

Marché immobilier suisse 2017

Mars 2017

En quête de locataires



Single living
Seul à la maison

Logements locatifs
**Tout droit vers un
ralentissement**

Centres de données
**Le «cloud» aussi doit
se loger**

Impressum

Editeur

Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
+41 44 333 67 63
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

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

Impression

gdz AG, Spindelstrasse 2, 8041 Zürich

Clôture de rédaction

12 février 2017

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
Commandes internes via MyShop sous n° mat. 1511452
Abonnements avec publicode ISF (HOST: WR10)

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/research

Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés.

Auteurs

Denise Fries
+41 44 333 24 20
denise.fries@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Fabian Hürzeler
+41 44 333 73 14
fabian.huerzeler@credit-suisse.com

Thomas Rieder
+41 44 332 09 72
thomas.rieder@credit-suisse.com

Sven Schaltegger
+41 44 333 61 39
sven.schaltegger@credit-suisse.com

Dr. Fabian Waltert
+41 44 333 25 57
fabian.waltert@credit-suisse.com

Andreas Bröhl
Linus Graf
Drilon Kastrati
Monika Lüthi

Sommaire

Synthèse	4
Logements en propriété	7
Demande	7
Offre	10
Résultat sur le marché	12
Perspectives 2017 pour les logements en propriété	15
Single living: seul à la maison	16
Logements locatifs	21
Demande	21
Offre	24
Résultat sur le marché	26
Perspectives 2017 pour les logements en location	30
Réglementation des loyers: plusieurs décennies d'attente pour obtenir un logement locatif	31
Surfaces de bureaux	35
Demande	35
Offre	38
Résultat sur le marché	39
Les quinze principaux marchés immobiliers de bureaux en bref	41
Marché de surfaces de bureaux à Zurich	42
Marché de surfaces de bureaux à Genève	44
Marché de surfaces de bureaux à Berne	46
Marché de surfaces de bureaux à Bâle	48
Marché de surfaces de bureaux à Lausanne	50
Perspectives 2017 pour les surfaces de bureaux	52
Numérisation: du «digital day» au «digital age»	53
Surfaces de vente	57
Demande	57
Offre	59
Résultat sur le marché	61
Perspectives 2017 pour les surfaces de vente	64
Centres de données: le «cloud» aussi doit se loger	65
Placements immobiliers	69
Placements immobiliers directs	69
Placements immobiliers indirects	72
Perspectives 2017 pour les placements immobiliers	76
Factsheets: aperçu des marchés immobiliers régionaux	77

Synthèse

En quête de locataires

Alors que le nombre de surfaces vacantes s'inscrit en hausse et que les durées d'insertion se prolongent, les capitaux continuent d'affluer sur le marché immobilier suisse, dopant essentiellement la construction de logements en location. Compte tenu du différentiel de rentabilité élevé par rapport à d'autres types de placement, les investisseurs n'ont en effet guère d'alternatives. Mais plus cette ruée vers les placements immobiliers durera, plus elle sapera son propre fondement, compliquant ainsi la recherche de locataires.

Logements en propriété Page 7

La propriété – un mirage?

La période de croissance des prix des logements en propriété, qui a duré 14 ans, est terminée. Malgré une légère baisse des prix, le segment évolue plutôt calmement. Contrairement aux autres marchés, aucune suroffre n'y est observée ou attendue. Les promoteurs de logements en propriété ont vite compris que les prix élevés combinés au durcissement des conditions de financement freinaient la demande, ou la réorientaient. Bien que l'expansion de l'offre soit modérée, l'environnement de marché n'en est pas moins complexe pour les logements en propriété. Le relèvement des exigences financières empêche désormais un nombre croissant de ménages d'acquiescer son propre logement. Pour bien des ménages, les faibles taux hypothécaires ne sont d'ailleurs qu'une illusion. Cette année aussi, la demande va donc se concentrer davantage encore sur les régions qui restent abordables et sur le segment des prix faibles à moyens. Même si nous attendons une nouvelle hausse des prix dans ces régions, les régions onéreuses et de manière générale, le segment de haut standing connaîtront probablement une nouvelle baisse des prix, quoiqu'à un rythme plus modéré. Globalement, nous prévoyons une baisse limitée à 0,5% en 2017.

Complément: single living Page 16

Seul à la maison

Les ménages d'une personne représentent aujourd'hui la forme d'habitat la plus fréquente en Suisse, et cela n'est pas près de changer. Les raisons qui poussent à vivre seul(e) sont variées et ne résultent pas toujours d'un choix. Ce phénomène revêt en outre des formes et des caractéristiques très diverses. La tendance à habiter seul a récemment entraîné l'émergence d'une offre de logements innovante: les micro-appartements, parfaitement adaptés à l'air du temps et aux besoins des personnes concernées.

Logements locatifs Page 21

Tout droit vers un ralentissement

Le ralentissement du marché des logements locatifs, qui s'est initié l'année dernière, se poursuivra en 2017. L'environnement des taux négatifs qui prévaut depuis plus de deux ans et la pénurie de placements qui en découle dopent la construction de logements locatifs, ce malgré le recul de la demande induit par la baisse de l'immigration. Mais maintenant que la conjoncture s'est progressivement remise du choc du franc fort, nous n'anticipons plus de nouvelle baisse de l'immigration. Malgré tout, la tendance structurelle à la baisse du pouvoir d'achat des locataires devrait se poursuivre, entre autre car les nouveaux immigrants proviennent de plus en plus de pays marqués par plus faible niveau de vie et que les ménages suisses aisés se tournent vers la propriété. Les taux de vacance et les délais d'insertion devraient encore augmenter et la commercialisation se compliquer. La concurrence sans merci que se livrent les bailleurs pour obtenir des locataires va donc s'intensifier. Si les risques sur le marché augmentent, les locataires devraient pouvoir trouver plus facilement à se loger et se réjouir bien plus souvent de loyers en baisse. L'excès de l'offre devrait s'observer davantage dans les agglomérations, étant donné que l'activité de construction s'intensifie surtout dans ces communes. Seuls les centres, où la pénurie de surfaces et la densité de la réglementation freinent la croissance de l'offre, affichent un parc de logements globalement insuffisant.

Complément: réglementation des loyers Page 31

Plusieurs décennies d'attente pour obtenir un logement locatif

En comparaison internationale, le marché de la location suisse fonctionne très bien grâce à un compromis entre protection des locataires et des interventions limitées. Récemment, les critiques à l'égard de ce modèle et les revendications de renforcement de la réglementation se sont multipliées. Une réglementation excessive du marché locatif comporte toutefois des risques pour les locataires si les forces du marché sont neutralisées. Dans l'étude sur le marché immobilier de 2014, nous avons mis en évidence les conséquences inattendues pour les locataires en utilisant l'exemple du marché de la location genevois. Le marché des logements locatifs de Stockholm en est un autre exemple. Dans la capitale suédoise, les loyers sont certes abordables, mais au prix d'une pénurie de logements rarement observée dans d'autres villes. La patience est de mise pour qui est à la recherche

d'un logement locatif dans la capitale suédoise, puisqu'il peut s'écouler jusqu'à 20 ans entre la demande et l'emménagement.

Surfaces de bureaux **Page 35**

Des perspectives floues du côté de la demande

Fermeté du franc suisse oblige, les entreprises sont contraintes d'optimiser leurs processus et de réduire leurs coûts. Le marché des surfaces de bureaux pâtit des modèles d'optimisation de ressources humaines ou des suppