. Dans le même temps, l'offre excédentaire ne s'est pratiquement pas réduite dans la «première ceinture» autour du CBD: la part des surfaces de bureaux proposées dans le quartier des affaires élargi des cinq grands centres a progressé de 10,4% à 22,4% depuis début 2012 (fig. 46). Dans les quartiers des affaires extérieurs, la part des surfaces proposées se chiffre à 29,6%. L'offre ne se déplace pas uniquement dans l'espace: les surfaces sont également de plus en plus grandes. Ce phénomène s'explique exclusivement par les nouvelles constructions proposées, d'une surface de bureaux moyenne de 1200 m<sup>2</sup>. Il y a trois ans à peine, cette valeur était encore 40% inférieure. En revanche, la surface annoncée pour les im-

meubles existants atteint en moyenne 300 m<sup>2</sup> par annonce. Cette valeur est pour l'essentiel constante depuis des années.

**Fig. 45: Offre de surfaces de bureaux**

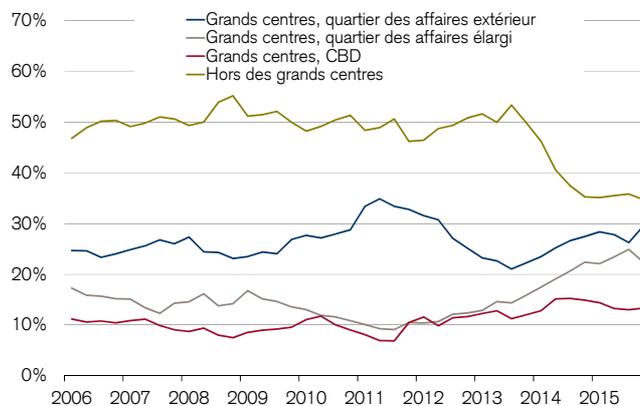
Somme des surfaces proposées par trimestre, en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Fig. 46: Offre de surfaces de bureaux par type de quartier des affaires**

Parts des quartiers des affaires dans le total des surfaces proposées



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

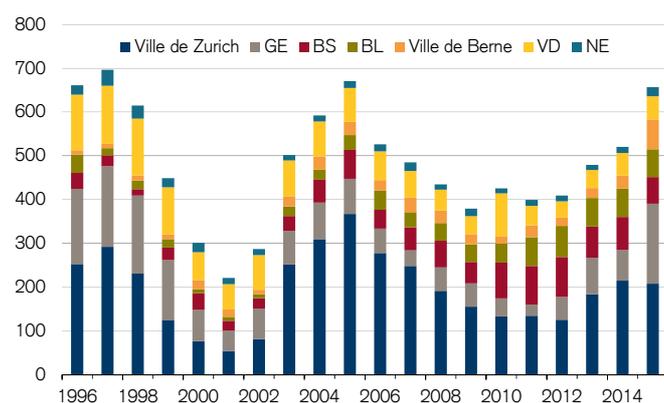
## Résultat du marché: en quête de stratégies sur un marché très disputé

### Les surfaces vacantes ont fortement augmenté à Genève et à Berne

Les importants volumes d'investissement dans des surfaces de bureaux de ces dernières années se sont traduits par une offre excédentaire, notamment dans les grands centres. Constat positif, les surfaces de bureaux vacantes ont cessé d'augmenter en l'espace d'un an sur certains sites; sur d'autres, comme à Bâle-Ville, elles ont même diminué (fig. 47). Ailleurs, les fortes activités de construction de ces dernières années se reflètent désormais clairement dans les surfaces vacantes. Ainsi, à Berne, les surfaces de bureaux vacantes – qui partaient d'un niveau peu élevé – ont plus que doublé en l'espace d'un an. Elles ont presque triplé à Genève. Au total, les régions prises en compte ont enregistré une hausse des surfaces vacantes de 26% en l'espace d'un an.

**Fig. 47: Surfaces de bureaux vacantes**

En milliers de m<sup>2</sup>; relevé partiel sur environ 43% du marché de l'immobilier de bureaux suisse



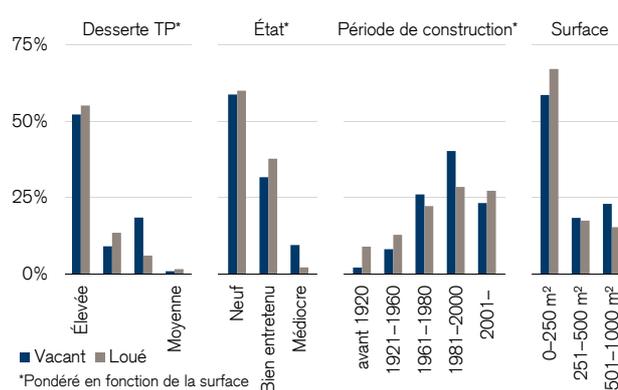
Source: Offices cantonaux de la statistique, Credit Suisse

### Moins de surfaces vacantes pour les sites bien desservis par les transports publics et les petites surfaces

Une comparaison entre surfaces de bureaux vacantes et louées, effectuée sur la base de données de la Real Estate Investment Data Association (REIDA), met en lumière les surfaces de bureaux qui ont plus de risques de ne pas trouver preneur (fig. 48). Les surfaces vacantes sont plus fréquemment situées sur des sites moins bien desservis par les transports publics (TP) que sur les meilleurs emplacements. De même, celles construites entre 1961 et l'an 2000 sont plus souvent disponibles. Les bâtiments construits avant 1960 et les plus récents semblent être plus prisés par les locataires. Déjà mentionnée, la taille en hausse des surfaces proposées se reflète également dans les surfaces vacantes: ainsi, les surfaces de plus de 500 m<sup>2</sup> sont bien plus souvent libres que celles n'excédant pas 250 m<sup>2</sup>.

**Fig. 48: Caractéristiques des surfaces de bureaux vacantes**

Caractéristiques des surfaces vacantes et des surfaces louées, troisième trimestre 2015



Source: REIDA, Credit Suisse

## Hausse du pouvoir de négociation des locataires et baisse des loyers

Les surfaces vacantes élevées ont consolidé la position des locataires dans les négociations et accru la pression sur les prix des loyers. Zurich et Genève, en particulier, sont désormais des marchés de locataires bien marqués. Dans la plupart des cas, les demandeurs peuvent y faire leur choix entre plusieurs biens immobiliers, et les bâtiments y sont également conçus de temps à autre sur mesure suivant les besoins du locataire. D'après les indices hédonistes des loyers corrigés de la qualité, les loyers des bureaux sur les principaux marchés de bureaux ont dépassé leur zénith dans la plupart des régions dès le début 2013 (fig. 49). À Zurich, où la progression des surfaces a été particulièrement significative, les loyers des bureaux ont perdu 8,5% par rapport à leur niveau plafond. À Bâle et Genève, les loyers ont eux aussi cédé pas moins de 7,2% et 6,7% respectivement depuis la fin 2012. Enfin, à Berne (-2,9%), en ville de Lausanne (-4,2%) et dans le reste de la Suisse (-4,4%), le recul des prix est légèrement moins marqué. Globalement, la cadence de la correction des prix s'est ralentie. Il n'y a guère qu'à Genève qu'une diminution moins prononcée des prix n'est pas encore d'actualité. Au regard de la situation de suroffre persistante, le recul des loyers des bureaux devrait se poursuivre en 2016, même si la dynamique n'est plus la même.

## De plus en plus de concessions dans les conditions de location

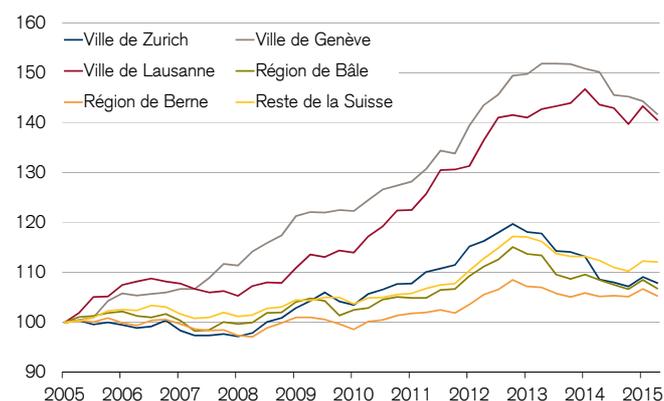
Cela dit, les loyers contractuels mesurés ici ne reflètent que trop peu la pression agissant sur les conditions. Afin de ne pas devoir procéder à des corrections désagréables de la valeur de leurs immeubles de bureaux, les bailleurs tendent à éviter autant que possible les réductions de loyers et à octroyer des remises sur le prix sous forme de périodes sans loyer ou de participations à des aménagements intérieurs. De fait, plus de la moitié des contrats analysés par la société de conseil Wüest & Partner incluait ainsi, dès 2013, de telles incitations. Cette part a dû augmenter depuis lors au vu des surfaces vacantes en hausse. Comme les locataires disposent d'un plus grand pouvoir de négociation, ils exigent de plus en plus des surfaces entièrement aménagées et, de ce fait, plus chères. Cet effet structurel contribue à ce que les loyers médians des surfaces proposées ne s'inscrivent pas en recul: ceux-ci ont en effet évolué de manière relativement linéaire depuis 2011, passant de 202 CHF/m<sup>2</sup> à 240 CHF/m<sup>2</sup> (fig. 50) – il convient toutefois de noter que la publication de plus en plus d'emplacements chers et de meilleure qualité influence à la hausse la valeur médiane.

## Efforts de commercialisation et durée d'insertion en hausse

L'augmentation de la durée moyenne d'insertion est la preuve que les locataires deviennent plus exigeants et que, de ce fait, les efforts de commercialisation vont crescendo. Car si la durée d'insertion s'était divisée par deux entre 2009 et début 2014 (de 135 jours à 61), elle est depuis remontée à 110 jours. Des stratégies sont donc requises pour pouvoir commercialiser avec succès les surfaces de bureaux sur un marché très disputé toujours plus compétitif. L'hétérogénéité croissante dans la structure de la demande entraîne une évolution des besoins de surfaces du marché. Pour les investisseurs, il convient de construire, dans la mesure du possible, des immeubles dans une optique d'utilisation par plusieurs locataires, d'autant que ceux-ci peuvent imposer lors des négociations des durées de bail plus courtes ou des options de sortie anticipée. Au sens des analyses présentées, les locaux plus petits et plus flexibles devraient à l'avenir être plus faciles à commercialiser. Les emplacements bien desservis par les transports publics conserveront un avantage comparatif au moment de la commercialisation. Pour les multinationales, la durabilité d'un bien immobilier peut être un critère supplémentaire. Il pourrait, en outre, être décisif de proposer des produits spécialisés et adaptés aux besoins des locataires, à même de se démarquer de la concurrence dans un marché immobilier hétérogène.

Fig. 49: Évolution régionale des loyers

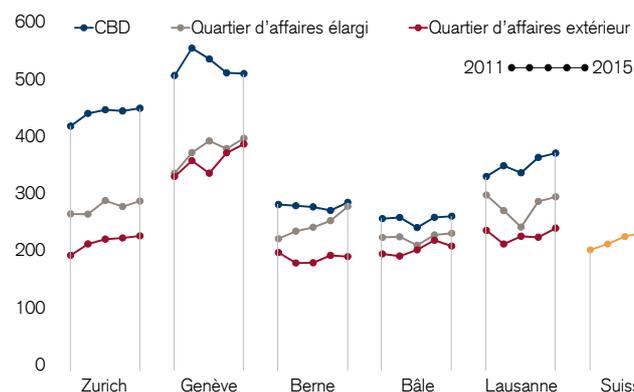
Indice hédoniste des loyers sur la base des conclusions de contrats, 2005 = 100



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

Fig. 50: Prix moyens proposés dans les quartiers des affaires

Loyers médians nets en CHF/m<sup>2</sup> des surfaces proposées; 2011–2015



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

## Les quinze principaux marchés immobiliers de bureaux en bref

La figure 51 synthétise l'évolution des quinze principaux marchés de l'immobilier de bureaux. Au total, 2,2 mio. de m<sup>2</sup> de surfaces neuves et existantes étaient proposés en Suisse, fin 2015. En partant d'un parc de surfaces estimé pour 2013 à 52,4 mio. de m<sup>2</sup>, cela correspond à un taux d'offre dans toute la Suisse de 4,2%. L'offre de surfaces s'est ainsi stabilisée pour l'heure. Certains points chauds continuent toutefois à afficher une offre comparativement élevée – et notamment les trois grands centres que sont Zurich, Genève et Lausanne, avec un taux de 6% ou plus.

**Fig. 51: Surfaces existantes et proposées sur les quinze principaux marchés de l'immobilier de bureaux**

Surfaces existantes et proposées (surfaces existantes et nouvelles constructions) en m<sup>2</sup> au quatrième trimestre 2015; prix moyens (nets) 2012–2015 pondérés en fonction de la surface en CHF/m<sup>2</sup> par an; expansion attendue et tendance des prix pour 2016

Marché de l'immobilier de bureaux	Parc de bureaux	Surfaces proposées	Offre	Expansion attendue	Loyer moyen	Tendance des loyers
Zurich	10 006 916	645 204	6,4%	↘	307	↘
Genève	4 024 949	346 324	8,6%	↗	444	↘
Berne	3 419 608	131 786	3,9%	↘	221	→
Bâle	3 202 542	152 442	4,8%	↘	222	→
Lausanne	2 531 358	171 898	6,8%	↘	269	↘
<b>Région économique</b>						
Lucerne	1 570 621	50 995	3,2%	↗	201	
St-Gall/Rorschach	1 411 873	25 468	1,8%	↗	185	
Aarau	1 332 233	30 177	2,3%	↗	184	
Lugano	1 246 475	41 363	3,3%	↗	237	
Lorzenebene/Ennetsee	1 231 475	40 007	3,2%	↗	233	
Ville de Winterthour	742 672	24 287	3,3%	↘	226	
La Sarine	710 111	22 094	3,1%	↘	193	
Baden	704 541	11 892	1,7%	↗	199	
Neuchâtel	632 690	15 398	2,4%	↗	192	
Olten/Gösgen/Gäu	565 073	13 785	2,4%	↘	177	
<b>Suisse</b>	<b>52 365 502</b>	<b>2 218 439</b>	<b>4,2%</b>	<b>→</b>	<b>273</b>	<b>↘</b>

Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

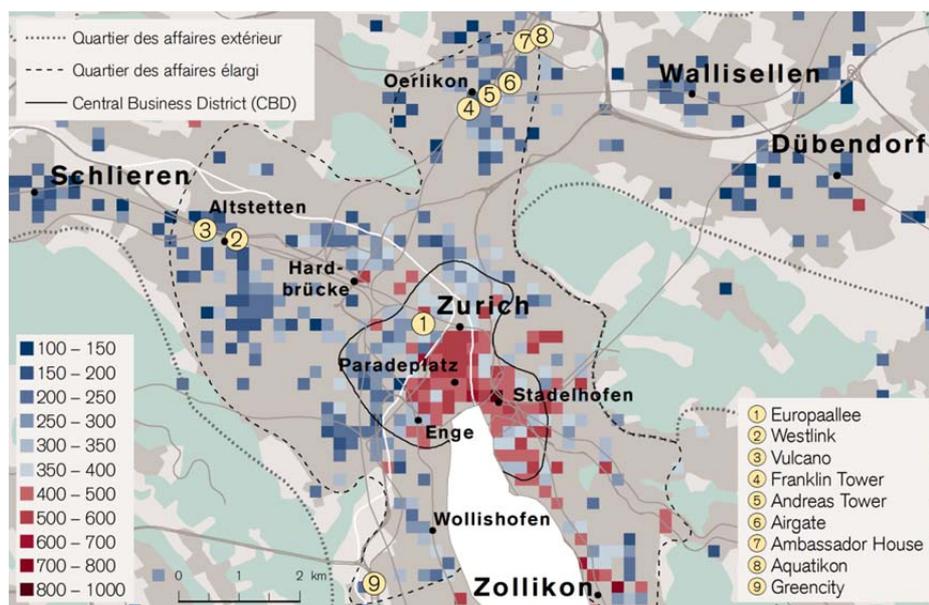
## Les cinq principaux marchés suisses de surfaces de bureaux en détail

En Suisse, les surfaces de bureaux se concentrent majoritairement dans les principaux pôles d'emploi. Les marchés de l'immobilier de bureaux de Zurich, Genève, Berne, Bâle et Lausanne réunissent ainsi 44,3% de l'ensemble des surfaces de bureaux de Suisse. L'évolution de ces marchés, en général, ainsi que la dynamique entre les différents quartiers des affaires implantés dans les divers marchés immobiliers de bureaux, en particulier, sont dignes d'intérêt. Ces observations permettent de tirer des conclusions sur les tendances et évolutions marquant l'ensemble du territoire suisse, mais également pertinentes pour la croissance du marché des autres régions.

## Zurich

**Fig. 52: Loyers (nets) proposés sur le marché de bureaux de Zurich**

En CHF/m<sup>2</sup> et par an, dimensions de la grille 200 x 200 m, 2012–2015; loyer moyen pondéré en fonction de la surface = 307 CHF



Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de topographie, Credit Suisse

### Grand écart de prix entre le CBD et le reste du quartier des affaires

Le loyer médian proposé dans le Central Business District (CBD) de Zurich atteint désormais un prix de 450 CHF/m<sup>2</sup> nets. Cela étant, les loyers peuvent différer sensiblement au sein du CBD. Ainsi, dans le triangle formé par la Limmat, la Sihl et le quartier d'Enge ainsi qu'autour de la gare de Stadelhofen, les locations sont généralement insérées pour des loyers nets compris dans une fourchette allant de 400 à 1000 CHF/m<sup>2</sup>. En dehors du CBD, le niveau des prix est en moyenne nettement inférieur. La différence en la matière est plus marquée à Zurich que dans les autres grands centres – et cela a d'ailleurs été l'un des facteurs motivant les nombreuses délocalisations de ces dernières années. Cependant, des surfaces chères sont proposées même en dehors du CBD. De fait, un niveau élevé des prix se retrouve ici et là dans le cinquième arrondissement (Kreis 5), à côté des gares de RER bien desservies d'Oerlikon et de Hardbrücke ainsi que sur la rive droite du lac de Zurich. À l'inverse, au sein du CBD, des emplacements moins chers se retrouvent au nord de la gare centrale de Zurich, au sud-ouest de la gare d'Enge et à l'ouest de la Sihl, laquelle forme une sorte de ligne de partage entre les emplacements plus chers du centre-ville d'un côté et les emplacements meilleur marché d'Aussersihl de l'autre. Sur ces derniers, les loyers nets annoncés dépassent rarement les 400 CHF/m<sup>2</sup>. Le troisième arrondissement (Kreis 3), en particulier, est l'option la plus avantageuse pour installer des bureaux à proximité du centre. Les loyers baissent encore d'un cran à l'ouest de Hardbrücke et en dehors de la ville.

### Déplacement spatial du centre de gravité de l'offre vers le quartier des affaires élargi

Au fil de l'année 2015, l'offre de surfaces sur le marché de l'immobilier de bureaux zurichois s'est stabilisée, tout en demeurant à un niveau très élevé avec 6,4%. Actuellement, 645 000 m<sup>2</sup> sont proposés – environ 83 000 m<sup>2</sup> de moins que lorsque le marché atteignait son zénith au premier trimestre 2015 (fig. 54). Une amélioration de l'état des locations est visible, notamment dans le CBD: au troisième trimestre 2014, l'offre de surfaces qui y était publiée atteignait encore 161 000 m<sup>2</sup>. Depuis, elle est retombée à 113 000 m<sup>2</sup>. Les données officielles sur les surfaces vacantes confirment cette évolution. Par rapport à l'an dernier, les surfaces vacantes dans le CBD zurichois ont reculé de 15 000 m<sup>2</sup> et s'établissent désormais à tout juste 81 000 m<sup>2</sup>. La situation délicate pour les emplacements chers du centre-ville de Zurich commence ainsi à se détendre, même si elle s'accompagne de quelques concessions sur les prix. Il est cependant encore trop tôt pour lever l'alerte de manière généralisée. Il convient plutôt de parler d'un déplacement spatial du centre de gravité de l'offre. Ces deux dernières années, l'offre de surfaces publiées a presque exclusivement augmenté dans le quartier des affaires élargi qui comprend pour l'essentiel les quartiers de Binz et d'Altstetten, le cinquième arrondissement (Kreis 5) et le nord de Zurich. Avec 278 000 m<sup>2</sup>, 43,1% des surfaces publiées se trouvaient, fin 2015, dans cette première ceinture du CBD. Trois ans plus tôt, cette part n'était encore que d'un tiers. L'offre dans le quartier des affaires extérieur, qui s'étend jusqu'à Sprei-

tenbach, Kloten et Schwerzenbach, est relativement stable; elle oscille à un niveau d'environ 200 000 m<sup>2</sup> depuis le début des mesures en 2004.

### L'administration publique, un acteur bienvenu pour la demande en surfaces de bureaux

Si la suroffre s'est stabilisée sur le marché de l'immobilier de bureaux zurichoïses l'an dernier, c'est notamment grâce à une demande supplémentaire émanant de l'administration publique et de la municipalité, nouveaux débouchés bienvenus pour les surfaces existantes annoncées. La ville de Zurich a renoncé à la planification et à la conception d'un nouveau centre administratif à Altstetten et fait l'acquisition de l'immeuble de bureaux Airgate, situé à proximité du Hallenstadion. Elle a également acheté un deuxième immeuble dans la rue Eggbühlstrasse à Neu-Oerlikon, où elle prévoit d'implanter quelque 660 postes de travail. De cette façon, elle s'est assurée environ 28 000 m<sup>2</sup> de la surface totale dont elle aura besoin d'ici 2020, qu'elle estime comprise entre 46 000 m<sup>2</sup> et 70 000 m<sup>2</sup>.

### Expansion des surfaces toujours élevée au nord et à l'ouest de Zurich

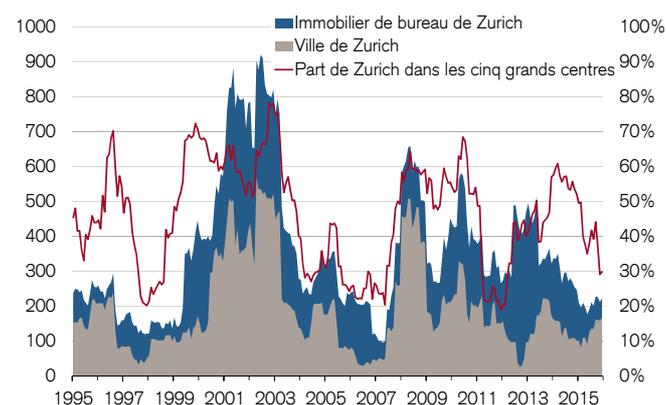
Avec un volume d'investissement autorisé de 223 mio. CHF sur 2015, l'expansion planifiée est certes nettement en deçà (38%) de la moyenne à long terme de 358 mio. CHF. Cela ne vient toutefois que peu désamorcer la suroffre (fig. 53), d'autant que bien des surfaces se trouvent encore en réalisation. Avec l'Europaallee, The Circle (première étape), l'Ambassador House, le projet Westlink ainsi que divers immeubles de bureaux dans le quartier Escher-Wyss, des surfaces de bureaux représentant environ 220 000 m<sup>2</sup> se trouvent actuellement en construction ou en rénovation. La réalisation de surfaces supplémentaires à hauteur de quelque 65 000 m<sup>2</sup> est presque certaine. Nous y incluons les projets Franklin Tower et Andreas Tower juste à côté de la gare d'Oerlikon, le lotissement Vulcano près de la gare d'Altstetten et le nouveau bâtiment de Zurich Assurance. Pour que ces surfaces soient absorbées d'ici 2019 environ sans provoquer une nouvelle hausse du taux de l'offre, environ 15 000 places de travail de bureau devraient être créées, soit quatre ans d'une croissance normalement élevée de l'emploi. Ces chiffres devraient être difficiles à atteindre. Et avec la deuxième étape du Circle, le grand projet Greencity à Zurich-Manegg, l'Aquatikon à Glattpark et l'Airport Business Center à Rümlang, d'autres surfaces de grande taille sont encore en attente de réalisation.

### Zurich et la RIE III, une situation compliquée – les départs d'entreprises pourraient affaiblir la demande en surfaces de bureaux

La stratégie fiscale du canton de Zurich pour respecter la RIE III est encore floue. À Zurich, si 3% seulement de toutes les entreprises tombent sous la définition de sociétés à statut particulier, celles-ci représentent 6% des impôts sur le bénéfice et 19% des impôts sur le capital. Compte tenu du taux d'imposition ordinaire élevé des bénéficiaires de 21,2%, il devrait être difficile, sans modification conséquente, de garder dans le canton ces entreprises pour l'heure imposées à un taux de 10% à peine. Qui plus est, les cantons voisins tels que Zoug et Schaffhouse ont annoncé des baisses de leur taux d'imposition des bénéficiaires à un pourcentage très compétitif (12%). Pour les entreprises imposées au taux ordinaire à Zurich, d'autres sites deviendront ainsi fiscalement plus intéressants. Pour le canton de Zurich, une baisse des impôts sur le bénéfice s'avérera nécessaire dans certaines circonstances, afin de ne pas accroître encore ces disparités fiscales entre cantons. En raison de la part élevée des personnes morales dans les recettes fiscales, cette baisse aurait néanmoins rapidement comme conséquence des pertes fiscales qui limiteraient, à leur tour, la marge de manœuvre pour réduire les taux d'imposition. Au vu de cette situation de départ pour le moins épineuse, la demande en surfaces de bureaux à Zurich pourrait faire face à une pression supplémentaire.

**Fig. 53: Volume de constructions avec autorisation pour surfaces de bureaux**

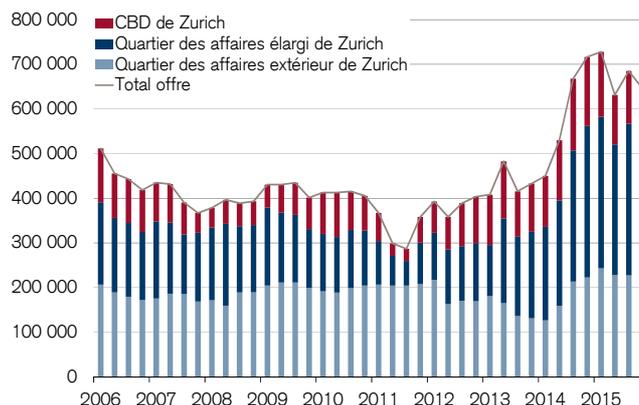
En mio. CHF (éch. gauche); part dans le total des cinq grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 54: Évolution des surfaces de bureaux proposées**

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m<sup>2</sup>

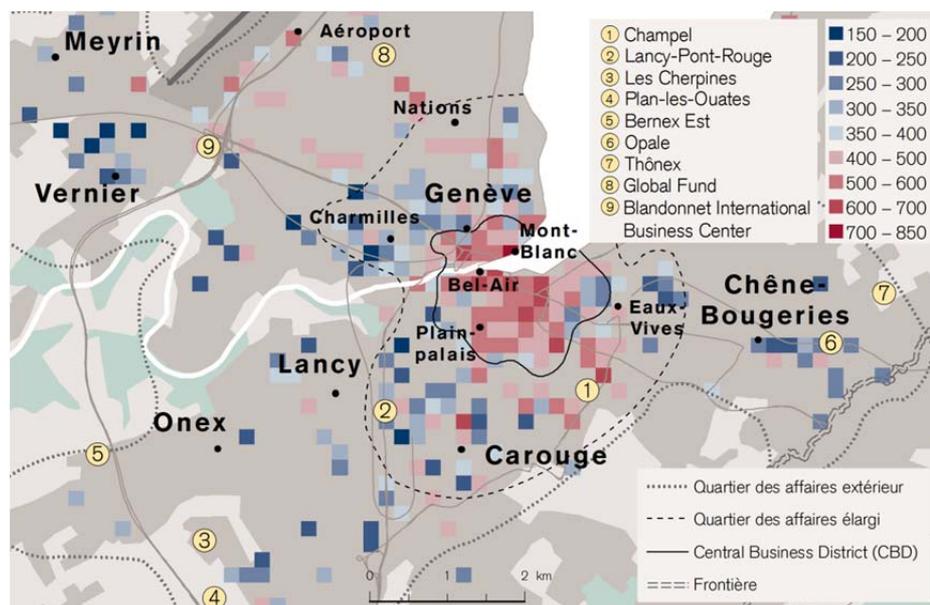


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

## Genève

**Fig. 55: Loyers proposés (nets) sur le marché de bureaux de Genève**

En CHF/m<sup>2</sup> et par an, dimensions de la grille 200 x 200 m, 2012–2015; loyer moyen pondéré en fonction de la surface = 444 CHF



Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de topographie, Credit Suisse

### Genève, le plus cher des marchés immobiliers de bureaux

Avec des loyers médians proposés nets de 510 CHF /m<sup>2</sup>, le Central Business District (CBD) genevois demeure le quartier des affaires le plus cher de Suisse même si, ces dernières années, les prix proposés biaisés vers le haut ont un peu perdu de leur vigueur dans la ville romande. Dans le CBD, les surfaces proposées à moins de 400 CHF/m<sup>2</sup> sont rares. Les loyers sont nettement inférieurs dans le quartier des affaires élargi et extérieur de Genève: leur valeur médiane se situe actuellement à environ 390 CHF/m<sup>2</sup>. Comme des loyers proposés de plus de 400 CHF/m<sup>2</sup> sont l'usage sur les axes menant du centre à l'aéroport ainsi que dans la zone de l'aéroport, les loyers médians dans le quartier des affaires étendu et extérieur évoluent pratiquement au même niveau. En marge du CBD, ce sont surtout les surfaces dans les quartiers du sud-est des Eaux-Vives et de Champel ainsi que ceux de la Genève internationale au nord de la gare de Cornavin qui affichent des loyers moyens supérieurs à 400 CHF/m<sup>2</sup>.

### Stabilisation à un niveau élevé de l'offre de surfaces

Au fil de l'année 2015, l'offre élevée s'est stabilisée sur le marché de l'immobilier de bureaux genevois. Au quatrième trimestre 2015, les surfaces publiées représentaient 346 000 m<sup>2</sup>, ou 8,6% du parc existant (fig. 57). De plus, 5,1% seulement des offres étaient annoncées pour une première location, ce qui indique bien que le problème provient de la demande. À présent, la suroffre accumulée ces dernières années se retrouve aussi dans les surfaces vacantes officielles: en juin 2015, le canton de Genève comptait près de 183 000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux vacantes, 2,6 fois plus qu'à peine un an auparavant. Le CBD et la zone de l'aéroport, surtout, affichent toujours plus de surfaces vacantes – un tiers d'entre elles sont des surfaces de cinq ans ou moins.

### Une expansion temporairement supérieure à la moyenne malgré la suroffre

Compte tenu des incertitudes en présence, les investissements dans les nouvelles constructions de bureaux se sont extrêmement réduits à Genève (fig. 56). Le volume d'investissement avec autorisation de construire était inférieur en 2014 de 50,1% à la moyenne à long terme. L'an dernier, seul le lancement de la construction du nouveau siège administratif du Fonds mondial de lutte contre le sida, la tuberculose et le paludisme a permis de faire passer le volume d'investissement actuel au-dessus de la moyenne à long terme. Fin 2017, 700 collaborateurs de ce fonds quitteront l'International Business Center du Chemin du Blandonnet à Vernier pour prendre possession d'un nouveau bâtiment commercial au Grand-Saconnex. En revanche, à Vernier, l'ancienne localité du fonds, les surfaces vacantes devraient augmenter. Dans la zone urbaine de Genève, il faudra compter à moyen terme sur une atténuation de la suroffre qui avait auparavant fortement augmenté, dans la mesure où le volume de projets autorisés sur un an dans les limites de la ville évolue à un timide 8 mio. CHF, ce qui ne laisse présager aucune expansion significative du parc de surfaces dans les deux années à venir. Notons toutefois que l'assouplissement de la Loi sur les démolitions, transformations et rénovations de maisons d'habitation (LDTR), accepté à 58% par la population genevoise lors d'une consultation, pourrait contribuer à détendre la situation. À l'origine, cette loi visait à empêcher la spéculation sur le marché de logement. Mais au bout du compte, elle a exacerbé la pénurie de logements à Genève. La modifica-

tion de la loi permet de renoncer à une limite supérieure de loyer après la transformation d'un bureau en logement, ce qui devrait explicitement stimuler la réaffectation de surfaces de bureaux vacantes. Ce phénomène devrait néanmoins être possible uniquement loin des emplacements de bureaux chers, là où les majorations de loyers pour les logements sont suffisamment importantes par rapport aux bureaux pour qu'une réaffectation soit rentable.

### Genève figurera parmi les sites les plus intéressants pour les entreprises, tant au niveau national qu'international

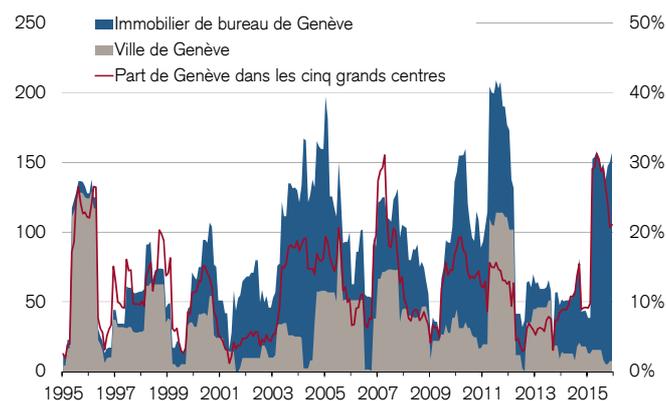
Parallèlement aux perspectives économiques moroses, la RIE III est elle aussi source d'incertitude pour les investisseurs dans l'immobilier de bureaux genevois. Dans le canton, les bénéfices des entreprises ont été imposés entre 2009 et 2011 à un taux effectif ordinaire de 22,4% (Confédération, canton et communes). Avec ce pourcentage, Genève fait partie des cantons affichant les taux réguliers les plus élevés. Un nombre supérieur à la moyenne d'entreprises bénéficiant d'une imposition privilégiée s'est tout de même implanté dans le canton. D'après une enquête de l'institut de recherche Créa, environ 22 000 personnes étaient ainsi employées dans 1100 sociétés à statut particulier en 2011, ce qui correspond à une part de 8,1% de l'emploi total. L'abaissement prévu du taux ordinaire effectif à 13% donnera lieu, pour les sociétés à statut particulier ne pouvant pas profiter par exemple de la patent box, à une légère hausse de la charge fiscale, alors que toutes les entreprises assujetties à l'impôt ordinaire bénéficieront d'un allègement. Avec le taux d'imposition qu'il envisage, le canton de Genève fera partie des sites les plus intéressants pour les entreprises au niveau national et international en termes de charge fiscale ordinaire. Compte tenu des autres facteurs qui caractérisent Genève comme site d'implantation d'entreprises, les sociétés à statut particulier devraient donc rester fidèles à la ville de Calvin. Reste toutefois encore à déterminer comment Genève financera ses importantes pertes de recettes fiscales annuelles.

### Le CEVA, une nouvelle donne pour l'immobilier de bureaux genevois

La future liaison ferroviaire Cornavin–Eaux-Vives–Annemasse (CEVA), qui connectera dès la fin 2019 la localité française frontalière d'Annemasse à la gare genevoise de Cornavin, aura une influence significative sur l'évolution du marché de l'immobilier de bureaux à Genève. Un réseau ferroviaire franco-suisse de plus de 40 gares verra ainsi le jour sur un total de 230 km, des deux côtés de la frontière. Plus de 240 000 personnes vivront et travailleront dans un périmètre de 500 m autour des gares CEVA – autant dire que l'importance de cette liaison ferroviaire est claire. Les zones situées aux alentours des futures gares sont par conséquent au centre de toutes les attentions. Le projet de construction le plus ambitieux autour de l'arrêt Lancy-Pont-Rouge devrait notamment représenter 110 000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux (30 000 m<sup>2</sup> jusqu'à la fin 2018). La gare des Eaux-Vives sera, quant à elle, remplacée par une gare souterraine, ce qui libérera de l'espace pour un nouveau quartier de 22 000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux et de commerces. À la gare de Chêne-Bourg, le projet Opale donnera naissance à un nouveau quartier. Les CFF planifient là-bas une tour de 20 étages et 12 000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux et de commerces. Si ces projets sont menés à bien, ces surfaces de bureaux auraient, de par leur belle situation près des gares, un avantage concurrentiel décisif sur un marché très disputé. La société Swiss Prime Site AG prévoit un autre projet à Plan-les-Ouates, avec cinq bâtiments commerciaux qui représenteront au total 67 530 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux. Les grands projets et développements des quartiers prévus dans le canton sont plutôt axés sur le long terme. S'ils sont réalisés entièrement, jusqu'à 320 000 m<sup>2</sup> de surfaces supplémentaires seront ajoutés dans les huit années à venir aux Cherpines, à Thônex et à Bernex Est. Cela étant, dans l'environnement économique actuel, leur réalisation dans les meilleurs délais est sujette à caution.

**Fig. 56: Volume de constructions avec autorisation pour surfaces de bureaux**

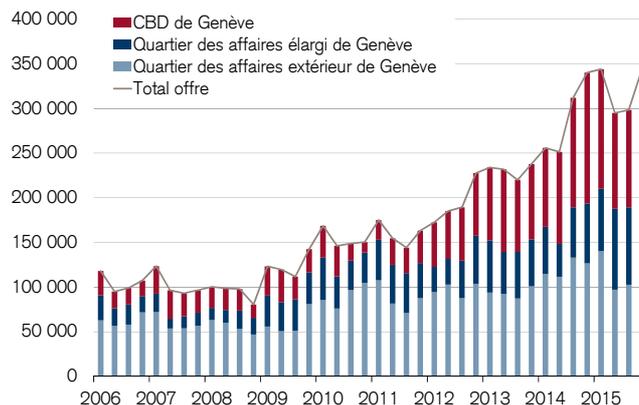
En mio. CHF (éch. gauche); part dans le total des cinq grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 57: Évolution des surfaces de bureaux proposées**

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m<sup>2</sup>

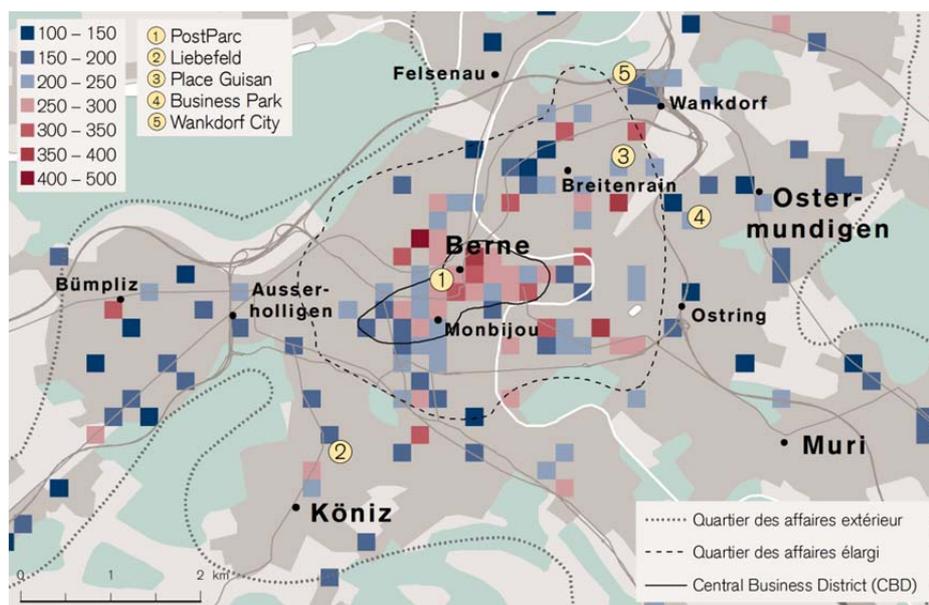


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

## Berne

**Fig. 58: Loyers proposés (nets) sur le marché de bureaux de Berne**

En CHF/m<sup>2</sup> et par an, dimensions de la grille 200 x 200 m, 2012–2015; loyer moyen pondéré en fonction de la surface = 221 CHF



Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de topographie, Credit Suisse

### Écarts de prix atone entre le CBD et le quartier des affaires élargi

Parmi les grands centres, c'est l'immobilier de bureaux de Berne qui, conjointement à celui de Bâle, affiche les surfaces meilleur marché. Avec 221 CHF/m<sup>2</sup>, le loyer moyen (net) pondéré en fonction de la surface y est en effet presque 30% inférieur à celui de Zurich. En particulier, le quartier des affaires extérieur de Berne, avec son loyer médian de 190 CHF/m<sup>2</sup>, est un site intéressant par rapport aux autres centres. Les loyers les plus élevés de plus de 300 CHF/m<sup>2</sup> sont essentiellement situés directement près de la gare ou, sporadiquement, dans les quartiers adjacents du nord et du sud. Ces dernières années, les loyers publiés dans le quartier des affaires élargi se sont fortement alignés sur les loyers du Central Business District (CBD), lesquels ont marginalement augmenté. Cela exprime la belle qualité des nouvelles surfaces modernes situées sur des emplacements bien desservis (p. ex. Wankdorf City) et venues compléter, ces derniers temps, l'offre de surfaces de bureaux du centre-ville.

### La vente/location des grandes surfaces peine à avancer

De par la progression dans la construction et la conclusion des grands projets, une hausse de l'offre s'est esquissée sur le marché de l'immobilier de bureaux bernois. Fin 2015, un maximum de 132 000 m<sup>2</sup> de surfaces publiées a été atteint, soit un taux d'offre relativement bas de 3,9% (fig. 60). Les ventes/locations des surfaces proposées ne se déroulent que de manière timorée. Pour preuve, les plus grandes surfaces déjà publiées à la fin 2014 étaient pour l'essentiel encore proposées à la fin 2015. Cet écoulement lent des surfaces a également fait apparaître, dans les surfaces vacantes officielles, une suroffre temporaire. Au 1<sup>er</sup> juin 2015, les surfaces vacantes dans la capitale de la Confédération avaient ainsi bondi à 68 000 m<sup>2</sup>, soit plus que le double par rapport à l'année précédente, et un record depuis le début des mesures en 1998. Rien d'étonnant donc à ce que l'activité d'étude de projets ait subi un coup d'arrêt (fig. 59): en 2015, le volume d'investissement des surfaces de bureaux avec autorisation s'établissait 58,4% en deçà de la moyenne à long terme. En raison d'une expansion de l'offre qui continuera à être timide à l'avenir, l'immobilier de bureaux de Berne devrait forcément se reprendre avec le temps.

### Une offre importante de surfaces, notamment dans le quartier des affaires extérieur

À la différence d'autres grands centres, seule une part infime des surfaces de bureaux proposées (8,2%) se retrouve dans le quartier des affaires élargi de Berne. À l'inverse, près de 75% des surfaces publiées se situent dans le quartier des affaires extérieur. Si, par le passé, ce pourcentage avait déjà été plus élevé sur le marché de l'immobilier de bureaux de Berne qu'ailleurs, il a encore augmenté ces deux dernières années. En raison notamment de Swisscom, qui a pris ses quartiers à Ittigen et a quitté l'immeuble aujourd'hui commercialisé sous le nom de Business Parc dans la rue Ostermundigenstrasse. La police cantonale de Berne, en quête d'un nouveau quartier général, négocierait actuellement l'acquisition de ces surfaces. D'autres exemples de ce type devraient suivre, puisque la consolidation des sites de surfaces de bureaux est loin d'être achevée. À Wankdorf City, une grande partie des nouvelles surfaces a déjà été occupée, mais d'ici à 2020, 2300 autres places de travail suivront dans le cadre de la phase 2 du projet. Celui-ci inclut environ 50 000 m<sup>2</sup> de surface brute par étage, dont quelque 30 000 m<sup>2</sup> de surfaces pour des prestataires de services. De même, dans le nouveau PostParc juste à côté de la gare,

30 000 m<sup>2</sup> de surfaces de services, bureaux et cabinets ainsi que 10 000 m<sup>2</sup> de surfaces de commerce de détail et lieux de restauration seront occupés entre novembre 2015 et l'automne 2016. Plus de 80% de ces surfaces ont déjà été louées. Ce sont néanmoins les déplacements de postes de travail de services fédéraux qui seront la source du plus grand repositionnement sur le marché de l'immobilier de bureaux. Autour de la Place Guisan, la Confédération installera, en effet, environ 2700 places de travail d'ici à 2020, puis 2000 par la suite. Sur le Campus Liebefeld à Köniz, après l'emménagement de l'Office fédéral de la santé publique et de ses 840 collaborateurs, 600 autres postes sont prévus à long terme. Toujours à long terme, la Confédération souhaiterait établir 2000 places de travail à Kleinwabern. De même, elle veut établir, après 2020, 900 autres collaborateurs à proximité du nouveau site de Swisscom dans le quartier Ey/Papiermühle (Ittigen). Enfin, elle a déjà placé environ 700 places de travail dans la zone de Meielen à Zollikofen à l'automne dernier. À long terme, la Confédération voit sur ce site un potentiel pour 1500 autres postes de travail.

### Le potentiel de réaffectation doit être examiné au cas par cas

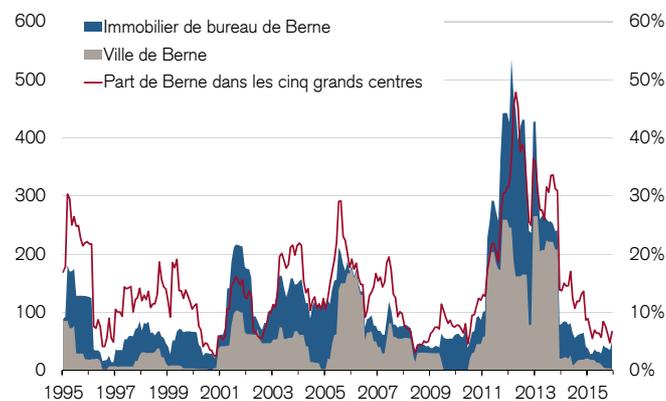
Compte tenu des déménagements prévus, certains immeubles de bureaux construits voici déjà quelques années pourraient être repensés pour d'autres utilisations, car ces derniers, souvent vieux et nécessitant une rénovation, ne seront que difficilement commercialisés au vu de la situation actuelle de la demande. Suivant les cas, des réaffectations en logements pourraient être une solution. L'écart de loyer entre surfaces de bureaux déjà anciennes et logements rénovés n'est toutefois pas assez marqué à Berne pour que de telles solutions s'imposent de manière généralisée. Car en règle générale, une réaffectation est judicieuse lorsque la différence du loyer annuel par mètre carré s'élève à 100 CHF au moins. Lorsqu'une surface est longtemps vacante, une réaffectation peut également être une bonne option, même lorsque la différence est moindre. Au bout du compte, il faut analyser le caractère économique de chaque cas et déterminer en détail si le bien et le site sont compatibles avec une utilisation comme logement.

### La RIE III pourrait se faire ressentir indirectement à Berne

En raison de l'imposition élevée des entreprises, il ne faudra pas attendre de nouvelles arrivées de sociétés à Berne dans le sillage de la RIE III. En réalité, le canton devra plutôt s'inquiéter des réductions massives de la charge fiscale des personnes morales décidées par certains autres cantons, lesquels deviendront ainsi plus intéressants pour des entreprises imposées au taux ordinaire. Afin d'éviter des délocalisations motivées par des raisons fiscales, Berne envisage donc également de baisser son taux maximal d'imposition des bénéfices d'ici à 2021, le ramenant des 21,6% actuels à des pourcentages compris entre 16,4% et 18%. Néanmoins, le canton ne parviendra pas à être tout à fait compétitif en termes d'attractivité fiscale: les sociétés à statut particulier ne jouent qu'un rôle marginal dans le canton de Berne, et les impôts sur le bénéfice des entreprises ne représentent que 10% de l'ensemble des recettes fiscales. Et pourtant, l'immobilier de bureaux pourrait être indirectement touché par les diminutions des recettes qui menacent la Confédération dans la foulée de la RIE III. Afin de conférer une marge de manœuvre suffisante aux cantons pour baisser leurs taux ordinaires d'imposition des bénéfices, la Confédération fera passer leur part dans l'impôt direct fédéral de 17% à 20,5%. Les diminutions de recettes attendues (environ 1 mrd CHF par an) pourraient réduire la future croissance des dépenses et contraindre en définitive l'administration à brider la croissance de ses effectifs, élevée ces dernières années, ce qui minerait la demande.

**Fig. 59: Volume de constructions avec autorisation pour surfaces de bureaux**

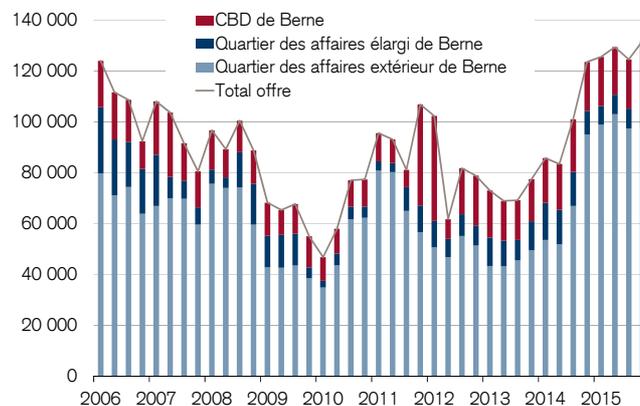
En mio. CHF (éch. gauche); part dans le total des cinq grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 60: Évolution des surfaces de bureaux proposées**

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m<sup>2</sup>

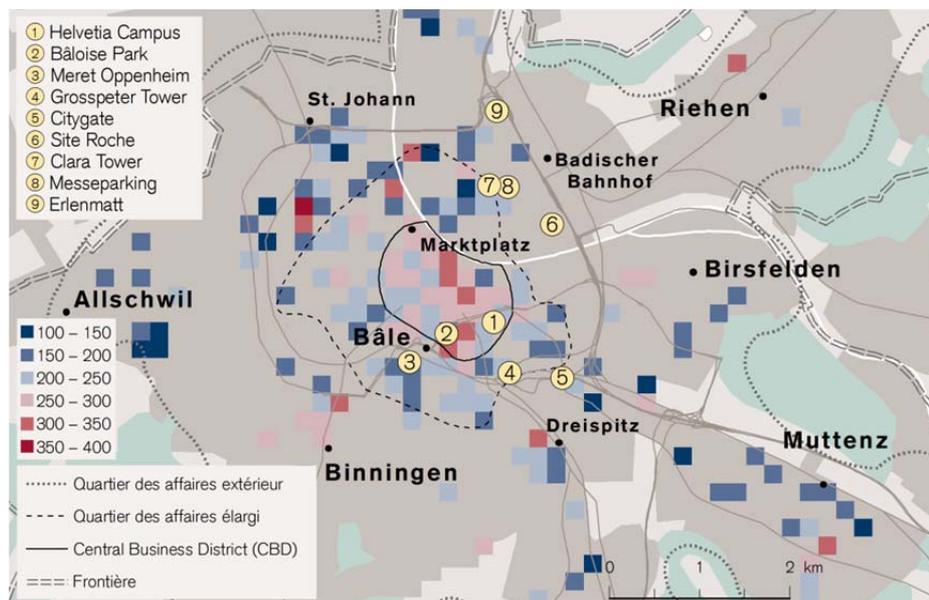


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

## Bâle

**Fig. 61: Loyers proposés (nets) sur le marché de bureaux de Bâle**

En CHF/m<sup>2</sup> et par an, dimensions de la grille 200 x 200 m, 2012–2015; loyer moyen pondéré en fonction de la surface = 222 CHF



Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de topographie, Credit Suisse

### Différences des prix infimes entre les quartiers des affaires

Avec un loyer moyen pondéré en fonction de la surface de 222 CHF/m<sup>2</sup> nets, Bâle est, avec Berne, le grand centre le plus avantageux en termes de prix des surfaces de bureaux. Le loyer médian dans le Central Business District (CBD) de Bâle, notamment, est de 260 CHF/m<sup>2</sup> (une valeur relativement faible), soit seulement 52 CHF/m<sup>2</sup> de plus que dans le quartier des affaires extérieur. À Zurich, cette différence est multipliée par quatre (fig. 50). De ce fait, la problématique des délocalisations hors du centre-ville motivées par des raisons économiques n'a jamais atteint, à Bâle, l'importance qu'elle peut avoir sur d'autres grands marchés de l'immobilier de bureaux. Hors du CBD et du quartier des affaires élargi, la commune de Binningen (Bâle-Campagne) affiche un niveau de prix élevé pour la région. Les prix proposés en deçà du seuil de 200 CHF/m<sup>2</sup> se retrouvent principalement dans le quartier des affaires extérieur, le quartier des affaires élargi de Kleinbasel ou dans le quartier proche de la gare de Gundeldingen.

### L'immobilier de bureaux le plus dynamique de Suisse

Parmi les grands centres suisses, Bâle s'affirme comme le marché de l'immobilier de bureaux le plus dynamique à l'heure actuelle. La part de surfaces proposées pour une première location représente un pourcentage relativement élevé de 60,6% dans l'ensemble de l'offre de surfaces, et les idées de nouveaux projets ne manquent pas sur le segment de bureaux. Étant donné que peu de surfaces ont été récemment construites – hormis sur les sites industriels des géants de l'industrie pharmaceutique sur le coude du Rhin – les surfaces de bureaux annoncées ont reculé à 152 000 m<sup>2</sup> en 2015, alors que cette valeur comptait encore 17 000 m<sup>2</sup> de plus quatre trimestres plus tôt (fig. 63). De même, 11,9% seulement des surfaces proposées se trouvent dans le CBD (un autre pourcentage bas en comparaison historique). En revanche, 40,8% des surfaces proposées se trouvent dans le quartier des affaires extérieur, lequel se compose pour l'essentiel de communes voisines du canton de Bâle-Campagne. En adéquation avec l'offre, les surfaces vacantes du canton de Bâle-Ville sont passées de plus de 75 000 m<sup>2</sup> en 2014 à quelque 61 000 m<sup>2</sup> en 2015. Elles retrouvent ainsi leur niveau de 2008.

### La fièvre des tours se poursuit à Bâle

L'immobilier de bureaux bâlois affiche pour 2015 un volume d'investissement avec autorisation de 201 mio. CHF, soit presque un tiers du volume d'investissement total des cinq grands centres (fig. 62). Il convient néanmoins de souligner que la grande partie des investissements n'est pas prévue en ville de Bâle, puisqu'elle est essentiellement due à la construction de deux immeubles de bureaux de Roche à Kaiseraugst. En ville, la tour Meret Oppenheim est le plus grand projet avec autorisation de construire de l'année dernière. Construit par les CFF, ce bâtiment de 81 mètres de hauteur compte déjà un taux de prélocation de 76% pour ses quelque 10 000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux. Il devrait être prêt à être occupé en janvier 2019. Depuis plus d'un an, la tour Grosspeter est elle en construction. En 2017, elle amènera sur le marché un hôtel et 11 500 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux. Le démantèlement de l'Hôtel Hilton en faveur du nouveau site Baloise Park a lui aussi commencé. Au nouveau siège de La Bâloise, 700 places de travail

de divers secteurs de l'entreprise seront rassemblées en 2020, et 600 autres places de travail de bureau seront louées à des tiers. Le lotissement de l'Erlenmatt, avec 6870 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux, est également en construction. À l'instar de La Bâloise, l'assurance Helvetia prévoit elle aussi une extension avec une nouvelle tour de bureaux sur son siège suisse situé dans le quartier de St-Alban. À Bâle, cette fièvre des tours se poursuit également en dehors de la ville: à Pratteln, pas moins de trois tours sont en construction avec les projets Aquila, Ceres Tower et Helvetia Tower. À eux trois, ils offriront environ une base de 12 500 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux. D'autres projets tels que le CityGate, le remplacement du Messeparking ou la Claraturm prévoient également des bureaux; ils ne sont cependant pas encore prêts pour la construction en raison de divers motifs (taux de prélocation, procédures d'autorisation ou recours).

### À moyen terme, Roche souhaite délaissier ses antennes en centre-ville

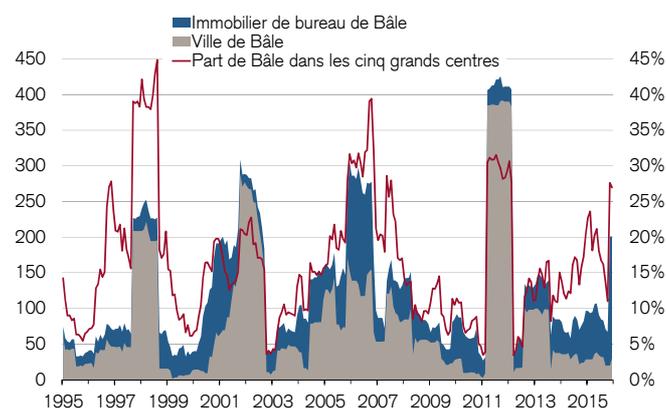
Des surfaces supplémentaires feront leur apparition sur le marché à Bâle du fait de la restructuration et de la densification en cours dans la zone de Roche. Outre le bâtiment déjà inauguré (le bâtiment 1), qui est pour l'heure le plus haut de Suisse, un autre encore plus haut (le bâtiment 2) à la forme pratiquement identique devrait être construit d'ici 2021 et accueillir environ 1500-1700 places de travail. De même, d'ici à 2022, un nouveau centre de recherche et de développement (les bâtiments 4-7) d'environ 950 places de laboratoire et 950 places de travail de bureau viendra compléter le site. D'autres nouvelles constructions, rénovations et extensions sont prévues. Ces nouvelles places de travail ne pourront pas être occupées par une croissance de l'emploi purement organique. En réalité, Roche a l'intention de renoncer à ses antennes en ville de Bâle et de concentrer ses collaborateurs sur le site de Wettstein, afin de simplifier la communication et de renforcer la collaboration. Quelque 4000 employés travaillent dans ses seize sites de bureaux, le plus souvent loués. D'ici à 2024, environ 70 000 m<sup>2</sup> de surfaces existantes devraient donc peu à peu se libérer dans le centre-ville de Bâle si Roche met à exécution comme prévu ses projets.

### Bâle-Ville privilégie la patent box

80% du substrat de l'impôt sur le bénéfice et 56% des recettes effectives de l'impôt sur le bénéfice du canton de Bâle-Ville proviennent des sociétés à statut fiscalement privilégiées. De fait, aucun autre canton n'affiche une dépendance aussi élevée aux entreprises à statut particulier. Dans la branche importante des sciences de la vie et ses quelque 20 000 postes à plein temps, presque chaque entreprise bénéficie d'une manière ou d'une autre des privilèges fiscaux actuels. Si aucune contre-mesure n'est prise, la charge de l'impôt sur le bénéfice va significativement augmenter avec la mise en œuvre de la RIE III et entraîner l'exode des entreprises concernées. Dans le cadre de cette RIE III, la Confédération prévoit l'introduction d'une patent box pour encourager fiscalement les dépenses de recherche, des mesures de substitution au niveau de l'impôt sur le capital et des mesures transitoires pour les sociétés à statut particulier actuelles. Cette patent box est un élément important pour que le canton de Bâle-Ville puisse demeurer compétitif dans la recherche et le développement (R&D). Et puisque tous les revenus aujourd'hui imposés à taux réduit ne pourront être couverts par la patent box, le canton devra également un peu baisser son taux ordinaire d'imposition des bénéficiaires s'il veut conserver son attrait. Par rapport aux cantons les plus fiscalement avantageux, Bâle-Ville ne sera guère compétitif pour les entreprises imposées à taux ordinaire, même après la réforme. Cependant, le canton restera un site intéressant pour les entreprises affichant une part de R&D élevée.

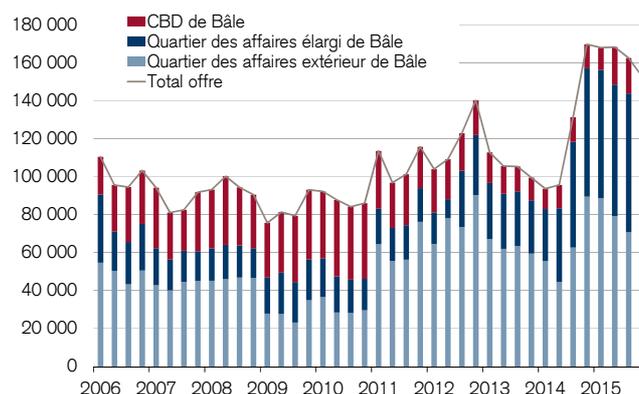
**Fig. 62: Volume de constructions avec autorisation pour surfaces de bureaux**

En mio. CHF (éch. gauche); part dans le total des cinq grands centres (éch. droite)



**Fig. 63: Évolution des surfaces de bureaux proposées**

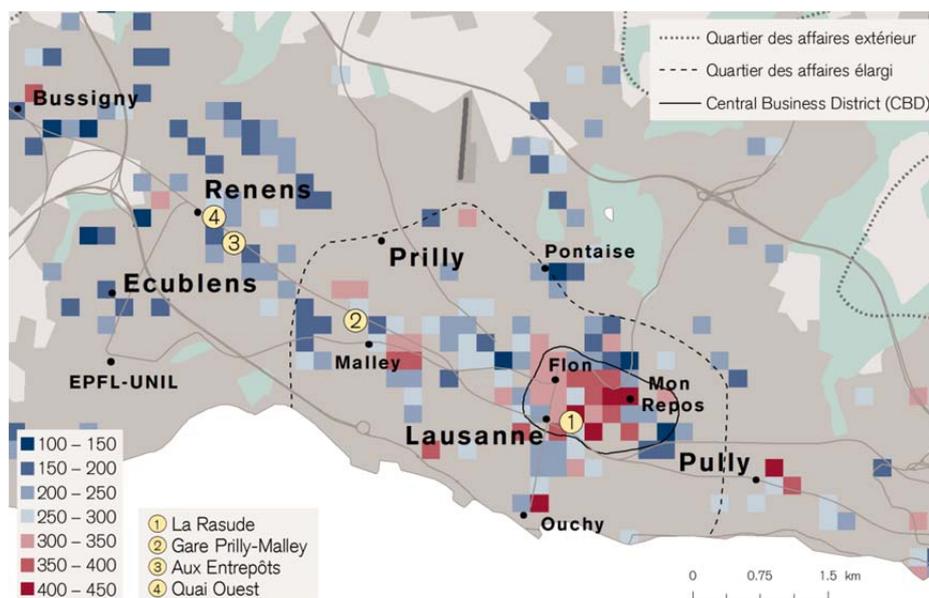
Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m<sup>2</sup>



## Lausanne

**Fig. 64: Loyers proposés (nets) sur marché de bureaux de Lausanne**

En CHF/m<sup>2</sup> et par an, dimensions de la grille 200 x 200 m, 2012–2015; loyer moyen pondéré en fonction de la surface = 269 CHF



Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de topographie, Credit Suisse

### Les loyers de bureaux inférieurs de 40% en moyenne à ceux de Genève

De par son excellente situation au bord du lac Léman, ses établissements de formation et de recherche renommés ainsi que sa situation au centre de la Suisse romande, Lausanne se positionne comme un site séduisant pour les entreprises qui offrent des services. Avec 269 CHF/m<sup>2</sup> nets, les loyers moyens pondérés en fonction de la surface y sont par ailleurs près de 40% inférieurs à ceux de sa voisine Genève – et ce constat vaut même pour le Central Business District (CBD). Le triangle entre la gare, le Flon et Mon Repos abrite les emplacements de bureaux les plus exclusifs de Lausanne, avec des loyers nets atteignant jusqu'à 450 CHF/m<sup>2</sup>. Des loyers supérieurs à la moyenne de plus de 300 CHF/m<sup>2</sup> se trouvent en outre à Pully, à l'est du quartier de Malley en pleine expansion et sur certains emplacements directement au bord du lac. En dehors du CBD, les loyers des bureaux reculent significativement: pour preuve, à quelques centaines de mètres de la gare, les prix des surfaces annoncées peuvent ne pas dépasser 250 CHF/m<sup>2</sup>. Des surfaces meilleur marché souvent en deçà des 200 CHF/m<sup>2</sup> se trouvent au nord de l'Université et de l'EPFL, à Écublens et à Renens. Compte tenu des projets réalisés dans le cadre du plan de développement Lausanne Ouest (tram t1, Bus à Haut Niveau de Service, gare de Renens), cette zone gagnera en attrait et valorisera significativement à la hausse l'ouest de Lausanne.

### Le zénith de l'offre des surfaces devrait être dépassé

Après avoir atteint son record absolu au quatrième trimestre 2014 avec plus de 199 000 m<sup>2</sup>, l'offre sur le marché de l'immobilier de bureaux lausannois s'est réduite pour atteindre 172 000 m<sup>2</sup>, soit 6,8% du parc existant (fig. 66). Comme l'activité d'étude de projets a fortement calé dès 2013, la part des surfaces proposées pour une première location est actuellement de 7,7% – soit nettement moins que dans les grands centres de Suisse alémanique. À l'instar de ce qui se passe sur d'autres grands marchés de surfaces commerciales, l'offre lausannoise se déplace de plus en plus vers le quartier des affaires élargi. Il y a cinq ans, les surfaces proposées dans cette zone représentaient 10% du total, contre presque un tiers aujourd'hui. Proportionnellement, l'offre a en revanche reculé dans le quartier des affaires extérieur, qui rassemble néanmoins encore la moitié de toutes les surfaces publiées. En comparaison, la part du CBD est relativement stable à 10%-20%. Les surfaces vacantes officielles indiquent elles aussi que l'offre de surfaces pourrait avoir dépassé son zénith. Si la somme des surfaces de bureaux à disposition n'a pratiquement pas évolué en l'espace d'un an dans le canton de Vaud, les surfaces vacantes ont reculé dans la région de Lausanne pour finalement s'établir à 29 000 m<sup>2</sup>. Un désamorçage de l'offre excédentaire s'observe donc dans les surfaces vacantes.

### La RIE III et la Lex Bonny bientôt à expiration ne feront pas exploser la charge fiscale des entreprises privilégiées

Les incertitudes planant autour de la RIE III devraient faire effet d'un frein pour la demande sur le marché de l'immobilier de bureaux lausannois. Le canton de Vaud applique des taux d'imposition ordinaires aussi élevés que ceux de Genève, mais ne taxe les sociétés à statut particulier qu'à hauteur de 4% (seul le canton de Fribourg a un taux inférieur). Grâce à des avantages fiscaux importants, le taux d'imposition effectif moyen des bénéficiaires pour toutes les personnes morales n'est que de 7,3% dans le canton de Vaud. S'ajoutent des avantages fiscaux ciblés

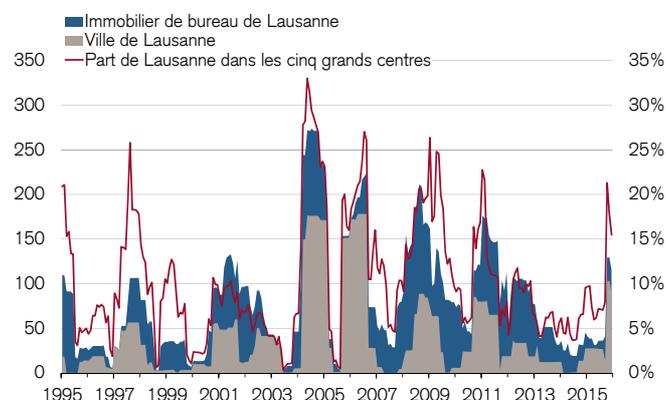
pour les dix premières années après une nouvelle implantation ou des incitations fiscales au sens de la Lex Bonny prévoyant des privilèges fiscaux dans le cadre de la politique régionale dans le canton de Vaud jusqu'à la fin 2017 au maximum. Le taux ordinaire effectif envisagé par le gouvernement du canton (13,79%) correspond à une hausse conséquente des impôts pour les entreprises actuellement privilégiées. Selon l'étude de l'institut Créa, 9200 personnes (soit 3,2% de l'emploi total) sont employées dans 701 sociétés à statut particulier dans tout le canton. Si elles ne sont pas éligibles à des abattements fiscaux (patent box, p. ex.), ces entreprises très mobiles devraient en partie migrer vers des sites de l'étranger où la fiscalité est plus avantageuse – pour autant que ces sites ne suppriment pas eux aussi leurs privilèges. En supposant qu'en raison de la RIE III, 10% par exemple des places de travail des sociétés à statut particulier disparaissent sans être remplacées, la demande en surfaces de bureaux reculerait de quelque 18 400 m<sup>2</sup>. Ce ne sont pas les éventuels départs qui pèseraient le plus dans la balance, mais bien les nouvelles implantations manquées. Avec le taux d'imposition effectif envisagé et compte tenu d'autres facteurs propres au site, Lausanne deviendrait un site globalement séduisant et compétitif pour les entreprises. Comme il semble toutefois que les entreprises jusqu'ici fiscalement privilégiées comptent parmi les plus mobiles, une certaine dose d'incertitude demeure quant aux retombées de la troisième réforme de l'imposition des entreprises sur le marché de l'immobilier de bureaux lausannois.

### Des projets séduisants planifiés autour des gares

L'offre excédentaire de surfaces et les incertitudes autour de la future demande ont incité les investisseurs à la retenue ces deux dernières années. C'est seulement le projet de nouveau bâtiment du Comité International Olympique qui a récemment fait remonter la somme mobile des autorisations sur douze mois au-dessus du niveau à long terme, avec 116 mio. CHF (fig. 65). Mais comme à Genève, ce ne sont pas les idées qui manquent sur le marché de l'immobilier de bureaux lausannois. Sur des sites bien reliés aux transports publics notamment, à proximité des gares de Lausanne, Renens et Prilly-Malley, il existe des projets pour développer parfois significativement ces zones. Au centre de Lausanne, dans le quartier de La Rasude et à proximité immédiate de la gare, Mobimo et CFF Immobilier prévoient un projet d'importance sur les zones dont ils sont propriétaires. Sur une surface de 76 000 m<sup>2</sup>, un grand complexe de bureaux (70%), de logements, de services et de commerces doit être édifié. À Renens, le projet Aux Entrepôts prévoit lui de faire naître un nouveau quartier qui verra notamment le long des rails l'édification de trois nouveaux immeubles de bureaux – dont deux pour les CFF, qui construisent sur ce site leur siège en Suisse romande. Ce sont ainsi 25 000 m<sup>2</sup> qui viendraient s'ajouter au marché de l'immobilier de bureaux lausannois. À proximité, tout près de la gare de Renens, 5000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux devraient notamment voir le jour dans le cadre du projet Quai Ouest. Et à la gare de Prilly-Malley, les CFF prévoient une surface d'étages de 20 340 m<sup>2</sup> pour des bureaux, des commerces de détail, des services et des logements. Si ces projets attrayants sont réalisés dès 2017/2018, les chances de trouver des locataires pour ces surfaces de bureaux seront intactes, en dépit de la morosité de la demande. À la rigueur, ce seront alors les sites moins bien desservis qui seront sous pression.

**Fig. 65: Volume de constructions avec autorisation pour surfaces de bureaux**

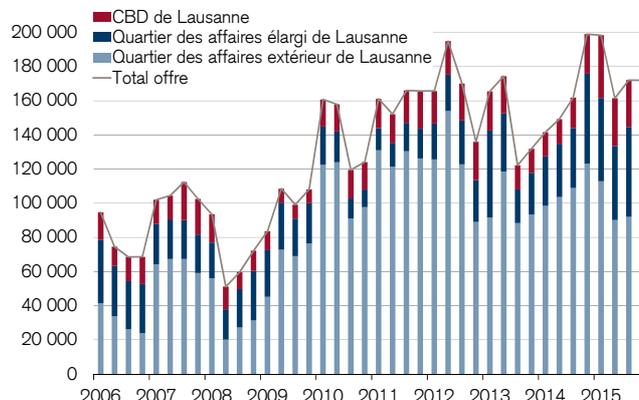
En mio. CHF (éch. gauche); part dans le total des cinq grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 66: Évolution des surfaces de bureaux proposées**

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

## Une demande en berne fait à nouveau progresser la suroffre

# Perspectives 2016 pour les surfaces de bureaux

En 2016, l'économie suisse ne gagnera que peu en dynamique. Avec une croissance de 1,0%, elle devrait demeurer nettement en deçà de la croissance potentielle. Des coûts élevés en Suisse ainsi qu'une pression sur les marges contraignent les entreprises à une importante automatisation de leurs processus et à la délocalisation de postes de travail vers des sites meilleur marché (offshoring). La mutation structurelle en cours des services financiers et la réforme de l'imposition des entreprises sont synonymes d'incertitudes et de retenue à l'heure d'engager de la main-d'œuvre supplémentaire. Par conséquent, nous n'anticipons qu'une légère augmentation de l'emploi et une progression du taux de chômage de 3,3% à 3,7% en moyenne annuelle. Du côté de l'offre, le contexte de taux d'intérêt négatifs et la pression exercée sur les investisseurs maintiennent le volume d'investissement pour les surfaces de bureaux au-dessus de la moyenne à long terme, malgré un taux de l'offre élevé et une progression du taux de vacance. Les centres de moyenne taille, où les taux d'offre sont encore modérés, attirent tout particulièrement l'intérêt des investisseurs. Comme nous n'attendons pas, à moyen terme, une hausse de la croissance de l'emploi dans les branches de bureau, mais plutôt un essoufflement, l'expansion prévue est trop importante pour inverser la tendance des surfaces vacantes. En conséquence, le déséquilibre entre l'offre et la demande devrait, selon nous, à nouveau s'amplifier alors qu'il avait semblé brièvement se stabiliser. Cela devrait maintenir la pression sur les prix des loyers et intensifier la concurrence. Les surfaces vacantes devraient connaître une hausse constante, surtout dans les quartiers des affaires élargis et extérieurs des grands centres, puis, à moyen terme, de ceux de moyenne taille. Dans les Central Business Districts, les surfaces vacantes pourront certes diminuer légèrement, mais non sans concessions sur les conditions de location.

## Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<p><i>Évolution de la demande:</i> en raison d'incertitudes concernant la place économique suisse dictées par la réglementation (initiative contre l'immigration de masse, troisième réforme de l'imposition des entreprises), de la délocalisation de postes de travail et de la mutation structurelle en cours dans le secteur des services financiers, l'emploi ne devrait que très légèrement progresser dans les branches de bureau classiques. Les conséquences de la numérisation, qui permettent une exploitation plus efficace des surfaces de bureaux, viennent encore réduire davantage la demande. Pour l'ensemble des secteurs, 2016 sera synonyme d'une demande supplémentaire seulement marginale de 10 000 m<sup>2</sup> environ.</p> <p><i>Situation dans les différentes branches:</i> si les branches proches de l'État continuent de progresser solidement, les impulsions provenant d'autres branches manquent pour l'essentiel, ce qui mine la demande globale. L'industrie et le secteur des services financiers devraient connaître des reculs de la demande. À notre sens, l'informatique est, aux côtés des services publics et du social, la branche qui affiche les meilleures perspectives de croissance.</p>	→	↘
<p><b>Offre</b></p> <p><i>Activité d'étude de projets:</i> dans un contexte de surfaces vacantes en hausse et de perspectives retenues pour la conjoncture, le volume d'investissement prévu demeure juste au-dessus de la moyenne à long terme de 2,0 mrd CHF. Par rapport à la faiblesse pronostiquée de la demande, l'expansion prévue est trop élevée pour inverser la tendance des surfaces vacantes. Sur le plan régional, les investissements se déplacent des grands centres vers ceux de moyenne taille.</p> <p><i>Structure de l'offre:</i> courant 2015, l'offre publiée s'est stabilisée à un niveau élevé. Elle atteint désormais tout juste 2,2 mio. de m<sup>2</sup>. En comparaison historique, si la part des surfaces proposées dans les cinq grands centres est importante, elle n'a plus progressé en 2015. Tandis que de nombreuses nouvelles surfaces sont proposées dans les grands centres de Suisse alémanique, l'offre dans les grands centres de Suisse romande se compose essentiellement d'immeubles existants.</p>	→	→
<p><b>Résultat du marché</b></p> <p><i>Taux de vacance:</i> le taux de vacance, qui couvre à titre de relevé partiel 43% de l'immobilier de bureau, a gagné du terrain pour la quatrième année consécutive. En 2015, les surfaces vacantes ont ainsi gagné 26% pour atteindre 657 000 m<sup>2</sup>. À certains endroits, l'intense activité de construction de ces dernières années ne se retrouve véritablement que maintenant dans les surfaces vacantes, alors qu'ailleurs, une accalmie s'observe. En raison de l'équilibre existant entre offre et demande, les surfaces vacantes continueront à augmenter à moyen terme.</p> <p><i>Loyers:</i> les nombreuses surfaces vacantes ont consolidé la position des locataires dans les négociations et accru la pression sur les loyers. À l'exception de Genève, la cadence de la correction des prix s'est cependant ralentie. Au regard de la situation de suroffre persistante, le recul des loyers de bureaux corrigés de la qualité devrait se poursuivre en 2016, même si la dynamique n'est plus la même.</p> <p><i>Performance (rendement total):</i> l'introduction de taux négatifs par la BNS a permis un nouveau repli des taux d'escompte, de telle sorte qu'aucune correction de valeur ne s'est produite sur les immeubles de bureaux. Compte tenu des surfaces vacantes en hausse et des loyers en baisse, de telles corrections ne sont cependant qu'une question de temps. Nous attendons de ce fait un essoufflement de la performance cette année.</p>	↗	↗
	↘	↘
	→	↘

Source: Credit Suisse

## Surfaces de vente

# La mutation ne fait que commencer

Comme si le défi posé par l'explosion du commerce en ligne n'était pas suffisant, la situation du commerce de détail s'est encore détériorée avec l'appréciation du franc et la multiplication des achats à l'étranger. L'activité de planification de surfaces, au plus bas depuis des années, permet de mesurer à quel point les incertitudes sont grandes. Dès lors, les questions qui nous intéressent le plus sont les suivantes: quel avenir pour le commerce stationnaire dans un monde numérique? Et quelles surfaces offrent les meilleures chances de location?

## Le tourisme d'achat et le commerce en ligne freinent la demande

**L'abandon du taux plancher EUR/CHF dope les achats à l'étranger...**

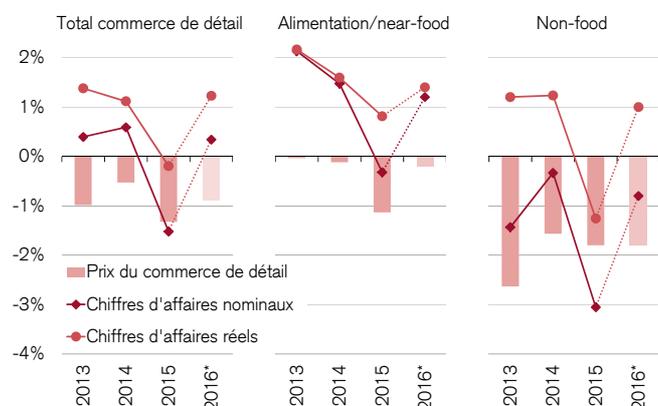
Pour le commerce de détail, 2015 est une année à oublier. Deux tiers des détaillants n'ont pas atteint leurs objectifs de chiffre d'affaires (CA) et plus de la moitié ont manqué leurs objectifs de bénéfice. L'année à peine commencée, l'abandon du taux plancher EUR/CHF a été un véritable coup dur pour le commerce de détail. L'envolée fulgurante du franc suisse qui a suivi a donné un nouvel élan aux achats à l'étranger, après une phase de stabilisation à un niveau élevé entre 2012 et 2014. En 2015, pas moins de 11 mrd CHF ont été dépensés à l'étranger par la population suisse, soit environ un dixième du chiffre d'affaires total du commerce de détail suisse. Comme les années précédentes, le domaine alimentaire/near-food et les articles d'habillement et de sport ont été les premiers concernés.<sup>4</sup>

**... et entraîne une chute des ventes de détail en 2015**

En plus du tourisme d'achat, la dégradation du climat de consommation a également pesé sur les ventes dans le commerce de détail. Ni la croissance démographique soutenue ni l'augmentation du pouvoir d'achat ne sont parvenus à compenser ces effets négatifs. Sur l'année 2015, le commerce de détail a enregistré une baisse des chiffres d'affaires réels de 0,2% par rapport à l'année précédente (fig. 67).<sup>5</sup> En valeur nominale, la baisse a été de 1,5%, un chiffre qui s'explique par le fait que les commerçants ont ajusté leurs prix plus rapidement après l'appréciation du franc qu'en 2010/2011. Si le segment alimentaire s'en est relativement bien sorti (-0,3% en valeur nominale par rapport à l'année précédente), le segment non-food a lui connu un exercice catastrophique marqué par une chute des chiffres d'affaires nominaux de 3,1%.

**Fig. 67: CA et prix dans le commerce de détail**

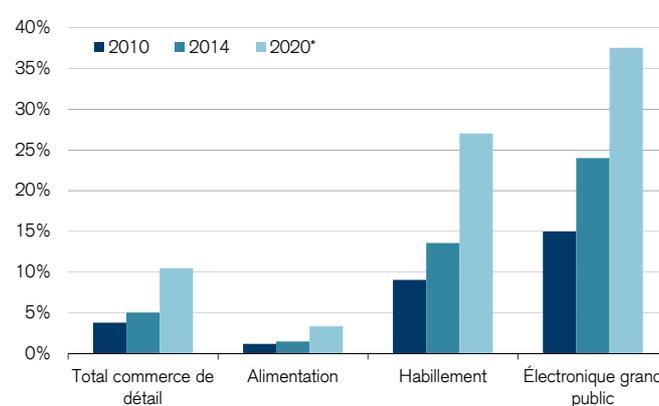
Variation en comparaison annuelle (corrégée des jours ouvrables); \*prévision



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

**Fig. 68: Part du commerce en ligne dans le CA suisse**

Part du commerce en ligne (commerçants en Suisse) dans le CA total; \*prévision



Source: GfK, Association Suisse de Vente à Distance (ASVAD), Credit Suisse

<sup>4</sup> Voir l'étude «Achats à l'étranger 2012» réalisée par GfK pour le compte de la Communauté d'intérêt du commerce de détail suisse (CI CDS) (2013) et l'étude «Einkaufstourismus Schweiz 2015» de l'Université de Saint-Gall (2015).

<sup>5</sup> Cf. Credit Suisse (2016): «Retail Outlook 2016: Quelle est la part suisse dans le commerce de détail helvétique?»

## 2016: retour à une légère croissance des ventes

Les conditions-cadres devraient quelque peu s'améliorer en 2016 pour le commerce de détail. La croissance de l'économie suisse devrait redémarrer au cours de l'année (PIB +1%), tandis que l'immigration et, partant, la croissance démographique devraient rester robustes et le pouvoir d'achat augmenter légèrement. Le volume des achats à l'étranger devrait se stabiliser grâce à un taux de change EUR/CHF attendu autour de 1.10. En revanche, le chômage devrait augmenter et le climat de consommation rester mitigé, tant et si bien que nous tablons sur un taux de croissance nominal des ventes de détail de seulement 0,3% (fig. 67). Cette croissance reposera encore principalement sur le segment alimentaire/near-food, alors que nous anticipons un nouveau recul des chiffres d'affaires nominaux dans le segment non-food. Dans l'ensemble, les prix devraient encore baisser, mais un peu moins fortement (-0,9%), d'où une augmentation des chiffres d'affaires de 1,2% en termes réels. En revanche, la situation devrait rester difficile au niveau des bénéficiaires.

## Le commerce en ligne s'accapare toute la croissance...

Les chiffres de croissance ci-dessus englobent aussi le commerce en ligne qui se développe fortement, avec des taux de croissance de 7 à 10%. Les raisons de ce succès sont multiples: évolution démographique, avancement technologique et changement de comportement des consommateurs. Profitant de la démocratisation des appareils mobiles, de plus en plus de consommateurs découvrent les nombreux avantages des achats sur Internet. Et plus ils se familiariseront avec les aspects pratiques de l'e-commerce, moins ils pourront s'en passer, avec ses prix bas et l'étendue de son offre. Pour ces raisons, il est déjà programmé que le commerce stationnaire perde de nouvelles parts de marché. Sans oublier que la proportion de «millennials» et de «digital natives» augmente parmi les consommateurs. Ceux-ci ont grandi avec Internet et savent l'utiliser sans aucun problème. D'ici à 2025, leur proportion va passer de 31% à 46%. Rien que pour cela, il est certain que le commerce en ligne va gagner de nouvelles parts de marché. En conséquence, il est très probable que, dans les années à venir, la croissance du commerce de détail concerne quasi-exclusivement sa forme électronique. Les parts de marché du commerce en ligne devraient évoluer différemment selon les segments (fig. 68). Nous tablons sur une part de marché de 11% dans l'ensemble du commerce de détail d'ici 2020, mais jusqu'à 27% et 38%, respectivement, pour l'habillement et l'électronique grand public. Le commerce stationnaire se trouve donc contraint de mener un combat d'arrière-garde. L'an passé, le secteur de l'habillement a été notamment touché par des fermetures de commerces et des dépôts de bilan. D'autres devraient suivre.

## ... mais offre aussi des opportunités au commerce stationnaire

Pour couronner le tout, il est difficile de savoir quels concepts pourraient fonctionner. Or, dans un tel contexte de marché, il est dangereux de temporiser. Au-delà d'une observation attentive du marché, des idées innovantes et une approche par tâtonnement sont nécessaires. Dans ce sens, une solution alliant les avantages du commerce stationnaire et les avantages du commerce électronique (comparaisons des prix, profondeur de gamme) offre des opportunités, mais exige une transformation des magasins physiques en magasins numériques. Ceux qui miseront sur le commerce mobile et le commerce multi-canal auront plus de chances de réussir. Mais auparavant, il faudra de bonnes compétences en commerce en ligne, ce que la plupart des détaillants ne possèdent pas encore pour l'instant.

## L'incertitude freine la demande de surfaces

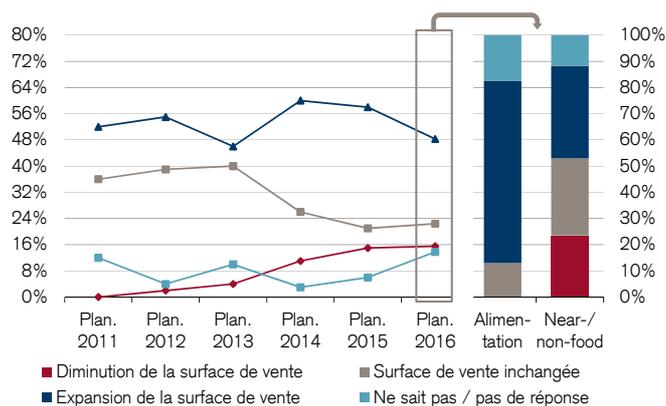
L'incertitude quant à la stratégie à adopter ainsi que la nécessité urgente d'investir dans des capacités en ligne ont eu des conséquences évidentes sur la demande de surfaces commerciales, déjà faible à cause des mauvais résultats du commerce de détail. Selon une enquête régulièrement menée par Fuhrer & Hotz en automne, moins de 50% des commerçants interrogés prévoient désormais d'étendre leur surface de vente (fig. 69). La part de ceux qui prévoient de la réduire a augmenté légèrement, passant à 16%. En raison notamment des défis différents qu'ils ont à relever à cause du commerce en ligne, les commerçants du domaine alimentaire et des segments near-/non-food choisissent des voies différentes pour optimiser leurs surfaces de vente. Si 70% des commerçants alimentaires cherchent à étendre leur surface ou en recherchent de nouvelles, 53% de leurs homologues du segment near-/non-food entendent la laisser telle quelle ou la réduire. L'incertitude se reflète également dans le chiffre élevé (14%) des sondés qui admettent ouvertement ne pas savoir quelle stratégie mettre en œuvre. Dans cet environnement, la marge de manœuvre pour des stratégies de développement devrait être limitée et concentrée sur le segment alimentaire. Hormis dans les régions frontalières, ce dernier est moins exposé au tourisme d'achat et à la concurrence du commerce en ligne et peut donc se concentrer sur les lacunes à combler dans son réseau de points de vente et les opportunités à saisir du fait de la forte inégalité de la croissance démographique entre les régions.

### Comparaison internationale: le commerce en ligne suisse encore à un stade de développement précoce

Dans la mesure où il n'existe pas de données empiriques sur la relation entre le commerce en ligne et les surfaces de vente, il est utile de jeter un œil à l'étranger. Bien que la Suisse fasse partie des nations les plus développées du monde pour ce qui est des achats en ligne chez les 16 à 74 ans et de l'accès des ménages à Internet, le commerce en ligne est encore peu développé par rapport aux autres pays, sa part de marché étant de seulement 5,4% (fig. 70). Ce résultat est cohérent avec l'indice «Global Omnichannel Retail» 2015 de PwC, qui place la Suisse au 14<sup>e</sup> rang sur 19 pays interrogés. Le fait que la stratégie multi-canal soit encore assez peu répandue dans le commerce de détail suisse en comparaison internationale est l'une des explications. Ce qui laisse craindre que le changement structurel ne fait que commencer.

**Fig. 69: Évolution prévue de la surface de vente**

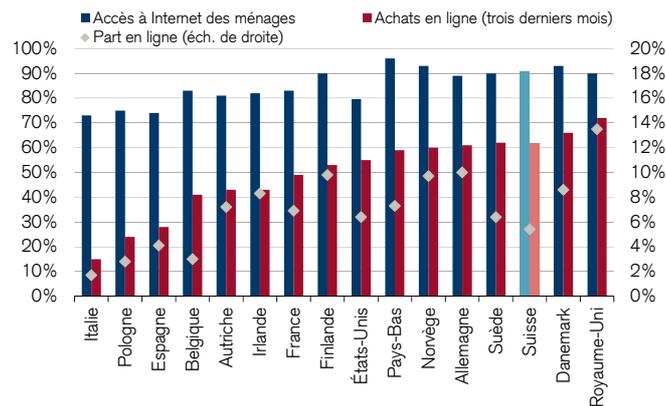
Éch. de gauche: commerce total, n = 47 (2011) à 90 (2014); éch. de droite: planification 2016 par segment (alimentaire: n = 23; near-/non-food: n = 34)



Source: Fuhrer & Hotz

**Fig. 70: Comparaison internat. du commerce en ligne**

Part des ménages ayant accès à Internet, part des résidents suisses de 16 à 74 ans ayant fait des achats en ligne dans les 3 derniers mois (éch. de gauche); part du commerce en ligne dans le chiffre d'affaires (éch. de droite); 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Statistica, US Bureau of Census, Center of Retail Research, HUI Research, Association Suisse de Vente à Distance (ASVAD), GfK, Credit Suisse

### Le Royaume-Uni comme point de repère

Fort d'une part de commerce en ligne de 13,5%, le Royaume-Uni s'affirme comme le leader incontesté dans ce domaine (fig. 70). Comme ce pays est comparable à la Suisse en matière de structure de la demande, d'accès à Internet et de comportement d'achat, un coup d'œil outre-Manche est utile. Ainsi, on découvre que la liste des détaillants historiques ayant dû cesser leur activité est longue: Comet, JJB Sports, HMV ou encore Jane Norman, pour ne citer qu'eux. Selon le Centre for Retail Research, entre 2008 et 2014, 23 500 commerces appartenant à 294 détaillants de moyenne et grande taille ont dû mettre la clé sous la porte. Dans le même temps, le taux de vacance est passé de 5,4% à 13,4% (Local Data Company) sous l'effet de la forte progression de la part du commerce en ligne (de 8,3% à 13,5%), mais aussi à cause de la crise économique – raison pour laquelle il convient de ne pas surestimer l'influence du commerce en ligne. C'est aussi ce qu'indiquent le ralentissement des fermetures d'entreprises observé pendant la reprise économique et la stabilisation du taux de vacance ces dernières années. Pour autant, cette évolution impressionne et montre comment la faiblesse des dépenses de consommation et l'expansion du commerce en ligne ont pu déclencher un assainissement structurel et se répercuter sur la demande de surfaces. Avec la forte croissance des achats à l'étranger, un ensemble de phénomènes comparables s'observe actuellement dans le secteur du détail suisse et a déjà contraint quelques grands groupes de vêtements (Companys, Bernie's, Jamarico, p. ex.) à cesser leur activité.

### Malgré des concepts qui marchent au Royaume-Uni, la demande de surfaces recule dans l'ensemble

Malgré un grand nombre de fermetures de magasins au Royaume-Uni, le commerce en ligne donne également la possibilité de tester de nouveaux concepts et de développer ses activités en répondant aux nouvelles exigences du marché. Citons à ce titre les enseignes Argos, Next ou John Lewis, pour qui le commerce électronique représente désormais plus de 30% du chiffre d'affaires. John Lewis a élargi son réseau de filiales de 27 magasins en 2008 à 46 en 2015. Néanmoins, ces quelques cas de concepts gagnants ne doivent pas masquer le fait que la demande de surfaces de vente a diminué au bout du compte. Cette tendance se dessine aussi en Suisse.

## Offre: l'incertitude plus forte que la pression à l'investissement

### Activité de planification au ralenti

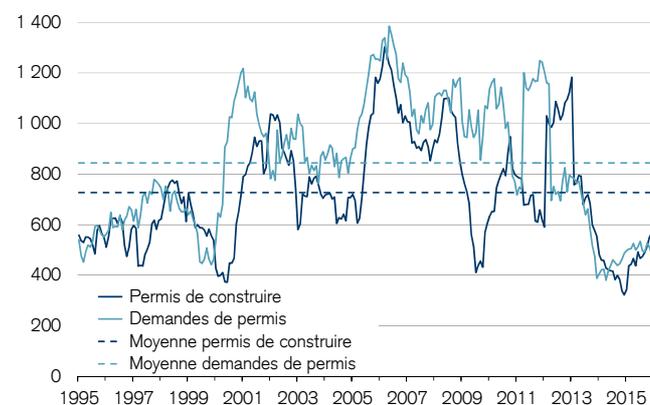
Malgré la faiblesse des taux d'intérêt et les conditions financières idéales qui en résultent ainsi que la forte pression qui pèse sur les investisseurs, ces derniers se montrent étonnamment prudents vis-à-vis des projets liés aux surfaces de vente. Cette prudence s'explique par la difficulté à trouver des locataires pour les nouveaux projets de cette nature. Elle se voit non seulement dans le coût d'investissement total des surfaces de vente ayant obtenu un permis de construire (fig. 71), mais également dans leur répartition par taille de projet (fig. 72). En février 2015 a été autorisé un projet d'envergure d'un coût total de 80 mio. CHF; il s'agit du premier projet d'immobilier commercial de plus de 50 mio. CHF depuis juin 2012, en l'occurrence le centre commercial Ebnet à Simnach (TG). Sa planification avait débuté en 2002 déjà. Comme quelques autres, il fait partie des derniers projets issus de la vague d'expansion de la dernière décennie. Même dans les fourchettes plus basses de 20 à 50 mio. CHF et de 10 à 20 mio. CHF, les projets prévus sont moins nombreux.

### Expansion faible en 2016

En 2015, la somme totale des coûts de construction des nouvelles surfaces de vente autorisées s'est élevée à 565 mio. CHF (fig. 71). Certes, le volume d'investissement est légèrement remonté depuis le creux de fin 2014, mais il est encore nettement inférieur à la moyenne à long terme de 727 mio. CHF. Par ailleurs, parmi les projets autorisés se trouvent une quantité notable d'immeubles à affectation mixte dans lesquels les surfaces de vente n'occupent qu'une petite part et dont la mise en chantier se fait sans prélocation des surfaces de vente. Au vu des demandes de permis de construire de nouvelles surfaces de vente, la situation ne devrait pas beaucoup évoluer dans l'immédiat, sachant que leur volume demeure lui aussi à un niveau bien inférieur à la moyenne (486 mio. CHF).

**Fig. 71: Planification de surfaces de vente**

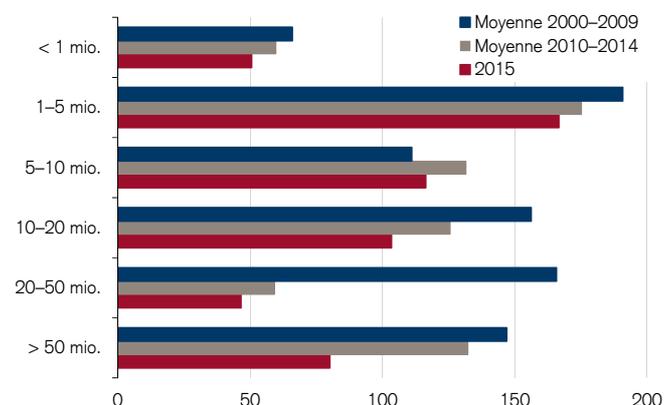
Nouvelles constructions, moyenne mobile sur 12 mois, en mio. CHF



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 72: Planification de constructions par taille de projet**

Permis de construire (nouvelles constructions), moyenne mobile sur 12 mois, en CHF



Source: Baublatt, Credit Suisse

### Ici et là, des projets de taille sont quand même encore délivrés

Même si, à en juger par l'activité de demande et d'octroi de permis de construire, la planification de nouveaux projets d'envergure est quasiment au point mort, quelques surfaces de grande taille sont encore délivrées ici et là. La faiblesse des intérêts joue probablement ici un rôle et les projets prétendument enterrés ne le sont pas vraiment. On peut par exemple penser au Stade de Bienne (délivré), au Mall of Switzerland (en construction) ou au FCS Park (Lipo-Park) à Schaffhouse (en construction) – des projets qui avaient déjà été enterrés, mais qui ont fini par être réalisés ou sont en cours. Les retards sont dus, d'une part à une longue phase de planification, liée à la taille et la complexité des projets, et d'autre part à la dégradation de la confiance sur le marché. Il aura parfois fallu plusieurs tentatives pour que ces projets soient lancés. Malgré tout, le nombre de projets réalisés a considérablement diminué par rapport à la dernière décennie, au cours de laquelle un centre commercial sur trois ouvrait ses portes. En 2015, seuls deux centres commerciaux/magasins spécialisés ont ouvert: l'Allmend Center à Frauenfeld et la Tissot Arena à Bienne (Stade de Bienne). En 2016 et 2017, il devrait y en avoir quatre à cinq sur les deux années. Et, sans génération de nouvelles idées, le réservoir de projets se vide continuellement. Néanmoins, l'expansion annuelle effective des surfaces de vente devrait finalement être légèrement supérieure à ce que ne laissent présager les permis de construire. Dans l'ensemble, l'expansion des surfaces – en exceptant le Mall of Switzerland – va tout de même rester modeste et au moins ne pas créer davantage de problèmes à un marché en quête de repères.

## Résultat du marché: les bailleurs en position de faiblesse

### Taux de vacance en hausse

Compte tenu de l'évolution négative des chiffres de vente dans le commerce de détail et des défis auxquels est confronté le marché des surfaces de vente, il était à prévoir que la taille des surfaces déclarées vacantes allait augmenter. D'après le recensement partiel, qui couvre environ un tiers du marché, 86 500 m<sup>2</sup> de surface de vente étaient libres au 1<sup>er</sup> juin de l'année dernière (fig. 73). Cela correspond à une progression de 4,7% en comparaison annuelle et ce niveau est aujourd'hui 12% supérieur à la moyenne depuis 2001. Pour la deuxième année consécutive, la surface vacante a augmenté, après avoir oscillé autour de 70 000 m<sup>2</sup> sur la période 2008–2013. La plus forte hausse a été constatée dans le canton de Genève, où la surface de vente inoccupée a atteint son plus haut niveau depuis 10 ans. À l'exception de Lausanne, la taille des surfaces vacantes a augmenté dans toutes les régions urbaines, même si parfois marginalement. Connaissant la conjoncture difficile, avec une demande faible, nous n'attendons pas de changement de tendance dans les années à venir.

Fig. 73: Surfaces de vente vacantes

En m<sup>2</sup>, au 1<sup>er</sup> juin, recensement partiel: environ 33% du marché des surfaces de vente



Source: divers offices de statistique, Credit Suisse

### Les meilleurs emplacements bien moins touchés par les surfaces vides

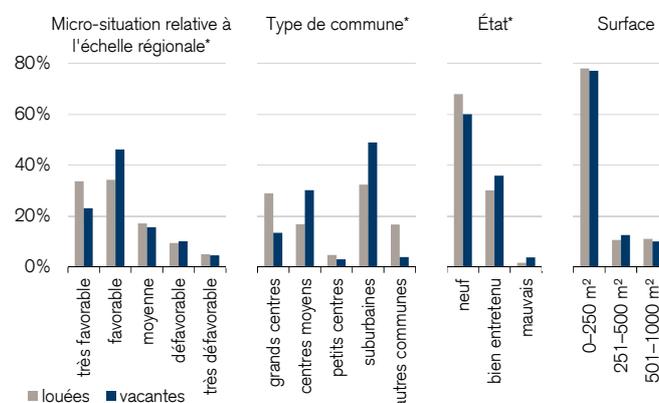
### Pas plus de vacance pour les petites surfaces que pour les grandes

Plus le nombre de surfaces vacantes augmente, plus il est intéressant de savoir quelles surfaces ont le plus de mal à trouver des locataires. Les données fournies par REIDA (Real Estate Investment Data Association) donnent une première idée des caractéristiques des surfaces de vente vides. En tout, 4,5% des surfaces de détail détenues par des investisseurs institutionnels étaient inoccupées fin septembre 2015. Les emplacements «très favorables», c'est-à-dire les sites 1A, comptent nettement moins de surfaces vacantes (fig. 74). C'est l'inverse pour les emplacements «favorables», les sites 1B, qui, certes, ne font pas partie des plus prisés, mais sont quand même mieux situés que la moyenne. Pour ces emplacements, les surfaces vacantes s'accumulent, ce qui confirme un vieux truisme connu dans le commerce de détail: à 50 ou 100 mètres des meilleurs emplacements, un magasin peut déjà littéralement mourir de faim.

On trouve rarement des surfaces de vente dans de mauvais emplacements, ou emplacements «défavorables». Près de 70% des surfaces de vente analysées sont situées à des emplacements classés comme «très favorables» ou «favorables», selon une classification qui suit une approche strictement régionale. Cela signifie que les différents emplacements ne peuvent être comparés et classés qu'au sein de la même région. Les taux de vacance supérieurs à la moyenne se rencontrent surtout dans les centres moyens et les agglomérations (communes suburbaines). Par contraste, les cinq grands centres suisses semblent être plus attractifs pour les nouvelles idées commerciales et pour les succursales des enseignes internationales. La taille des magasins ne semble avoir aucune incidence sur le taux de vacance. Il est vrai que presque 80% des surfaces vides font moins de 250 m<sup>2</sup>, mais le chiffre correspond à peu près à la proportion de cette catégorie de surface dans le parc des surfaces de vente. Ce pourrait être un indice que la mutation structurelle vers des surfaces plus grandes a pris fin. Pour finir, s'agissant de l'état des surfaces, on peut constater que les surfaces en état neuf sont moins souvent vides que les autres en moyenne, ce qui explique au moins en partie pourquoi de nouvelles surfaces sont toujours construites.

Fig. 74: Taux de vacance de référence selon différentes caractéristiques

Répartition des surfaces vacantes/louées, au 30 septembre 2015



\*pondéré en fonction de la surface

Source: REIDA, Office fédéral du développement territorial, Credit Suisse

## Les meilleurs emplacements connaissent une demande forte...

Dans les rues commerçantes prestigieuses et les gares très fréquentées, la concurrence autour des surfaces locatives reste importante. Ces sites séduisent par leur forte fréquentation et par de grands effets de synergie, qui permettent une expérience d'achat unique. Les changements de locataires sur ces sites ne sont pas un problème pour les bailleurs. Au contraire même: lorsque les contrats de bail expirent, les bailleurs ont la possibilité de réviser les loyers à la hausse pour les mettre au niveau du marché. En règle générale, seules les marques leaders dans leur segment sont cependant capables de supporter la pression sur les coûts à ces emplacements. C'est pourquoi les artères commerçantes changent constamment de visage. Les commerces historiques ont tendance à disparaître avec une grande régularité. Ce phénomène devrait encore s'amplifier à l'avenir, car seul le premier rang assuré de la visibilité, or c'est seulement là que les commerçants prospères – qu'ils soient initialement stationnaires ou en ligne – sont prêts à payer cher pour avoir une présence à ces emplacements de premier choix.

## ... quand ceux non loin d'eux ont du mal à trouver preneur

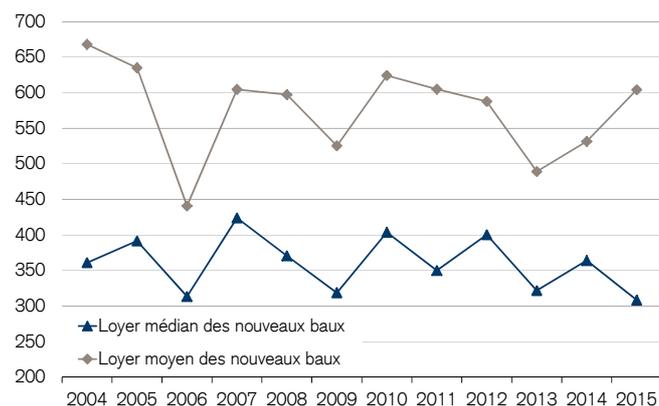
La situation des emplacements à l'écart des grandes rues commerçantes et des nœuds de transports fréquentés est différente. Ici, ce sont de plus en plus les bailleurs qui courtisent les locataires. Les départs de locataires sont aussi fréquents, sinon plus, mais passent inaperçus la plupart du temps. Les nouvelles surfaces peinent à trouver des locataires financièrement solides. Cela tient notamment au fait que, dans le monde stationnaire, la qualité d'emplacement n'a plus la même importance dans un monde multi-canal. Lorsqu'Internet se transforme en vitrine des commerçants, les facteurs tels la visibilité et le trafic piéton ne jouent plus le même rôle. Un détaillant a donc tout intérêt à savoir d'abord quelle stratégie en ligne il entend suivre. Le choix de l'emplacement devient alors une décision secondaire. La perte d'importance de la qualité d'emplacement a pour conséquence que les surfaces à l'écart des meilleurs emplacements ont beaucoup de mal à trouver preneur, comme le montrent plusieurs indices.

## Indice 1: des loyers sous pression

Les loyers restent sous pression. C'est d'une part ce qui ressort des loyers proposés de Wüest & Partner, qui ont accusé un repli de 2% par an ces dernières années. D'autre part, l'évolution des loyers dans les nouveaux contrats de bail révèle aussi une baisse tendancielle (fig. 75). Au 30 septembre 2015, le loyer médian des nouveaux contrats de bail signés en 2015 était d'à peine 310 CHF/m<sup>2</sup> par an, alors que la moyenne des cinq dernières années s'élevait à 350 CHF/m<sup>2</sup> par an. La trajectoire erratique du loyer moyen est à mettre sur le compte du large éventail des loyers dans les nouveaux contrats de bail dans le haut de gamme. En 2015, le percentile de 95% du loyer net a atteint sa valeur maximale depuis 2005 avec plus de 2400 CHF/m<sup>2</sup> par an, soulignant la bonne tenue de la demande aux meilleurs emplacements.

**Fig. 75: Loyers contractuels des surfaces de vente**

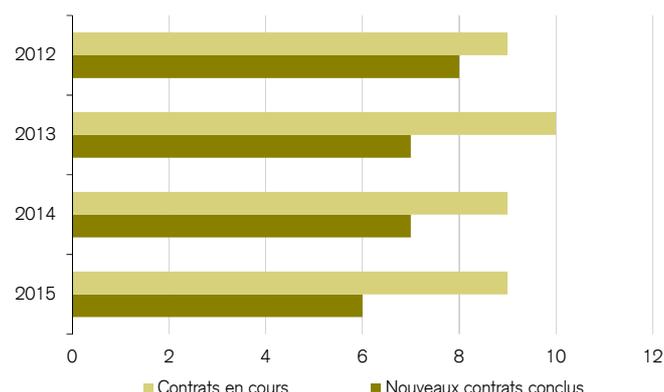
Loyer net en CHF par m<sup>2</sup> et par an, selon l'année de conclusion du contrat



Source: REIDA, Credit Suisse

**Fig. 76: Durée des contrats de bail**

Durée contractuelle moyenne en années



Source: REIDA, Credit Suisse

## Indice 2: des contrats plus courts

Un deuxième indice illustrant la difficulté croissante à louer les surfaces de détail est la victoire des locataires dans les négociations, lesquels parviennent de plus en plus souvent à imposer des durées de bail raccourcies (fig. 76). Dans les centres commerciaux, il est vrai que les baux de courte durée sont souvent aussi dans l'intérêt du bailleur, puisqu'ils donnent plus de souplesse concernant la combinaison des locataires et permettent une gestion plus active des centres. Mais, pour les autres sites, les bailleurs préfèrent en principe les contrats de plus longue durée. D'après les nouveaux contrats de location de biens appartenant à des investisseurs immobiliers institutionnels signés en 2015, la durée de bail moyenne a encore diminué. Désormais de six ans, elle est nettement en dessous de la durée des contrats en cours, de neuf ans en moyenne.

### Indice 3: de nouvelles stratégies marketing

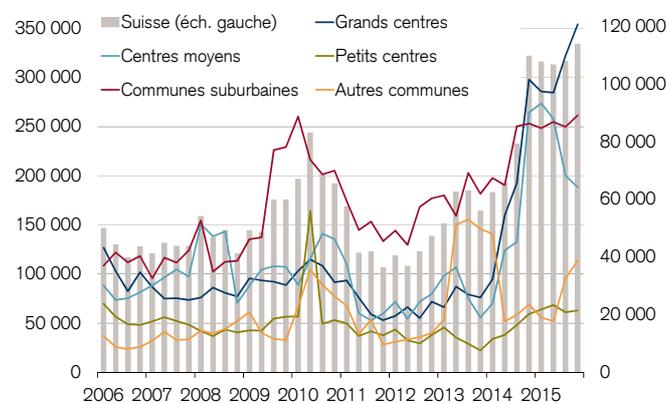
Les difficultés à trouver des locataires poussent les bailleurs à changer de stratégie marketing. Ainsi, il est de plus en plus courant de voir des surfaces de vente à louer sur les portails en ligne. Ces plateformes Internet accessibles aux moteurs de recherche ont une portée bien plus grande. On peut d'ailleurs remarquer que non seulement les mêmes surfaces sont placées sur différentes plateformes, mais qu'elles font également l'objet de plusieurs annonces sur la même plateforme. L'explication tient probablement au fait que les nouvelles annonces reçoivent plus d'attention. Les annonceurs mettent donc volontairement fin aux annonces de surfaces pour les remettre en ligne aussitôt. Après avoir épluché ces annonces redondantes sur une même plateforme, il apparaît qu'aujourd'hui environ 50% d'entre elles sont des doublons. Jusqu'à la mi-2010, leur part était encore de moins de 20%.

### Indice 4: une offre de surfaces importante

Après élimination des offres redondantes et regroupement par trimestre, il est possible de connaître le volume des surfaces de vente à louer. Comparer les annonces de surfaces à louer dans le temps est un bon moyen de connaître l'état du marché. Une première augmentation de l'offre a eu lieu après le déclenchement de la crise financière (fig. 77). La situation s'est calmée par la suite, avant une nouvelle forte hausse en 2014. Depuis lors, il est clair que le marché des surfaces de vente ne tourne plus vraiment rond. Au quatrième trimestre 2015, l'offre de surfaces disponibles a atteint le chiffre très élevé de 335 000 m<sup>2</sup>. En l'espace d'un an, l'offre de surfaces a donc de nouveau augmenté. Dans les agglomérations (communes suburbaines), l'offre de surfaces à louer a bien augmenté en continu ces dernières années, mais c'est dans les grands centres et les centres moyens que la plus forte hausse a été observée. Dans les grands centres, cette hausse ne s'essouffle toujours pas. La surface totale à louer dans ces centres est plus de deux fois supérieure à celle de 2010, son dernier pic. Il ne fait aucun doute que le marché des surfaces de vente est en proie à des changements structurels qui, dans leur phase actuelle, touchent principalement les centres. Au vu de la répartition des surfaces vacantes (fig. 74), il semblerait quand même que la relocation des surfaces devenues libres soit pour l'instant plus facile dans les grands centres que dans les centres moyens.

Fig. 77: Offre de surfaces à louer

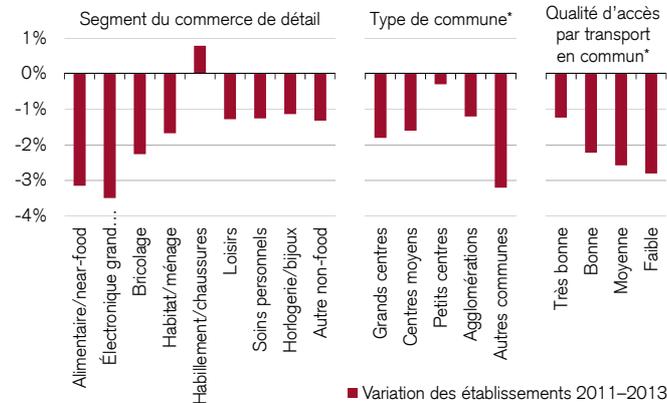
Surfaces existantes (éch. de gauche), par type de commune (éch. de droite), en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Fig. 78: Variation du commerce de détail 2011–2013

Variation des établissements, 2011–2013, \*total commerce de détail



Source: Office fédéral de la statistique, Office fédéral du développement territorial, Credit Suisse

### L'assainissement structurel sur le marché des surfaces de vente ne fait que commencer

Le marché des surfaces de vente connaît depuis plusieurs années une mutation structurelle qui s'accompagne d'une baisse continue du nombre de commerces. La décennie passée a été dominée par l'extension des surfaces et la filialisation. Sur la période 1998–2008, 1,2% des commerces de détail ont disparu chaque année. Dans le même temps, la part d'employés dans les chaînes de filiales est passée de 52% à 55%. La décennie actuelle est en revanche de plus en plus influencée par la croissance du commerce en ligne, qui est même en passe d'éclipser les précédentes mutations structurelles.

### Tendance persistante à la disparition des petits magasins et à la filialisation

Dans le commerce de détail stationnaire, «la mort des petits magasins» et la filialisation se poursuivent. Sur la période 2011–2013, le nombre de commerces de détail a diminué de 1,9%, soit environ 950 commerces (fig. 78), ce qui correspond à un léger ralentissement par rapport à la décennie passée. Le taux de mortalité élevé (3,1%) dans le segment alimentaire/near-food est lié dans une large mesure à la disparition des petits commerces (surfaces <100 m<sup>2</sup>) et des

magasins alimentaires (détaillants spécialisés). Dans le segment non-food en revanche, seuls 1,5% des commerces ont disparu entre 2011 et 2013. C'est surtout dans le segment de l'électronique grand public (-3,0%), où le commerce en ligne est déjà bien développé, mais aussi dans les segments du bricolage (-2,3%) et de l'habitat/ménage (-1,7 %) que de nombreux magasins ont disparu (fig. 78). La croissance de 0,8% des magasins de vêtements jusqu'en 2013 était probablement due à l'arrivée continue de nouveaux acteurs sur le marché. Les annonces négatives dans le segment de l'habillement en 2015 ne sont pas encore visibles dans les données à cause du décalage de deux ans. Parallèlement, le niveau de filialisation a atteint 62% fin 2013.<sup>6</sup> Cette tendance ne devrait pas faiblir sachant que seuls les grands groupes commerciaux et réseaux de filiales ont suffisamment de capital pour acquérir rapidement le savoir-faire nécessaire en matière de commerce en ligne via des acquisitions ou participations. Cette option ne s'offre pas aux commerçants spécialisés et individuels de petite taille, auxquels il ne reste que les plateformes ouvertes et les coentreprises.

### **De la qualité d'accès par les transports en commun dépendent les chances de survie**

L'analyse du taux de mortalité des commerces en fonction de la qualité d'accès par les transports en commun montre une tendance nette: mieux les commerces sont desservis par les transports en commun, plus ils ont de chances de survivre. Lorsque la qualité d'accès aux commerces par les transports en commun est très bonne, le taux de mortalité s'élève à 1,2%, contre 2,8% pour les établissements mal desservis (2011-2013). L'explication est simple: lorsque les sites sont très accessibles, la fréquence de passage est supérieure, ce qui apporte plus de clients et plus de chiffre d'affaires aux commerces. Concernant les types de communes, c'est dans celles situées à l'écart des centres et les communes d'agglomération qu'ont disparu le plus de commerces. Contrairement à ce que l'on aurait pu penser, c'est dans les petits centres que le taux de mortalité a été le plus faible (-0,3%). Dans les grands centres et les centres moyens, 1,8 et 1,6% de commerces de détail en moins ont été comptabilisés en 2013 par rapport à 2011. Même s'ils ont les meilleures notes en matière de densité de population et d'accessibilité et jouissent d'une grosse base de consommateurs, ils n'échappent pas non plus au changement structurel.

### **La recherche d'affectations alternatives n'est pas vouée à l'échec...**

En cas de fermetures de commerces, la question de la gestion des surfaces inoccupées se pose rapidement. La solution la plus courante est de conserver l'affectation de commerce de détail. Mais, suivant le secteur concerné, une relocation dans le même groupe de marchandises n'est pas toujours facile. Si, par exemple, un magasin d'électronique grand public ferme ses portes, il est, selon nos analyses, très peu probable de retrouver un locataire du même segment au même endroit. Pour les magasins alimentaires, la probabilité est quasiment trois fois plus élevée. Comme les surfaces de vente jouissent généralement d'une assez bonne situation, elles se prêtent à différentes affectations alternatives: les surfaces pour de l'artisanat (salons de coiffure, de beauté, p. ex.), des établissements sociaux (crèches, garderies, p. ex.), des cabinets médicaux et centres de santé, des restaurants ainsi que les surfaces de services pour petites entreprises (agences de graphisme, cabinets d'architecture, p. ex.) sont les solutions que nous constatons le plus souvent. Leur probabilité de trouver preneur est même supérieure à une relocation dans le groupe de marchandises initial ou dans un autre secteur du commerce de détail. Cela est particulièrement vrai pour les grands et moyens centres. En effet, avec la croissance démographique, la sensibilisation accrue aux questions de santé et le taux d'activité en hausse des femmes/mères, le besoin de telles affectations augmente aussi. Alors que de 2011 à 2013, 1,9% des établissements de vente de détail ont disparu, le nombre d'entreprises œuvrant dans le domaine de la santé et la garde d'enfants a augmenté de 9,5%; les établissements d'artisanat ont augmenté de 4,3%.

### **... mais implique généralement des rendements inférieurs**

Un propriétaire immobilier qui opte pour un changement d'affectation dans l'optique de réduire les périodes inoccupées doit s'attendre la plupart du temps à faire des concessions au niveau du loyer. Cette stratégie peut s'avérer payante quand les vacances ont pour cause, non pas une conjoncture faible, mais des changements structurels, comme le marché des surfaces de vente en connaît actuellement.

<sup>6</sup> Suite à un changement de système de collecte des données, les statistiques ne peuvent pas être comparées avec celles de 1998/2008.

## La mutation ne fait que commencer

# Perspectives 2016 pour les surfaces de vente

Après une année 2015 délicate, les conditions-cadres devraient quelque peu s'améliorer en 2016 pour le chiffre d'affaires du commerce de détail. Nous attendons par conséquent un retour à une croissance nominale faiblement positive du chiffre d'affaires. Pour la demande en surfaces, la situation de départ demeure compliquée en dépit de meilleures perspectives économiques, car le commerce en ligne poursuit son expansion dynamique. Celui-ci n'en est encore qu'à un stade de développement précoce en Suisse, ce qui laisse présager que la mutation structurelle en la matière n'en est qu'à ses débuts. La commercialisation des surfaces en marge des meilleurs emplacements est désormais une tâche ardue, comme le prouvent un taux d'offre en hausse, des activités de commercialisation plus soutenues, des loyers en baisse et des concessions diverses aux locataires. Forts de ce constat, nous n'attendons pour les années à venir aucune modification de la tendance à la hausse des surfaces vacantes. L'incertitude des détaillants quant à la stratégie à suivre et les investissements urgemment nécessaires dans des capacités en ligne absorbent les moyens à disposition, déjà limités de par la situation morose en termes de revenus de la branche. Les moyens manquent donc pour des expansions de surfaces. En raison d'une croissance démographique toujours robuste, les principales impulsions de la demande devraient se retrouver chez les détaillants des secteurs de l'alimentaire/du near-food. Globalement, le climat sur le marché des surfaces de vente devrait continuer à s'obscurcir. Les bailleurs et les propriétaires de surfaces commerciales en dehors des meilleurs emplacements, en particulier, devraient faire face à des défis. Fermetures de magasins, recherche de locataires, surfaces vacantes et réaffectations resteront des thèmes d'actualité importants. Il n'est pas rare que des concessions aient à être faites dans les conditions de location, ce qui devrait maintenir la pression sur les loyers. À ce titre, des facteurs liés à l'emplacement tels que l'accessibilité aux transports publics et les fréquences de passage resteront essentiels. Ils influenceront significativement les efforts de commercialisation et la facilité de location. L'expansion future des surfaces, modeste, ne sera toutefois pas source de problèmes supplémentaires pour un marché en quête d'orientation.

## Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<p><i>Commerce de détail:</i> en 2016, les conditions-cadres devraient quelque peu s'améliorer. Nous attendons une légère reprise de la croissance de l'économie (+1,0% en rythme annuel), une croissance démographique robuste, une petite embellie du pouvoir d'achat et des achats stables à l'étranger. En revanche, le taux de chômage devrait augmenter et le climat de consommation rester timide. Pour le commerce de détail, cela devrait se traduire par une croissance nominale du chiffre d'affaires minime de 0,3%, à mettre principalement au crédit du segment alimentaire/near-food. À l'inverse, sur le segment non-food, nous tablons sur un nouveau recul du chiffre d'affaires nominal.</p>	↘	→
<p><i>Mutation structurelle:</i> tandis que le chiffre d'affaires stagne dans l'ensemble du commerce de détail, celui généré par le commerce en ligne va une fois encore connaître une belle dynamique en 2016. Cette année, la part du commerce en ligne dans le chiffre d'affaires total devrait passer à plus de 6%. Le déplacement des investissements du commerce de détail vers son pendant en ligne freine à la fois directement et indirectement la demande en surfaces, puisqu'une adaptation au commerce en ligne engage des moyens et des capacités.</p>	↘	↘
<p><b>Offre</b></p> <p><i>Activité d'étude de projets:</i> en 2015, de nouvelles surfaces de vente avec des frais de construction pour un total de 565 mio. CHF ont fait l'objet d'autorisations – un chiffre nettement au-dessous de la moyenne à long terme. Il s'agit surtout de projets de surfaces de vente de plus petite taille et de surfaces dans des constructions mixtes. L'expansion de surfaces demeure donc teintée d'incertitudes et de retenue. Elle restera faible en 2016.</p> <p><i>Agrandissement de centres commerciaux:</i> comme les centres commerciaux s'accompagnent de longues phases de planification, certains projets se trouvent encore dans le pipeline. En 2016 et 2017, quatre à cinq centres commerciaux d'une surface minimale de 7000 m<sup>2</sup> devraient ainsi ouvrir leurs portes en Suisse. Cela correspond environ aux chiffres de ces deux dernières années.</p>	→	→
<p><b>Résultat du marché</b></p> <p><i>Taux de vacance:</i> pour la deuxième année consécutive, les surfaces vacantes ont augmenté, après avoir oscillé autour de 70 000 m<sup>2</sup> sur la période 2008–2013. Au 1<sup>er</sup> juin 2015, 86 500 m<sup>2</sup> de surfaces de vente étaient ainsi disponibles (+4,7% en comparaison annuelle). Compte tenu de la situation actuelle sur le front de la demande, cette tendance à l'augmentation des surfaces vacantes se confirmera en 2016.</p> <p><i>Loyers offerts et loyers contractuels:</i> les loyers restent sous pression, comme le soulignent à la fois les loyers proposés (quatrième trimestre 2015: -5,6% en rythme annuel) et les loyers contractuels, en recul dans les nouveaux contrats. Seuls les meilleurs emplacements ont pu tant bien que mal s'affranchir de cette pression sur les prix.</p>	↗	↗
	↘	↘

Source: Credit Suisse

## Complément sur l'immobilier de la santé

# Centres médicaux: l'économie du partage dans la santé

Logement, voiture, perceuse: le partage est à la mode et touche de plus en plus de secteurs d'activité. D'un point de vue économique, cette évolution est positive puisqu'elle permet une meilleure exploitation des ressources disponibles, avec comme corollaire une baisse des coûts et un rendement supérieur. Le secteur de la santé n'échappe pas à la tendance, notamment les cabinets médicaux, dentaires et de physiothérapie, qui s'associent pour créer des centres médicaux ou cabinets de groupe. De l'avis des acteurs du marché immobilier, l'immobilier de la santé fait partie des rares segments qui connaissent toujours de la croissance. Après avoir étudié en détail les hôpitaux et homes médicalisés les années passées, voici venu le tour des centres médicaux.

### Le partage, source d'efficacité et de réduction des coûts

Du point de vue de l'organisation, les centres médicaux présentent des avantages notables par rapport aux cabinets individuels. Premièrement, ils réunissent sous un même toit différentes disciplines médicales et permettent donc d'accompagner les clients pendant une plus longue partie de l'évolution de leur maladie. L'échange d'informations entre les unités rend la prise en charge plus efficace et crée des synergies qui favorisent l'acquisition de clients. Dans le cas des chaînes de centres médicaux, il est même possible de tenir les dossiers des patients sur plusieurs sites, si bien que le patient n'a plus à dépendre d'un seul d'entre eux. Deuxièmement, les coûts d'achat et d'entretien élevés des équipements médicaux (appareils à ultrasons ou de radiographie, p. ex.) peuvent être répartis entre plusieurs utilisateurs. Le succès de ces entreprises dépend directement d'un fort taux d'utilisation du matériel; or, dans les petits cabinets notamment, ces équipements ne sont pas toujours bien rentabilisés. D'autres synergies peuvent être créées et d'autres économies réalisées au niveau de l'achat de médicaments et de pansements ou de l'administration et de l'accueil des patients.

### Les centres médicaux permettent des formes de travail modernes

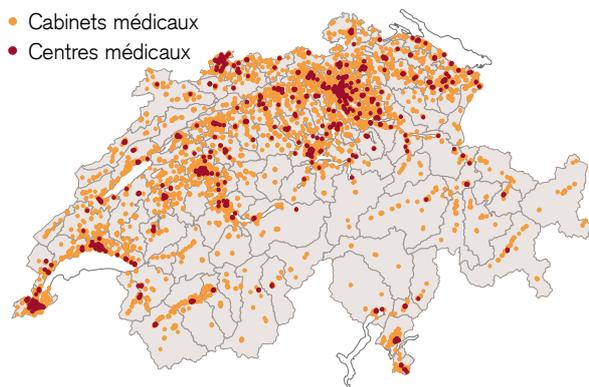
Troisièmement, les centres médicaux font naître de nouvelles possibilités en matière de gestion du personnel: les conditions de travail peuvent être assouplies et les employés faire des tâches plus spécialisées. Le service de piquet, si peu apprécié, peut être réparti sur plusieurs personnes. Les temps partiels sont plus facilement applicables aux différents types de postes; de même, les congés et autres absences peuvent être mieux amortis. Cet argument de la flexibilité pèse d'autant plus lourd dans le choix de l'employeur qu'il s'agit de jeunes médecins ou de mères. Il n'est pas rare que les cabinets médicaux traditionnels situés en zone périphérique aient du mal à assurer leur succession, dans la mesure où les jeunes médecins ne sont plus prêts à accepter les inconvénients liés aux cabinets individuels. Pour les patients, il en découle des avantages significatifs (horaires d'ouverture étendus, prise de contact rapide, consultation sans rendez-vous, moins de déplacements, etc.), qui font le succès du modèle des centres médicaux. Parmi les autres avantages évidents, citons par exemple un marketing professionnel et une meilleure localisation, puisque ces coûts peuvent être répartis.

### Différentes formes de centres médicaux

Le terme «centre médical» n'a pas de définition précise. Il s'agit en fait d'un terme générique qui couvre plusieurs dénominations courantes. La forme la plus simple, structurellement parlant, est le centre médical traditionnel qui regroupe et exploite en un même lieu des cabinets médicaux traitant différentes spécialités, indépendamment de leur forme juridique (spécialistes juridiquement indépendants ou société d'exploitation commune). Le cabinet de groupe va un peu plus loin: les cabinets médicaux, juridiquement indépendants, se partagent locaux, mobilier et personnel salarié. Quand des services de santé complémentaires sont fournis dans un centre médical ou cabinet de groupe (physiothérapie, assistance psychosociale, médecine sociale, sages-femmes, pharmacie ou encore urgences), alors on parle également souvent de centre de santé. Les centres médicaux de ce genre se trouvent généralement dans les centres et cherchent souvent la proximité des gares (fig. 79 et 80), comme nous l'expliquons plus en détail ci-dessous.

**Fig. 79: Localisation des centres médicaux**

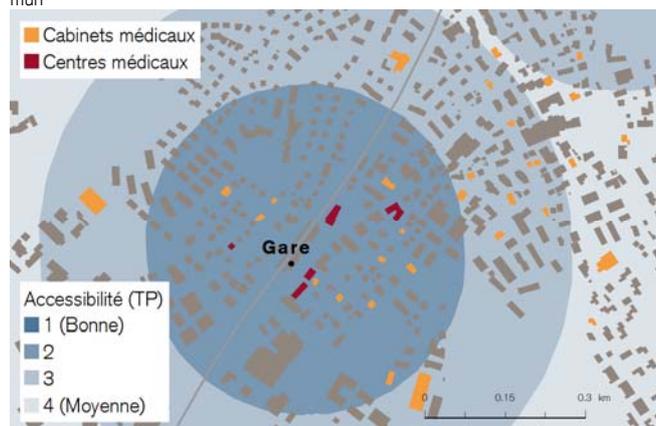
Répartition spatiale des centres et cabinets médicaux en Suisse, 2012



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

**Fig. 80: Micro-situation**

Cabinets médicaux, centres médicaux et qualité d'accès par les transports en commun



Source: OpenStreetMap, Credit Suisse

### Les chaînes de centres médicaux ont le vent en poupe

Le centre médical à gestion professionnelle, dans lequel les médecins possèdent un statut d'employé traditionnel, est un modèle économique assez récent. Bien souvent, la forme juridique choisie est la société anonyme. La séparation des opérations médicales et commerciales devrait logiquement profiter à l'entreprise dans son ensemble. Par ailleurs, ce modèle peut être dimensionné à souhait. Son succès se voit dans la quantité croissante de prestataires privés qui exploitent une multitude de centres médicaux et possèdent donc une grande expérience opérationnelle. Medbase, filiale du groupe Migros, en est un exemple. Celle-ci exploite plus d'une douzaine de centres de santé et prévoit de s'étendre.

### Une mutation structurelle au détriment du cabinet individuel

Comparé à la situation à l'étranger cependant, la transition vers les centres médicaux n'est pas encore très avancée en Suisse. Selon l'enquête IHP (International Health Policy) réalisée par le Commonwealth Fund, la majorité des médecins (53.9%) exercent dans des cabinets individuels. Mais il s'agit principalement de médecins de générations plus âgées. Près de 30% des médecins opérant en Suisse ont 60 ans ou plus et seul un cinquième d'entre eux ont moins de 45 ans. Une partie importante va donc partir en retraite dans les années qui viennent. À ceci s'ajoute une population qui augmente en nombre et qui vieillit, deux phénomènes qui devraient doper fortement la demande de soins de santé dans les prochaines années. Pour remédier à la pénurie de médecins qui menace le pays, le Conseil fédéral a émis l'idée de mobiliser des moyens financiers supplémentaires pour encourager la formation des médecins dans les années à venir. Chez les médecins les plus jeunes, on observe une préférence croissante pour les cabinets de groupe et les centres médicaux. Dans les années qui viennent devrait donc s'opérer une mutation structurelle au détriment des cabinets individuels, raison pour laquelle nous estimons que les centres médicaux ont un potentiel de croissance élevé.

### Rôle pour les investisseurs institutionnels

La croissance attendue des centres médicaux accroît la demande immobilière correspondante. Elle ouvre en outre la porte à des opportunités autour du financement, de la gestion et de l'exploitation des biens immobiliers concernés, dans la mesure où ces fonctions ne font pas partie du cœur de métier des centres médicaux. L'intérêt des investisseurs institutionnels pour ce type d'investissements est important. Pour les investisseurs intéressés, la question qui se pose est de savoir quels sites permettront une exploitation optimale des centres médicaux. Pour répondre à cette question, il convient de comprendre en détail les variables qui jouent un rôle déterminant dans les centres existants.

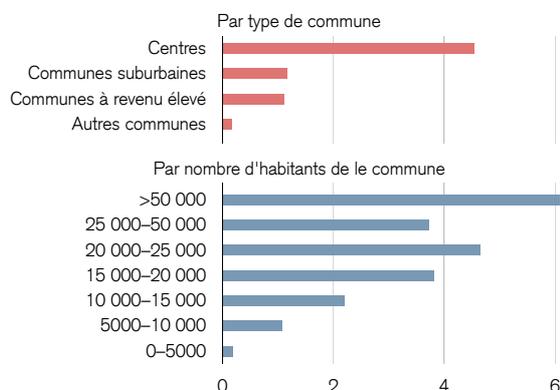
### Quelles conditions de localisation optimales pour les centres médicaux?

Pour le savoir, nous avons analysé l'ensemble des bâtiments en Suisse en fonction de la composition des employés. Nous avons défini comme centres médicaux les cabinets de médecine générale, médecine spécialisée, cabinets dentaires ou de physiothérapie employant au moins dix personnes à temps plein (fig. 79). Dans un deuxième temps, nous avons comparé les sites de ces centres médicaux aux sites des autres cabinets, puis de tous les immeubles résidentiels. Au niveau communal, il apparaît que les centres médicaux se trouvent principalement dans les centres, ceci même lorsqu'on tient compte des chiffres de population plus élevés (fig. 81). On trouve plus rarement les centres médicaux dans les communes suburbaines et à revenu élevé. De fait, l'offre de soins de santé dans des centres médicaux est nettement moindre dans les communes de moins de 15 000 habitants. Dans les communes plus petites, où la population ne

dépasse pas 5000 habitants, les centres médicaux, au sens où nous l'entendons, sont très rares.

**Fig. 81: Communes à forte densité de centres médicaux**

Nombre moyen d'employés dans des centres médicaux pour 1000 habitants, 2012



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### L'accessibilité par les transports, un critère déterminant

Un autre critère de localisation déterminant est l'accessibilité des centres médicaux, aussi bien à l'échelle des communes qu'en ce qui concerne les micro-situations (fig. 82). Les bâtiments analysés appartiennent en grande partie à la catégorie supérieure en matière de qualité d'accès par les transports en commun et sont également bien accessibles par les transports individuels motorisés en général. Mais pour profiter de l'avantage d'une bonne accessibilité par transport individuel motorisé, il est indispensable que des parkings pour les clients soient disponibles à proximité immédiate des bâtiments. C'est ce qui explique que les centres médicaux sont la plupart du temps situés en centre-ville, à l'instar des agences bancaires par exemple. Bien souvent, les patients ne sont pas mobiles, de sorte qu'ils ont tendance à privilégier les sites centraux bien desservis. À côté de cela, le trafic piéton est un facteur moins décisif, raison pour laquelle les sites un peu moins fréquentés, donc moins chers, situés sur des axes secondaires, sont une option.

### Potentiel de réaffectation

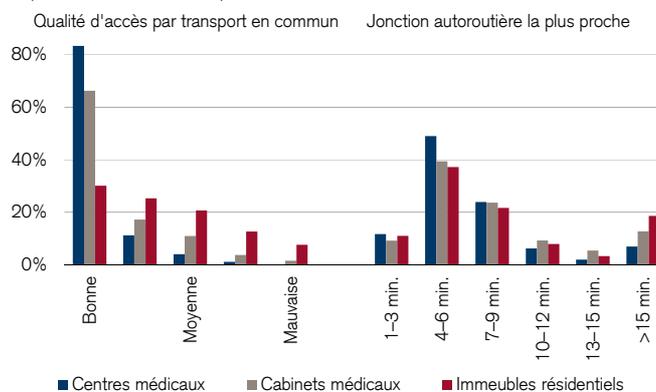
La situation actuelle du marché, marquée par une suroffre de surfaces de bureau et commerciales en rez-de-chaussée (cf. le chapitre sur les surfaces de bureau, p. 36 et suivantes et sur les surfaces de vente p. 55 et suivantes) entrouvre la porte à une réaffectation des surfaces vides pour en faire des centres médicaux. Sachant que les surfaces de vente sont généralement avantageusement situées (surtout en termes d'accessibilité par les transports), les critères de localisation nécessaires aux centres médicaux devraient dans certains cas pouvoir être remplis. De surcroît, les centres médicaux apportent de la fréquentation, si bien qu'en y ajoutant des détaillants et autres commerçants, il devient possible de créer un mélange de locataires intéressant. Cette solution promet des synergies pour toutes les parties concernées et se rapproche des centres de santé précédemment évoqués.

### Une réaffectation implique des travaux coûteux de réaménagement intérieur

Les centres médicaux imposent des contraintes particulières au niveau de l'aménagement intérieur. En effet, pour répondre aux normes d'hygiène élevées auxquelles ils doivent se conformer, les centres médicaux ont besoin d'un nombre nettement supérieur de raccordements en eau que, par exemple, les installations de bureau. L'utilisation d'équipements de radiographie nécessite également des mesures de construction spécifiques. Au regard du taux de vacance des surfaces de bureau et commerciales, des réaffectations pourraient néanmoins s'avérer tout à fait pertinentes dans certains cas. Mais les coûts d'investissement ne devront pas être sous-estimés et la rentabilité des projets à l'étude devra être minutieusement examinée.

**Fig. 82: Caractéristiques des centres médicaux au niveau de la micro-situation**

Répartition des caractéristiques de localisation, 2012



Source: Office fédéral de la statistique, Office fédéral du développement territorial, Credit Suisse

## Placements immobiliers

# Sous l'emprise des taux d'intérêt négatifs

Tandis que les placements immobiliers restent les vedettes incontestées sur les marchés des placements, les marchés d'utilisateurs doivent faire face à des défis croissants qui ne peuvent plus être ignorés. Comme l'environnement du marché devrait être à l'avenir toujours plus exigeant, nous nous concentrons sur les segments de prix qui sont encore prometteurs et présentons une méthode qui permet d'identifier les produits sans avenir. Pour les placements indirects, nous expliquerons quelles contributions peuvent être attendues des différentes composantes de rendement pour l'année en cours et proposerons des aides utiles à la décision pour les questions ayant trait à la couverture des risques de change sur les placements à l'étranger.

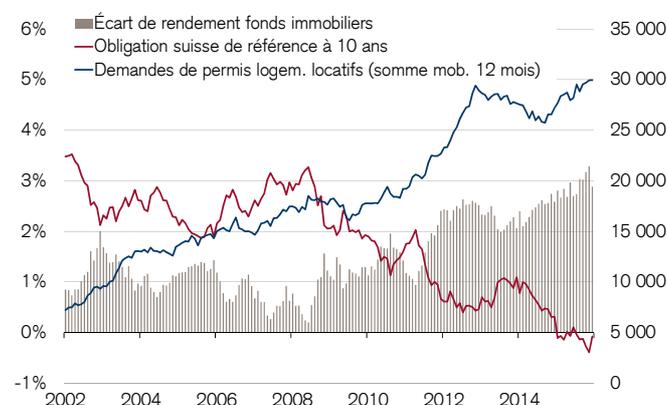
## Placements immobiliers directs: facteur de rendement recherché

### Des rendements attrayants attirent le capital et favorisent la construction

Certains déterminants qui caractérisent l'environnement de marché des placements immobiliers directs ont enregistré une détérioration au cours de l'année passée. La situation conjoncturelle s'est nettement affaiblie suite au choc du franc. La suroffre persistante sur les grands marchés de l'immobilier de bureaux (cf. p. 36 et suivantes) ainsi que la demande en léger recul de logements en location (cf. p. 23 suivantes) freinent la dynamique des loyers et influencent, de manière négative, le potentiel de rendement des biens immobiliers. En même temps, le prix des immeubles de rendement a grimpé à un niveau très élevé (+42% depuis 2008). Le potentiel de correction des prix du marché est ainsi considérable. En dépit de tous ces facteurs, les placements immobiliers continuent d'avoir le vent en poupe aux yeux des investisseurs. Provoquée par l'environnement de taux bas, la pénurie de placement qui domine le marché depuis la crise financière et la crise de l'euro s'est renforcée, en 2015, en raison de la baisse des taux d'intérêt par la Banque nationale suisse. Dans ce contexte, les placements immobiliers offrent des rendements extrêmement intéressants (fig. 83). La différence entre les rendements sur distribution des fonds immobiliers et les rendements des obligations de la Confédération sur 10 ans a augmenté de près de 300 points de base. Par effet de miroir, les différences de rendement élevées génèrent plus de projets de construction. La preuve en est le chiffre record de demandes de permis de construire déposées en 2015 pour près de 30 000 appartements en location.

Fig. 83: Différence de rendement et construction

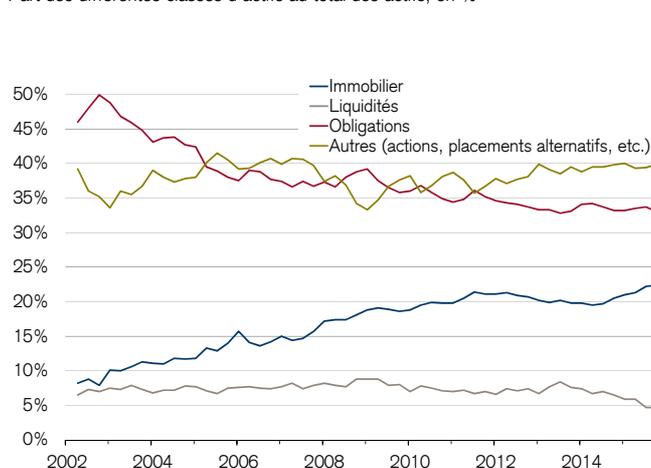
Écart de rendement des fonds immobiliers: rendement sur distribution après déduction du rendement de l'obligation de référence; demande de permis de construire: nombre de logements en location (somme sur douze mois, éch. droite)



Source: Credit Suisse, Datastream, dernier rapport annuel fonds immobilier, Baublatt

Fig. 84: Allocation des actifs des caisses de pension suisses

Part des différentes classes d'actifs au total des actifs, en %



Source: Indice des caisses de pension du Credit Suisse

## En 2016 non plus, pas d'échappée possible aux placements immobiliers directs

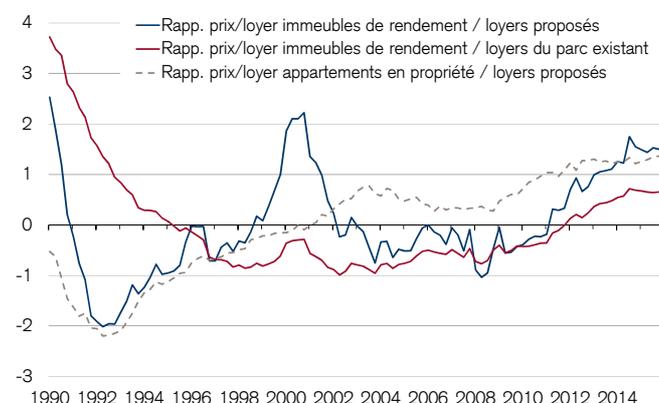
Dans le contexte de la haute volatilité des marchés financiers et d'une conjoncture mondiale fragile, les placements directs dans l'immobilier suisse devraient continuer de jouir de la faveur des investisseurs. Les différences de rendement devraient cependant avoir déjà dépassé leur zénith, notamment compte tenu du fait que nous tablons, cette année, sur une légère augmentation des taux d'intérêt à long terme. Nous estimons que les rendements des emprunts d'État sur 10 ans atteindront 0,1% environ d'ici fin 2016. Même dans un tel scénario, les investisseurs ne pourront ignorer l'immobilier. C'est ce que démontre l'allocation des actifs des caisses de pension (fig. 84). Jusqu'à la fin 2015, la part d'immobilier dans leur portefeuille a augmenté, selon l'indice des caisses de pension du Credit Suisse, pour atteindre un niveau record de 22,4% (moyenne depuis 2002: 16,7%). Conditionnée par les taux d'intérêt négatifs, la réduction des liquidités à un niveau plancher de 4,7% a été transférée presque entièrement dans le secteur immobilier. Ce résultat annuel reflète l'importance des placements immobiliers pour les investisseurs institutionnels. Les rendements annuels positifs de 0,95% de l'indice des caisses de pension ont été possibles uniquement grâce à la contribution de l'immobilier (+1,05%). Les caisses de pension achètent toutefois avec un risque plus élevé l'avantage de pouvoir financer le taux d'intérêt minimum de la prévoyance professionnelle de 1,25% avec des rendements du cash-flow sûrs. Compte tenu du niveau de prix actuellement élevé, les acquisitions risquent de connaître, à moyen et long terme, des pertes de valeur qui pourraient être relativement importantes.

## Rendements initiaux pas encore au plus bas

Malgré la forte demande, les rendements initiaux bruts pour les surfaces habitables n'ont pas continué à diminuer en 2015. Dans l'ensemble, ils ont même légèrement augmenté (fig. 86). En revanche, l'éventail des rendements initiaux s'est accru, ce qui signifie que de plus en plus d'immobiliers situés dans des sites B et C ont été négociés. Les sites de qualité supérieure à la moyenne (quantile 30%) ont enregistré, encore une fois, une baisse considérable (de 3,8% à 3,4%). Pour les rares surfaces de bureaux négociées, un léger repli a encore pu être constaté, sans doute pour la dernière fois. Selon la base de données des transactions Real Estate Investment Data Association (REIDA), les grands investisseurs institutionnels ont réalisé, depuis 2013, moins de transactions. Les prix élevés (côté acheteurs) ainsi que le manque d'opportunités pour des réinvestissements attrayants (côté vendeurs) semblent avoir provoqué un certain assèchement du marché pour l'immobilier préexistant. Les données statistiques sur les transferts de propriété provenant de l'Office des statistiques du canton de Zurich confirment la tendance indiquant un repli du nombre de transactions, même si on ne peut pas parler d'effondrement sur l'ensemble du marché: en 2014, le nombre de transferts de propriété pour les maisons plurifamiliales était 6% (canton), voire 20% (ville), en dessous de la moyenne des années 2011 à 2014. Le nombre croissant des demandes de permis de construire pour des immeubles résidentiels de placement (fig. 83) donne en outre à penser que la demande en placements immobiliers directs stimule actuellement avant tout les nouveaux développements.

**Fig. 85: Rapport entre prix et loyers (logement)**

Écart de la moyenne à long terme en nombre d'écart types



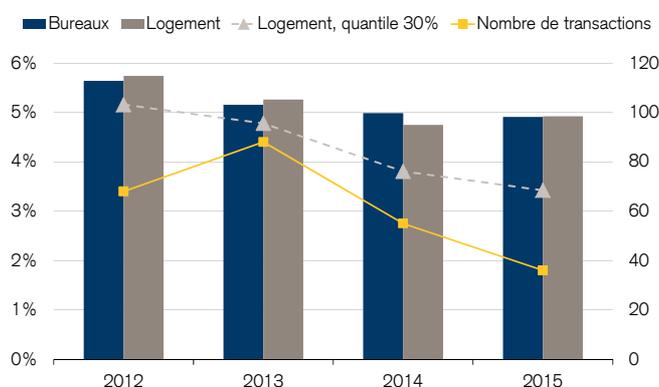
Source: CIFI, Banque nationale suisse, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Prix: potentiel de correction considérable à long terme

Pour évaluer la phase actuelle du cycle immobilier, il est nécessaire de prendre en considération l'évolution à long terme du rapport entre prix et loyers. Selon ce «Price Rent Ratio», les prix des immeubles résidentiels de rendement ont augmenté, depuis 2009, nettement plus rapidement que les loyers (fig. 85), si bien qu'il en résulte des rendements initiaux en baisse. Mesuré aux loyers proposés sur le marché, le «Price Rent Ratio» se situe momentanément plus de 1,5 écart

**Fig. 86: Rendements initiaux bruts**

Rendements initiaux bruts (pondéré et corrigé de la qualité) et nombre de transactions (éch. droite) d'investisseurs institutionnels



Source: REIDA, Credit Suisse

type au-dessus de la moyenne à long terme – une valeur qui a été dépassée pour la dernière fois il y a 15 ans pour un bref laps de temps seulement. Si l'on prend en compte les loyers du parc existant, une valeur supérieure remonte même à 22 ans. Le niveau des prix peut certes être considéré comme élevé si l'on considère ces perspectives à long terme, il reste cependant bien en deçà du niveau fatal enregistré lors de la crise immobilière du début des années 1990. Le facteur qui influencera le plus l'évolution à venir est notamment la progression des taux d'intérêt, mais aussi la croissance de la demande sur le marché des utilisateurs, qui dépend fortement, pour sa part, de l'immigration et du développement conjoncturel. Compte tenu de la pénurie de placement persistante, nous attendons pour l'année en cours une nouvelle augmentation des prix pour l'immobilier résidentiel de rendement qui ne devrait toutefois qu'être légèrement supérieure à zéro. Les investisseurs doivent ainsi être conscients qu'à long terme, les rendements liés à l'évolution de la valeur ne pourront pas enregistrer la même croissance que ces dernières années. Si l'on postule une augmentation des taux d'intérêt des emprunts d'État sur 10 ans de 2% d'ici dix ans, alors les rendements locatifs doivent croître sur plusieurs années de 2% à 4% par an afin que les évaluations restent stables. C'est ce que montrent des modélisations DCF qui nous permettent de reproduire l'évolution des loyers, des pertes locatives et des taux d'escompte. Les chances de telles augmentations des revenus locatifs sont relativement faibles, notamment pour les biens immobiliers récents. Si ces revenus supplémentaires devaient entièrement faire défaut, des évolutions négatives de la valeur qui pourraient atteindre jusqu'à 25% pourraient survenir.

### La suroffre croissante génère un environnement de marché plus exigeant

#### Fin du délai de grâce

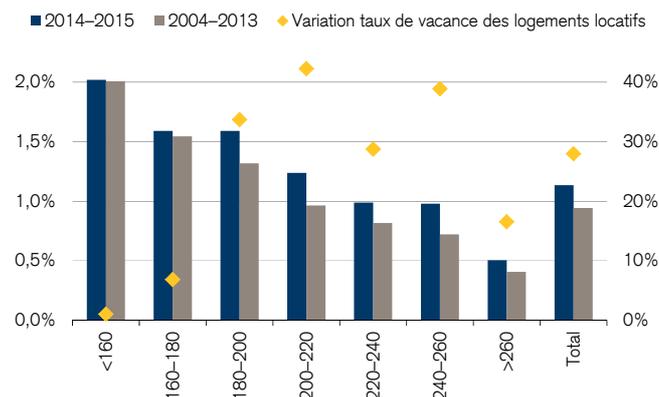
Alors que le taux de vacance des surfaces de bureaux enregistre, depuis trois ans, une forte tendance à la hausse, il augmente également de manière accrue depuis 2014 dans le cas des immeubles résidentiels de rendement. Le parc immobilier continue, malgré tout, de croître à grande vitesse, même en dehors des grands centres, ce qui fait que la demande n'est plus en mesure, en de nombreux endroits, de suivre le rythme de cette évolution. La commercialisation des immeubles résidentiels est de plus en plus difficile. Les erreurs dans le développement de biens immobiliers menacent, à l'avenir, d'être sanctionnées. C'est pour cela que nous analysons les raisons ayant entraîné ce taux de vacance et présentons une méthode visant à détecter les objets problématiques de manière précoce.

#### Les emplacements bon marché échappent à la tendance des taux de vacance croissants

La figure 87 met en lumière le niveau et l'évolution du taux de vacance dans des communes caractérisées par différents niveaux de loyers. De manière générale, les communes avec un niveau de loyers plus élevé présentent un taux de vacance plus faible. Cet état de fait n'est cependant pas surprenant, car les loyers reflètent le degré de pénurie en surfaces habitables. Une analyse de l'évolution du taux de vacance montre toutefois que celui-ci n'augmente pratiquement plus dans les communes très bon marché, alors qu'il se situe ces deux dernières années en partie plus de 40% au-dessus de la moyenne à long terme dans les communes à loyer moyen à élevé. Ce sont donc surtout les emplacements bon marché qui sont en mesure de se soustraire à la tendance aux taux de vacance croissants.

**Fig. 87: Taux de vacance selon le segment de prix et la période**

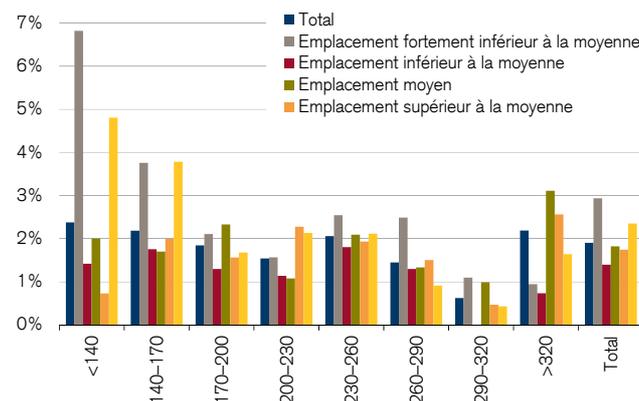
Taux de vacance en % selon le segment de loyers de la commune en CHF par m<sup>2</sup> et année; carrés: augmentation du taux de vacance des logements locatifs 2014/15 par rapport à la moyenne à long terme (2004–2013)



Source: Office fédéral de la statistique, Wüest & Partner, Credit Suisse

**Fig. 88: Taux de vacance selon le segment de prix et la qualité de l'emplacement**

Surface vacante en % de la surface totale du portefeuille, segments de loyers en CHF (loyer net par m<sup>2</sup> et année)



Source: REIDA, Credit Suisse

## Biens immobiliers dans les segments de prix supérieurs plus touchés par la vacance

Les prix au niveau des communes permettent uniquement de tirer des conclusions provisoires sur les causes des taux de vacance. Ils reflètent, en premier lieu, la macro-situation et prennent trop peu en compte les différents biens immobiliers. Nous essayons donc d'analyser encore plus en détail la répartition des vacances selon les segments de prix au niveau des différents biens immobiliers (fig. 88). Cette analyse montre que le rapport est bien moins important au niveau d'un bien immobilier individuel. Fait particulièrement intéressant, le taux de vacance des appartements les moins chers (loyers nets < 140 CHF par m<sup>2</sup> et année) et celui des appartements les plus chers (loyers nets > 320 CHF) sont les plus élevés avec plus de 2%. Cela confirme l'opinion dominante momentanément le marché selon laquelle les appartements de luxe sont relativement difficiles à commercialiser. Il en va de même avec les immobiliers très bon marché qui ne convainquent vraisemblablement pas par la qualité. Dans la figure 88, les taux de vacances sont en outre ventilés selon la qualité de leur micro-situation. La tendance indique que les taux de vacance des micro-situations de qualité moyenne sont inférieurs à ceux des emplacements d'une qualité fortement inférieure ou supérieure à la moyenne. Dans le premier cas de figure, le taux de vacance élevé reflète la faible demande en emplacements médiocres. Dans le deuxième cas, les prix élevés des emplacements premium incitent les acteurs de la demande à faire des concessions sur la micro-situation au profit d'une meilleure macro-situation ou d'un niveau d'aménagement plus élevé. On peut donc déduire de ces informations que, malgré un taux de vacance croissant, même des biens immobiliers situés à des endroits de qualité moyenne, voire inférieure à la moyenne, peuvent également bien fonctionner, lorsqu'ils correspondent aux préférences des acteurs de la demande et que le rapport entre le prix et la situation est adéquat.

## Identification précoce des biens sans avenir

En fin de compte, c'est toujours le rapport individuel entre loyer et prestations ou entre avantages du site et du bien immobilier qui décide du succès de la vente. Parfois, on peut observer, sur le périmètre le plus fin, des immeubles bien commercialisés jouxtant des biens problématiques. Grâce à l'évaluation des petites annonces en ligne des neuf dernières années, nous sommes en mesure d'identifier les biens immobiliers «fardeaux» (fig. 89) dont les appartements se caractérisent par un changement trop fréquent des locataires. Un approvisionnement en logements plutôt limité ou une forte demande – comme observée ces dernières années – assure la bonne location de ces immeubles. Le changement fréquent de locataires est cependant un signe que ces derniers ne sont pas complètement satisfaits et qu'ils quitteront l'appartement à la première occasion qui se présentera. Il est ainsi possible d'identifier, dès aujourd'hui, les biens d'un portefeuille qui devront vraisemblablement faire face à une vacance en cas de baisse de la demande. Car, sur un marché toujours plus caractérisé par les suroffres, le taux de vacance se concentrera sur ces immeubles «fardeaux».

**Fig. 89: Immeubles «fardeaux» en tant qu'indicateur pour les futures vacances**

Exemple de la fréquence à laquelle des appartements en location ont été annoncés\*

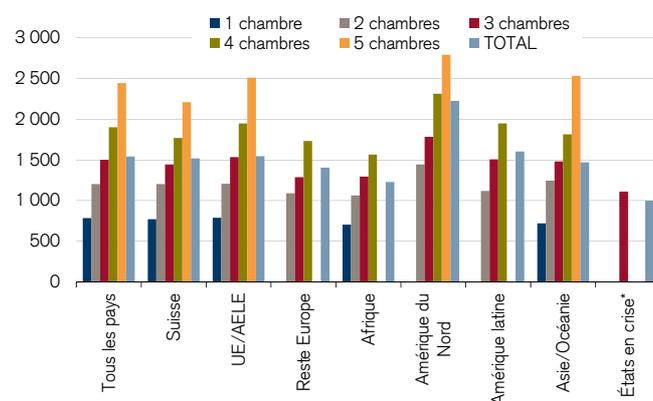


\*Période: 2006–2015

Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, OpenStreetMap

**Fig. 90: Loyers nets des ménages d'immigrés**

Loyers moyens, d'après le nombre de pièces et la nationalité, 2009 à 2013, en CHF/mois



\*Top 6 des pays d'origine des demandeurs d'asile en 2015: Érythrée, Afghanistan, Syrie, Irak, Somalie, Sri Lanka

Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Grand potentiel de demande pour les logements locatifs bon marché

### La propension à payer un loyer dépend fortement de l'origine et du motif des immigrés

Nous avons examiné, au chapitre dédié au marché locatif (cf. p. 23 et suivantes), l'évolution et la structure de l'immigration. Une question centrale pour les investisseurs qui veulent s'adapter aux tendances futures de la demande concerne le segment de loyers qu'ils ciblent. À cet effet, nous avons analysé un échantillon de près de 14 000 ménages immigrés en Suisse entre 2009 et 2013 (Suisse et étrangers). Selon cette analyse, les immigrés paient, toutes tailles d'appartement comprises, un loyer net moyen de près de 1500 CHF (fig. 90). Les Suisses revenant de pays étrangers ainsi que les citoyens de l'UE/AELE et les Asiatiques se situent également dans cette plage moyenne; les immigrants issus de l'UE/AELE et d'Asie sont cependant prêts à dépenser plus pour des appartements de plus grande taille. En moyenne, ils recherchent toutefois des appartements plus petits que les immigrés suisses. Le loyer net moyen que les résidents originaires d'Amérique du Sud (1600 CHF) ou d'Amérique du Nord (2200 CHF) paient est nettement plus élevé que chez les groupes d'immigrés susmentionnés. Le loyer est cependant sensiblement inférieur chez les ménages immigrés originaires des autres pays européens (1400 CHF) et africains (1200 CHF). Si l'on considère l'immigration en provenance des pays en crise comme l'Érythrée, l'Afghanistan, la Syrie, l'Irak, la Somalie et le Sri Lanka (top 6 des nationalités parmi les demandeurs d'asile de 2015), le loyer moyen payé se situe même encore en deçà avec 1000 CHF.

### Écarts conditionnés également par le niveau des prix de la commune cible

Alors qu'une partie des écarts considérables enregistrés dans le montant des loyers payés peut s'expliquer par des différences au niveau des revenus et de la fortune des groupes d'immigrés, une autre partie est conditionnée par les prix du marché dans la commune cible. Les travailleurs immigrants originaires de pays tiers (p. ex. Amérique du Nord) s'implantent typiquement dans les centres qui présentent un niveau de prix élevé. Les demandeurs d'asile, en revanche, sont affectés aux différents cantons par la Confédération, si bien qu'ils sont répartis dans toute la Suisse et que leurs loyers nets sont inférieurs en moyenne.

### La demande se déplace vers les segments de prix inférieurs

Les informations relatives à la propension à payer des différents groupes d'immigrés sont pertinentes pour les prospecteurs et investisseurs. Le nombre de travailleurs immigrants originaires de l'UE/AELE, qui disposent d'une propension à payer plus importante pour leurs appartements, est en recul (cf. chapitre dédié aux logements en location, p. 23 et suivantes). Le Conseil fédéral a en outre abaissé les contingents pour la main-d'œuvre provenant d'États tiers, une mesure qui touche, par exemple, les immigrés d'Amérique du Nord. Nous partons ainsi du principe que la demande en logements locatifs liée à l'immigration dans les segments de prix moyens à élevés connaît une tendance à la baisse. Dans le même temps, le nombre de demandeurs d'asile arrivés au deuxième semestre 2015, dans la foulée de la crise européenne des réfugiés, a fortement augmenté – une tendance qui devrait persister en 2016. Plus qu'un repli général, l'immigration connaît ainsi une modification de sa structure. On peut donc s'attendre, à l'avenir, à une demande renforcée en appartements de location bon marché.

### Réduction de la suroffre grâce aux réfugiés?

Les demandeurs d'asile sont affectés par la Confédération aux cantons qui les répartissent, de leur côté, sur les différentes communes. Aux endroits marqués par une pénurie de logements, ils sont fréquemment placés dans des logements provisoires, par exemple dans des abris de la protection civile ou encore des abris improvisés comme les baraques en bois implantées dans la halle 9 du parc des expositions de Zurich. Dans les régions rurales, les communes louent également, en partie, des appartements vacants afin de les mettre à la disposition des réfugiés. La dernière vague de réfugiés pourrait ainsi provoquer, sur les marchés du logement présentant un haut taux de vacance, une faible réduction de la suroffre. À la fin de l'année 2015, le nombre de personnes en procédure d'asile était supérieur de 17 000 au chiffre de l'année précédente. Si ces personnes avaient été réparties sur 6000 appartements, cela représenterait hypothétiquement une réduction du taux de vacance de 15%. Comme le taux de protection, c'est-à-dire la part des demandeurs d'asile qui ont été reconnus ou acceptés provisoirement, est actuellement très élevé (2015: 53%), une grande partie de ces personnes devraient, à moyen et long terme, rester en Suisse et rechercher un logement. Les administrations compétentes pour la répartition des logements aux réfugiés pourront également agir comme acteur de la demande.

## Placements immobiliers indirects: les taux d'intérêt bas sont un moteur performant qui commence cependant à perdre de sa puissance

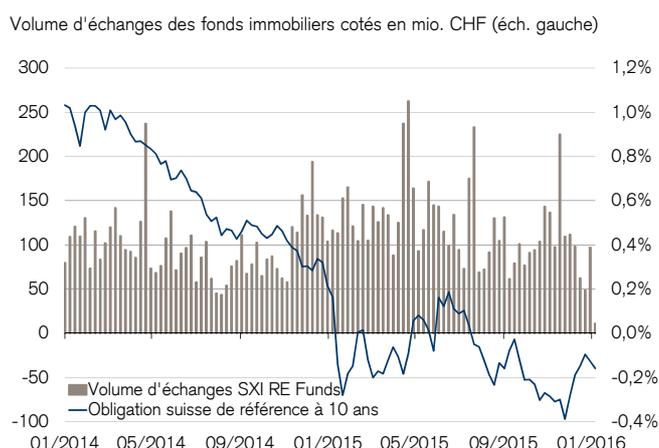
**Les taux d'intérêt négatifs ont assuré, en 2015, un volume d'échanges élevé**

Contrairement à 2014 où les taux d'intérêt à long terme des emprunts d'État suisses avaient progressivement chuté, l'année dernière a été marquée par des fluctuations des taux d'intérêt nettement plus fortes (fig. 91). Si l'on fait abstraction de la volatilité, la tendance négative était toutefois identique. Début décembre, les emprunts d'État suisses à 10 ans ont atteint, avec près de  $-0,4\%$ , un rendement plancher suite à la discussion relative à une nouvelle mesure d'assouplissement quantitatif dans la zone euro. Plus les taux d'intérêt des emprunts d'État baissent, plus les rendements sur distribution des placements immobiliers indirects sont attrayants. Immédiatement après l'annonce par la Banque nationale fin 2014 des taux d'intérêt négatifs, le volume d'échanges des fonds cotés a brusquement augmenté (fig. 91). L'agio moyen (prime) des fonds immobiliers cotés a grimpé à  $36,2\%$  à la fin février et a continué d'augmenter jusqu'à  $36,4\%$  à la fin avril. Les primes moyennes des actions immobilières cotées ont également crû à  $12,8\%$  à la fin février 2015. Jusqu'à la fin 2015, le volume d'échanges s'est essoufflé à nouveau et les agios n'ont plus atteint, malgré des taux d'intérêt plancher record, les valeurs des premiers mois. À la fin de l'année 2015, la prime s'élevait à  $25,2\%$  pour les fonds immobiliers et à  $9,5\%$  pour les sociétés immobilières cotées. La divergence entre les agios des fonds immobiliers résidentiels ( $30,4\%$ ) et ceux des fonds immobiliers commerciaux ( $13,1\%$ ) s'est maintenue et s'est même étendue en cours d'année, ce qui reflète les différents états des segments immobiliers sous-jacents.

**À eux seuls, les taux bas ne peuvent pas garantir des rendements totaux fulgurants**

Soutenus par les taux d'intérêt bas, les fonds immobiliers cotés à la SIX ont obtenu, ces dernières années, des rendements totaux de  $4,2\%$  en moyenne et les sociétés anonymes immobilières de  $9,6\%$ . Ces deux catégories ont ainsi surperformé grandement le Swiss Performance Index (SPI) qui a atteint une performance de  $2,7\%$ . Le fait que la baisse des taux d'intérêt n'a pas généré de rendements totaux plus élevés était dû premièrement aux faibles perspectives économiques et aux timides attentes en termes de loyers et deuxièmement aux diverses augmentations de capital et nouvelles émissions de véhicules immobiliers qui ont freiné la performance (ce thème sera repris ultérieurement). Comme le cycle immobilier suisse est relativement avancé en comparaison internationale, les performances étaient relativement modestes comparées aux autres pays européens. En dépit de l'appréciation du franc suisse, les actions immobilières de Grande-Bretagne, par exemple, ou celles de la zone euro ont eu un meilleur rendement en francs suisses avec  $15,2\%$  et  $6,0\%$  respectivement (fig. 92); elles ont cependant dû essayer de fortes pertes depuis début 2016.

**Fig. 91: Taux d'intérêt et volume d'échange des fonds**



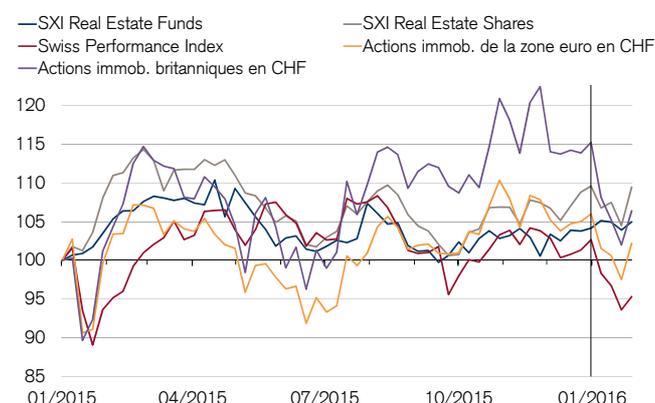
Source: Datastream, Credit Suisse

**Anomalie de marché dans les fonds immobiliers**

Les fortes variations des intérêts enregistrées l'année dernière ont mis en lumière un phénomène intéressant. Après l'abandon du taux plancher EUR/CHF, le 15 janvier 2015, la réaction différée des fonds immobiliers à la bourse nous avait étonnés. En effet, c'est seulement entre le 26 et le 30 janvier que les cours des fonds immobiliers cotés ont réagi violemment à l'augmen-

**Fig. 92: Performance des placements immobiliers indirects**

Performance totale, indice: 01.01.2015 = 100



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

tation de la différence d'intérêt. Nous avons saisi cette occasion pour analyser ce retard de manière économétrique. Les rendements hebdomadaires enregistrés depuis l'an 2000 montrent que la modélisation prenant en compte le changement de taux d'intérêt de l'avant-dernière semaine permet le mieux d'expliquer l'évolution des cours des fonds immobiliers. Les cours des sociétés immobilières ont par contre réagi beaucoup plus rapidement au choc subi à la mi-janvier. L'analyse des actions immobilières a également démontré que les cours boursiers réagissent avec un décalage de deux semaines aux effets négatifs (même faibles) des taux d'intérêt à long terme. La raison à cela pourrait être le faible volume d'échanges de certains fonds qui incite les investisseurs à investir de manière échelonnée. Le fait que de telles décisions de placement sont prises par des comités qui ont besoin d'un certain laps de temps pour trouver un consensus et prendre une décision pourrait également être une cause supplémentaire à cet effet de temporisation. Les écarts à court terme des fonds immobiliers de leur «vraie» valeur représentent une anomalie du marché et offrent des opportunités pour atteindre des surperformances. Ce fait survient lorsque les cours des fonds immobiliers sont exposés à un choc exogène qui domine l'évolution des valeurs à court terme. Dans les périodes tranquilles, en revanche, les rendements hebdomadaires volatiles des fonds immobiliers sont plus fortement dépendants des fluctuations du marché suisse des actions – que nous avons également pris en compte dans la régression – que des changements temporaires des taux d'intérêt à long terme. Il est donc difficile de déterminer avec précision cette surperformance.

### Stabilité à court terme et risques élevés à long terme

#### Potentiel limité pour des améliorations supplémentaires des agios

Les défis auxquels les placements immobiliers indirects suisses se voient confrontés restent élevés, car les taux d'intérêt toujours plus bas ont élevé les agios et les primes à un niveau considérable. Les niveaux de prix atteints peuvent certes être fondamentalement justifiés, mais ils se basent très fortement sur les taux d'intérêt extrêmement faibles. Notamment pour les fonds immobiliers, l'importance de l'évolution des agios en 2015 a supplanté les autres composantes du rendement que sont les rendements sur distribution et le changement des valeurs nettes d'inventaire (fig. 93 et 94). Les rendements sur distribution ont connu, ces dernières années, un léger recul et se sont établis, fin 2015, à une valeur moyenne de 2,8% (fonds immobiliers) voire 4,1% (actions immobilières). Il doit toutefois être pris en compte que les distributions des fonds immobiliers contenant des biens immobiliers détenus directement sont exonérées d'impôts, si bien que les rendements après impôts sont plus avantageux en comparaison à d'autres investissements.<sup>7</sup>

#### Nous attendons pour 2016 des agios stables

Même si les rendements sur distribution ont baissé en raison d'évaluations à la hausse, ils restent cependant importants comparés à ceux issus de placements alternatifs sur le marché des capitaux. Mais les investisseurs ne peuvent en profiter que tant que les agios demeurent au niveau actuel. C'est exactement ce fait que nous tentons d'expliquer avec la modélisation présentée l'année dernière à laquelle nous avons ajouté l'effet d'augmentations de capital. L'année dernière, nos prévisions pour un agio de près de 22% fin 2015 étaient quelque peu pessimistes. En réalité, les agios s'élevaient en fin d'année à 25,2%. Sur la base de nos prévisions économiques et de taux d'intérêt pour l'année en cours, l'agio moyen des fonds immobiliers cotés ne devrait pas être corrigé vers le bas outre mesure et s'établir, d'ici la fin de l'année dans un scénario économique normal, à un niveau comparable compris entre 23% et 28%. Nous tablons ainsi, pour l'année 2016, sur des agios plus ou moins stables.

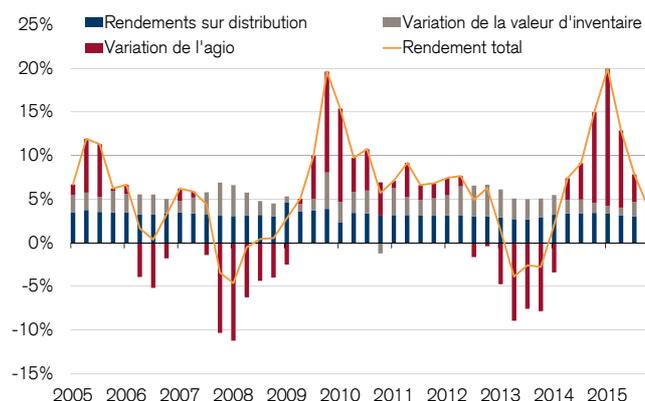
#### Appréciations futures plus faibles des valeurs nettes d'inventaire

En plus des distributions, les appréciations annuelles des valeurs nettes d'inventaire contribuent de manière positive à l'évolution positive des rendements totaux. Depuis 2005, des appréciations moyennes de 2,2% pour les fonds et de 3% pour les sociétés anonymes immobilières ont été enregistrées. Ces rendements devraient diminuer à l'avenir, car les évaluations à la hausse de ces dernières années ne reposaient généralement pas sur des augmentations de revenus locatifs, mais sur des rendements obligataires moins élevés. Ceci a permis d'abaisser chaque année un peu plus les taux d'actualisation utilisés pour l'évaluation des biens immobiliers. Bien que ce potentiel de baisse n'ait pas été exploité dans son intégralité, ce moteur de création de valeur ne devrait plus fournir, à l'avenir, les mêmes rendements. Ces derniers devront provenir de l'augmentation des revenus locatifs et se verront limités compte tenu de l'accroissement du taux de vacance et des interventions réglementaires répétées. Pour les immeubles commerciaux, il est même possible que les revenus plus faibles des différents portefeuilles puissent influencer négativement les valeurs nettes d'inventaire.

<sup>7</sup> Cf. Credit Suisse Economic Research (2012): «Marché immobilier 2012», p. 56 et suivantes.

### Fig. 93: Composition des rendements des fonds immobiliers

Composition des rendements en comparaison annuelle

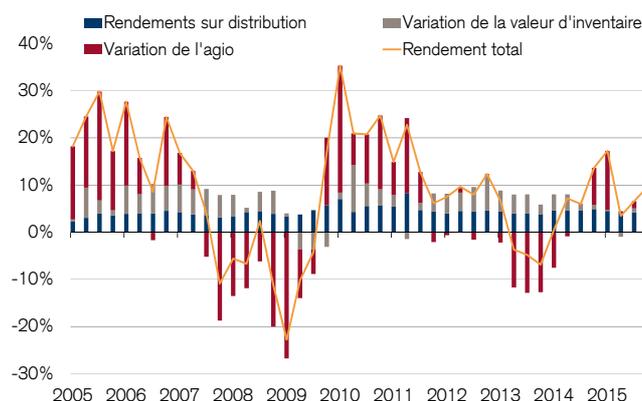


Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de performances futures. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Credit Suisse, Datastream

### Fig. 94: Composition des rendements des sociétés anonymes immobilières

Composition des rendements en comparaison annuelle



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: Credit Suisse, Datastream

### En 2015, quelque 5.8 mrd CHF ont financé les véhicules de placement suisses

Le haut potentiel des placements immobiliers indirects suisses a attiré, en 2015, des nouveaux capitaux pratiquement comme un aimant. Rien que les fonds immobiliers cotés à la SIX ont augmenté leur capital de 1,21 mrd CHF. Viennent s'ajouter à cela les nouvelles cotations à la SIX de fonds immobiliers avec une capitalisation boursière de 1,09 mrd CHF. Émissions et augmentations de capital de fonds immobiliers non cotés représentent, au total, 1,50 mrd CHF. Les fondations de placement immobilier ont réuni 857 mio. CHF de nouveaux capitaux supplémentaires dans les groupes de placement suisses. Les sociétés anonymes immobilières ont procédé, sur cette même période, à des augmentations de capital à hauteur de 570 mio. CHF et se sont procuré, avec des obligations, 542 mio. CHF de capital supplémentaire. En tout, ce sont ainsi près de 5,8 mrd CHF qui ont afflué, en 2015, vers les véhicules immobiliers suisses. Cette somme s'élevait à 3,4 mrd CHF rien que pour les véhicules cotés.

### Augmentations de capital et nouvelles émissions avec une influence légèrement négative sur les cours

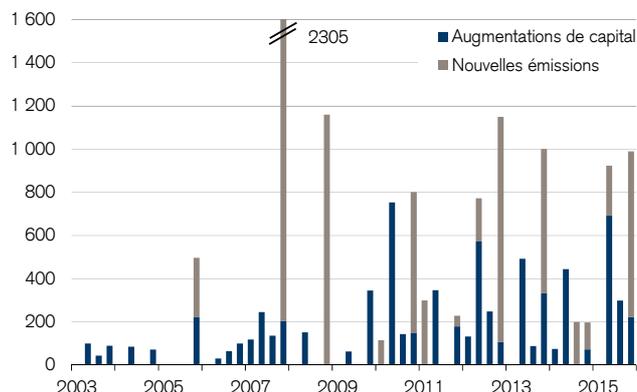
Si l'on ne prend en compte que les véhicules cotés, alors la somme des flux de nouveaux capitaux s'élevait, l'année dernière, à plus de 7% de la capitalisation boursière. Ces flux de capitaux ont un effet négatif sur les valorisations boursières et les agios, car certains investisseurs ne font que transférer leurs fonds. Ils sont, par exemple, retirés des véhicules caractérisés par des agios élevés. Les investisseurs particulièrement passifs transfèrent leurs fonds vers des véhicules plus grands ou récents en raison de changements de la composition de l'indice, de nouvelles cotations ou d'augmentations de capital. De tels effets ont pu, par exemple, être observés au deuxième trimestre des années 2010 et 2012 et au quatrième trimestre 2007 (fig. 95). L'influence était à chaque fois temporaire et a bien été digérée. La saisonnalité des augmentations de capital n'est d'ailleurs par un hasard, car le deuxième trimestre convient de manière optimale à une émission pour les fonds qui clôturent leur exercice au 31 décembre. D'une part les estimations de la valeur vénale sont encore applicables et d'autre part une augmentation au premier trimestre, avant même l'élaboration du rapport annuel, est impensable. Grâce à notre modélisation, nous pouvons en déduire une règle d'or, à savoir qu'une augmentation de capital/nouvelle émission d'une valeur de près de 500 mio. CHF génère un recul temporaire de l'agio de près de 1%.

### Des rendements totaux de plus de 5% improbables sur les prochaines années

Compte tenu des modifications attendues pour les valeurs nettes d'inventaire, les agios et les rendements sur distribution, les rendements totaux des douze prochains mois ne devraient être supérieurs que de peu aux rendements sur distribution. C'était, par le passé, traditionnellement le cas avec un niveau d'agio de plus de 20%. La figure 96 montre que, pour les fonds immobiliers, le rapport historique existant entre le niveau de l'agio au moment de l'investissement et les rendements totaux des trois années suivantes est relativement étroit. Le nuage de points se concentre ainsi à proximité de la droite de tendance. Selon les 88 observations effectuées par le passé, avec un agio s'élevant entre 20% et 30%, des rendements totaux annuels compris entre -1,8% et 7,9% ont pu être générés au cours des trois années suivantes. La valeur médiane était de 3,0%.

**Fig. 95: Augmentations de capital et nouvelles émissions**

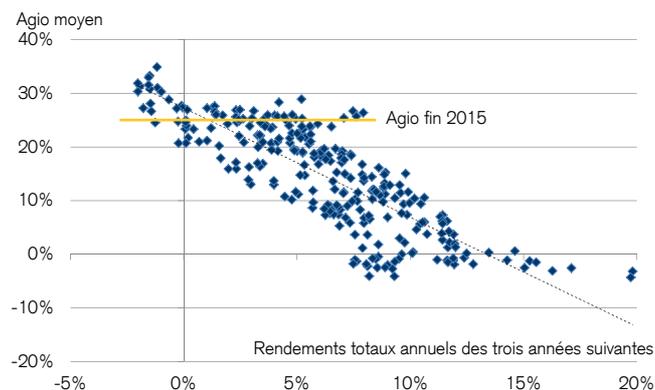
Fonds immobiliers cotés à la SIX Swiss Exchange, en mio. CHF



Source: Informations des fonds immobiliers, Credit Suisse, Datastream

**Fig. 96: Rendements des fonds immobiliers selon l'agio au moment de l'investissement**

Rendement total annuel moyen des trois années suivantes, données depuis 1990



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

### Actions immobilières étrangères – couverture nécessaire ou pas?

#### Frais de couverture dépendants de l'écart international entre les taux d'intérêt

Compte tenu des attentes de performance modestes pour les placements immobiliers nationaux, les placements étrangers passent en point de mire. Nous faisons la lumière sur cet aspect cette année en utilisant les rendements totaux des indices immobiliers globaux et en tenant compte de la couverture des risques de change pour les placements immobiliers indirects étrangers (FTSE EPRA/NAREIT). Si des contrats de type forward sont utilisés pour la couverture, alors ces derniers sont traditionnellement achetés pour une semaine ou pour un mois à un prix donné. Ce prix s'oriente à la différence de taux de change entre les deux monnaies afin de ne générer aucune possibilité d'arbitrage. En cas d'appréciation du franc, l'investisseur subit certes des pertes au niveau des flux de trésorerie et des titres immobiliers, mais réalise des bénéfices sur les contrats de type forward, à condition qu'on ait eu recours à une couverture. Le hedging entraîne ainsi un flux de rendements supplémentaire – négatif ou positif –, qui doit impérativement être pris en compte pour des investissements à l'étranger.

#### Pour les investisseurs en CHF, les rendements étrangers locaux sont généralement trompeurs

La couverture du risque de change par rapport à des monnaies possédant un taux d'intérêt élevé, comme le dollar australien ou le rand sud-africain, est relativement chère, car le franc suisse subit à long terme une appréciation par rapport à ces monnaies due à la parité des taux d'intérêt. C'est pour cette raison que la couverture du risque de change provoque une égalisation, respectivement – du point de vue suisse – une réduction des rendements sur distribution de l'immobilier des pays à taux d'intérêt élevés au niveau des rendements des pays à taux bas, comme la Suisse. Ceci devrait également être applicable, pendant un laps de temps suffisamment long, aux flux de paiement non couverts, car les fluctuations des taux de change devraient égaliser à long terme les différents taux d'intérêt. Cependant, les monnaies peuvent se désolidariser relativement longtemps de leur juste valeur (fair value). Nous examinons donc également une stratégie dans laquelle nous ne prévoyons aucune couverture en cas de surévaluation du franc.

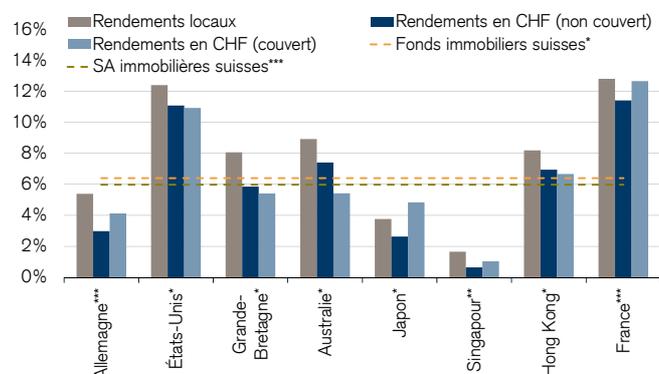
#### Hauts rendements des placements étrangers malgré la couverture

La figure 97 illustre les rendements locaux dans l'espace monétaire correspondant ainsi que les rendements en francs suisses pour les indices nationaux les plus importants et les plus liquides des actions immobilières – une fois sans couverture, une fois avec couverture contre les fluctuations de change. À l'exception du Japon, les rendements locaux sont toujours supérieurs aux rendements réalisés par les investisseurs calculant en francs. Aucune réponse claire ne peut ainsi être donnée à la question d'une couverture des risques de change. Selon la comparaison effectuée entre les rendements couverts et non couverts en CHF, une couverture n'aurait été avantageuse que dans quatre cas sur huit. Dans le cas des actions immobilières australiennes, une stratégie sans couverture aurait même été nettement plus fructueuse. Il en est ainsi, car le franc ne s'est pas apprécié autant qu'on aurait pu l'attendre compte tenu de la différence de taux. Dans certains pays, les investisseurs suisses obtiennent des rendements supérieurs que

sur le marché helvète. Ceci souligne des opportunités qui s'ouvrent dans le domaine des placements immobiliers indirects étrangers – avec et sans couverture.

**Fig. 97: Rendements d'actions immobilières internationales p.a.**

Fonds immobilier suisse: indice DB Rüd Blass pondéré



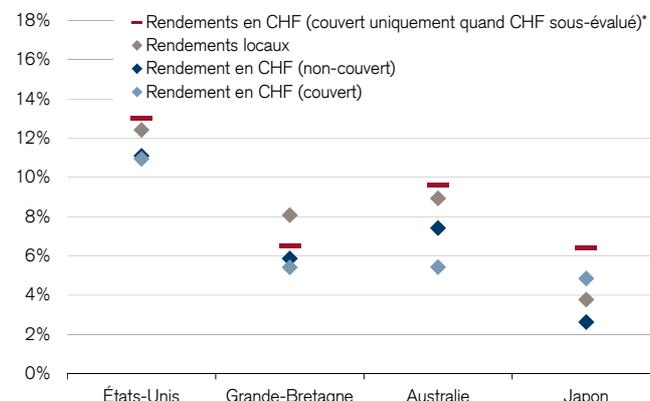
\*Données à partir de 1992; \*\*à partir de 1995; \*\*\*à partir de 1999

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: Credit Suisse, Datastream, Bloomberg

**Fig. 98: Stratégies de couverture en comparaison**

Rendements d'actions immobilières internationales p.a., données à partir de 1992



\*Sous-évaluation: taux de change actuel en-dessous de la juste valeur (fair value)

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: Credit Suisse, Datastream, Bloomberg

### La couverture opportuniste est un franc succès

La figure 97 ne permet pas de tirer des conclusions probantes en faveur ou défaveur d'une couverture des risques. Le facteur plaidant en faveur d'une couverture est la légère réduction de la volatilité des rendements. Cet effet n'est substantiel que dans le cas des titres australiens, où la volatilité pourrait être baissée de près d'un quart. Comme, pour une monnaie à bas taux d'intérêt comme le franc suisse, la couverture coûterait cher, nous avons testé une stratégie dans laquelle une couverture n'est prise que lorsque le franc suisse subit une sous-évaluation. Dans ce cas de figure, le franc devrait tendanciellement s'apprécier, ce qui réduirait les rendements étrangers en CHF. Dans les faits, cette règle a très bien fonctionné par le passé (période considérée depuis 1992, fig. 98). Cette stratégie n'a pas seulement permis d'éliminer les frais de couverture et de réduire les incertitudes. Les rendements avec une couverture basée sur des règles (en rouge) étaient également, en moyenne, plus avantageux pour les actions immobilières américaines, australiennes et japonaises que les rendements en monnaie locale. Pour les actions immobilières allemandes et françaises, pour lesquelles nous n'avons pu analyser des données que depuis 1999, les rendements locaux n'ont pas pu être battus grâce à cette stratégie. En revanche, les rendements en francs (couverts et non couverts) ont pu être dépassés. Somme toute, nous pouvons dire que, du point de vue d'un investisseur suisse, il a été judicieux ces dernières 20 à 25 années d'ajouter à son portefeuille des actions immobilières étrangères aussi bien pour obtenir de plus hauts rendements, mais aussi pour en améliorer la diversification. Pour un investisseur helvète, de bons rendements locaux ne peuvent être obtenus qu'avec une stratégie de couverture bien pensée, bien que ceci ne soit pas une garantie de succès pour l'avenir.

## Perspectives 2016 pour les placements immobiliers

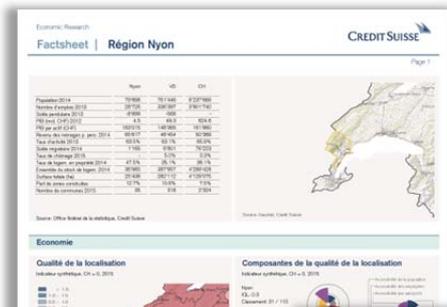
**Placements immobiliers directs: popularité persistante malgré des risques croissants**

La croissance des primes de rendement des placements immobiliers devrait se stabiliser, en 2016, à un niveau élevé. Nous attendons donc de nombreux projets, notamment dans la construction de logements locatifs. En même temps, le taux de vacance ainsi que les risques continueront d'augmenter, notamment en dehors des grands centres. En raison du niveau de prix déjà très élevé et du tassement du potentiel des revenus locatifs, les risques d'une correction de prix augmentent à moyen et long terme. Les opportunités pour les investisseurs résident entre autres dans le segment des logements bon marché. La raison à cela sont les changements affectant la structure de l'immigration qui passe de travailleurs immigrés originaires d'Europe et de pays tiers vers des demandeurs d'asile.

**Placements immobiliers indirects: dépassement du zénith dans le potentiel de rendement**

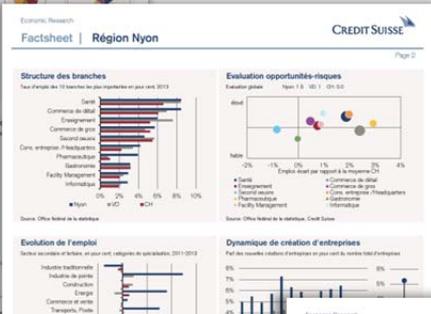
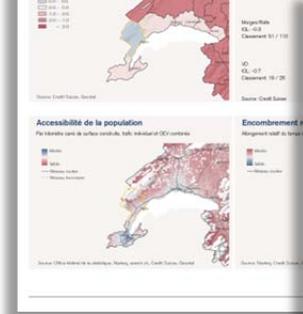
Fondamentalement, seuls quelques rares moteurs positifs pour les placements immobiliers indirects suisses se dessinent, raison pour laquelle le potentiel de rendement ne devrait pas atteindre celui des années précédentes. Côté régulation, il existe encore de nombreuses incertitudes. Nous ne partons cependant pas du principe que l'agio moyen des fonds immobiliers passera, cette année, en dessous de la barre des 20%, car les taux d'intérêt bas rendent extrêmement attrayantes les distributions stables en provenance des véhicules de placement. En outre, un investisseur peut mettre en place une exposition au marché intérieur avec des placements immobiliers suisses, sans avoir à se faire du souci quant aux taux de change. Toutefois, nous recommandons de sélectionner des placements immobiliers étrangers, car ils disposent actuellement du meilleur potentiel, et peuvent ainsi compléter le portefeuille de manière ciblée dans une perspective rendement-risque.

# Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux



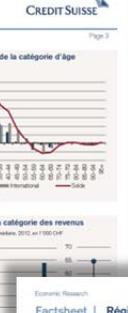
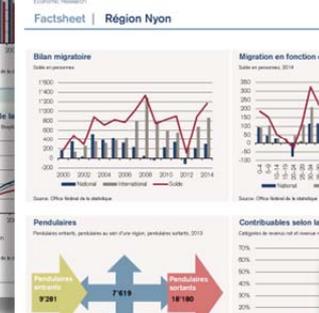
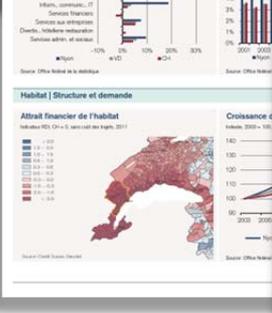
## Indicateurs mis à jour régulièrement sur les 110 régions économiques

Quelle est la qualité de la localisation de la région économique Nyon? 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.

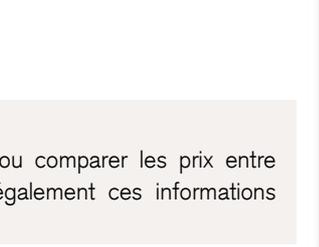


## Marchés régionaux de l'immobilier

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, les chiffres des logements vacants, l'activité de planification etc.

## 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:

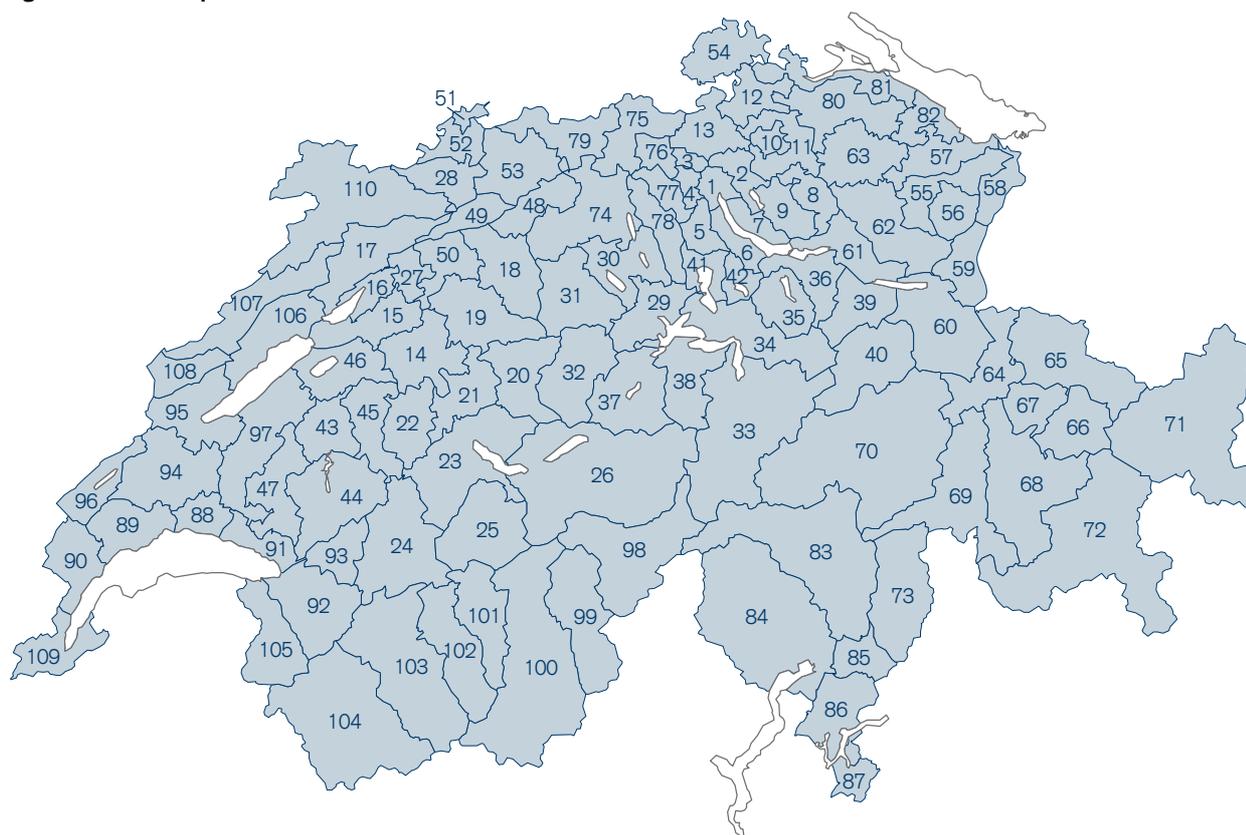
Les clients du Credit Suisse peuvent commander des factsheets sur les différentes régions économiques dans la langue souhaitée (français, allemand, italien ou anglais) sous le lien suivant: [www.credit-suisse.com/immobilienstudie](http://www.credit-suisse.com/immobilienstudie)

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

## 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 Schanfigg	89 Morges/Rolle
2 Glatttal	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 Knonaueramt	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

# Avertissement sur les risques

Chaque investissement implique des risques, notamment en matière de fluctuations de valeur et de rendement. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu.

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>

Le présent rapport comporte des informations concernant des placements impliquant des risques particuliers. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques particuliers dans le négoce de titres» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers.

Le prix, la valeur ou le revenu de tout titre ou instrument financier mentionné dans ce rapport peuvent diminuer ou augmenter. La valeur des titres et des instruments financiers est subordonnée aux fluctuations des taux de change et d'intérêt au comptant ou à terme, des indicateurs économiques, de la capacité financière de l'émetteur ou de l'émetteur de référence, etc., qui sont susceptibles d'affecter positivement ou négativement le prix ou le revenu de ces titres ou de ces instruments financiers. En achetant des titres ou des instruments financiers, vous vous exposez à des pertes ou à une perte nette du capital en raison des fluctuations des cours ou d'autres indices financiers, etc. Les investisseurs qui ont effectué des placements en ADR, dont la valeur est affectée par la volatilité des monnaies, assument effectivement ce risque.

Les taux de commission pour les opérations de courtage seront conformes aux taux convenus entre le CS et l'investisseur. Pour les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre entre le CS et l'investisseur, le prix d'achat ou de vente constituera le prix total. Les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre, y compris les opérations sur dérivés hors bourse, seront négociées sous la forme d'un prix/cours d'achat ou d'un prix/cours de vente, auquel cas une différence ou un écart peut être constaté. Les frais associés aux transactions seront convenus avant lesdites transactions, conformément aux lois et aux réglementations applicables. Veuillez lire attentivement la documentation préalable au contrat, etc., pour le détail des risques et commissions, etc., des titres ou des instruments financiers concernés avant l'achat.

Les titres structurés sont des instruments complexes comportant de par leur nature un degré de risque élevé; ils sont destinés à être vendus uniquement à des investisseurs avertis capables de comprendre et d'assumer les risques qu'ils impliquent. La valeur sur le marché d'un produit structuré peut être affectée par des changements induits par des facteurs d'ordre économique, financier et politique (y compris, sans toutefois s'y limiter, les intérêts au comptant et à terme et les taux de change), la date d'échéance, les conditions et la volatilité du marché ainsi que la solvabilité des émetteurs ou de l'émetteur de référence. Tout investisseur intéressé par l'achat d'un produit structuré doit effectuer sa propre recherche et sa propre analyse du produit; il doit consulter ses propres conseillers professionnels quant aux risques que comporte l'achat d'un tel produit.

Certains des investissements décrits dans ce rapport comportent un niveau élevé de volatilité. Les investissements soumis à une forte volatilité sont sujets à des baisses soudaines et fortes de valeur causant une perte au moment de la vente des titres. Ces pertes peuvent égaler votre investissement initial. Dans le cas de certains investissements, le risque de perte est même susceptible d'excéder le montant de l'investissement initial et vous pourriez dans de telles circonstances être tenu de déboursier une somme plus élevée pour couvrir ces pertes. Les rendements des investissements peuvent fluctuer et, par conséquent, il est possible que le capital

initial versé soit utilisé afin d'assurer une partie du rendement. Il se peut que certains investissements ne soient pas aisément réalisables et qu'ils soient dès lors difficiles à vendre ou à réaliser. De même il vous sera peut-être difficile d'obtenir des informations fiables sur la valeur d'un tel placement ou sur les risques auxquels il est exposé. Pour toute question, veuillez contacter votre Relationship Manager.

**Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Des commissions, des frais ou toute autre charge comme les fluctuations du taux de change peuvent avoir des répercussions sur les performances.**

## Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent aucune garantie de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres.

Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

## Marchés émergents

Lorsque le présent rapport traite des marchés émergents, vous devez avoir conscience qu'il existe un certain nombre de risques et d'incertitudes inhérents aux investissements et transactions dans différents types de placements ou, relatifs ou liés, aux émetteurs et débiteurs constitués en société, implantés ou exerçant des activités commerciales sur les marchés des pays émergents. Les placements relatifs aux marchés des pays émergents peuvent être considérés comme des placements spéculatifs et leur cours seront bien plus volatils que le cours des placements concernant les marchés des pays les plus développés. Les investissements dans des placements relatifs aux marchés émergents sont destinés uniquement aux investisseurs avertis ou professionnels expérimentés qui connaissent les marchés en question, sont capables d'apprécier et de tenir compte des divers risques inhérents à ce type de placements et possèdent les ressources financières nécessaires pour supporter le risque substantiel de perte d'investissement inhérent à ce type de placements. Il vous incombe de gérer les risques liés à tout placement relatif aux marchés des pays émergents et l'affectation des actifs de votre portefeuille. Vous devriez demander l'avis de vos conseillers concernant les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

## Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale.

Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

## Risques de taux d'intérêt de crédit

La valeur d'une obligation dépend de la solvabilité de l'émetteur et/ou du garant (le cas échéant), laquelle peut changer sur la durée de l'obligation. En cas de défaillance de l'émetteur et/ou du garant de l'obligation, celle-ci ou tout revenu en découlant n'est pas garanti(e) et vous pouvez perdre tout ou partie de l'investissement initial.

# Notifications

Les informations et opinions exprimées dans ce rapport (autres que les contributions apportées à des articles par des stratèges en investissement) sont celles du département Research de la Division Private Banking & Wealth Management du CS 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.

Les contributions apportées à des articles par des stratèges en investissement ne sont pas des rapports de recherche. Les stratèges en investissement ne dépendent pas du département Research du CS. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour garantir l'indépendance du département Research du CS, y compris des politiques relatives aux restrictions en matière de négoce des titres concernés avant la publication des rapports Research. Lesdites politiques ne s'appliquent pas aux stratèges en investissement.

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 à 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 six à douze 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 diffèrent des notations de sociétés. En outre, le CS peut avoir publié d'autres rapports, ou pourrait en publier à 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.

## 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 CS 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 vue et opinions exprimés dans la brochure. Le CS 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:

[http://www.credit-suisse.com/governance/en/code\\_of\\_conduct.html](http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html)

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](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 CS, dont une partie est générée par les activités d'investissement banking du Credit Suisse.

## Notifications complémentaires

**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.

**Inde:** Veuillez consulter le site <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> pour les notifications complémentaires requises en vertu des réglementations du Securities And Exchange Board of India (Research Analysts), 2014.

Le Credit Suisse est susceptible d'avoir un intérêt dans les sociétés mentionnées dans le présent rapport.

Les rapports publiés par le Département Research du CS sont également disponibles sur <https://investment.credit-suisse.com/>

Pour des informations sur les notifications relatives aux sociétés recommandées par Credit Suisse Investment Banking et mentionnées dans le présent rapport, veuillez vous référer au site de la division Investment Banking sous: <https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour toutes informations complémentaires, y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de la division Private Banking & Wealth Management sous:

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

# Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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 Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

Les références au Credit Suisse effectuées dans ce rapport comprennent Credit Suisse AG, la banque suisse, ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant: [http://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/en/](http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/)

## NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL:

Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS.

**CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le Credit Suisse, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider

ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. 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. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommandons de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** 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 rapport. 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 préparé et distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **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 du Corporations Act de 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. **Bahrein:** 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. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France est placé sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution 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 Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernesey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **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», n° CIN U67120MH1996PTC104392), qui est réglementé par le Securities and Exchange Board of India (SEBI) sous les numéros d'enregistrement SEBI INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631, INP000002478, et dont l'adresse enregistrée est 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivasagar 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, Jersey Branch, dont les activités d'investissement sont réglementées 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 JE4 5WU. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et

titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **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). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (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 par les règles et réglementations de 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. **Singapour:** Ce rapport a été élaboré et publié à Singapour exclusivement à l'intention des investisseurs institutionnels, des investisseurs accrédités et des investisseurs avertis (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations), et est également publié par Credit Suisse AG, Singapore Branch, à l'intention des investisseurs étrangers (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations). Credit Suisse AG, Singapore Branch, peut distribuer les rapports établis par ses entités étrangères et sociétés affiliées sous le régime prévu au Règlement 32C des Financial Advisers Regulations. Les bénéficiaires singapouriens doivent prendre contact avec Credit Suisse AG, Singapore Branch, par téléphone au +65-6212-2000 pour toute question résultant du ou en rapport avec le présent rapport. En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité, d'investisseur averti ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, Singapore Branch, 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, Singapore Branch, est susceptible de vous fournir. **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. **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. **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. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

**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 (AU SENS DE LA REGULATION S DU US SECURITIES ACT DE 1933, DANS SA VERSION AMENDÉE).**

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

16C030A\_R

## Autres publications du Credit Suisse Economic Research



### Région Bassin Lémanique Réforme de l'imposition des entreprises III

L'imposition des entreprises s'apprête à vivre une restructuration fondamentale. Notre étude régionale se penche sur les stratégies potentielles dans les cantons de Genève et de Vaud et sur les conséquences de la réforme de l'imposition.

10 février 2016



### Moniteur Suisse 1<sup>er</sup> trimestre 2016

Le Moniteur Suisse analyse l'évolution de l'économie helvétique et établit des projections en la matière.

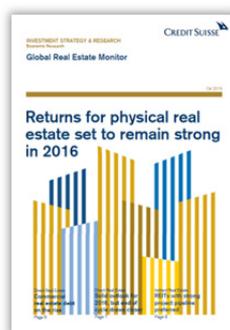
15 mars 2016



### Moniteur des branches 1<sup>er</sup> trimestre 2016

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

31 mars 2016



### Global Real Estate Monitor 2<sup>e</sup> trimestre 2016

(disponible en allemand et anglais)

Le Global Real Estate Monitor propose chaque trimestre une vue d'ensemble des principaux marchés immobiliers et des tendances en vogue autour du globe. Cette publication s'attarde aussi bien sur les placements immobiliers directs qu'indirects.

15 avril 2016



### Indice de la construction 2<sup>e</sup> trimestre 2016

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.

25 mai 2016



### Moniteur immobilier 2<sup>e</sup> trimestre 2016

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.

2 juin 2016

**La prochaine étude sur le marché immobilier paraîtra en mars 2017.**

Abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.



Les grandes réalisations  
s'appuient sur des  
fondations solides.

Depuis 1938, notre clientèle internationale apprécie l'expertise de notre département Real Estate Investment Management. Profitez également de tout notre savoir-faire dans le domaine immobilier. Nos prestations s'adressent autant aux petits investisseurs qu'aux investisseurs institutionnels et se distinguent par des performances élevées et vérifiables.

[credit-suisse.com/ch/realstate](http://credit-suisse.com/ch/realstate)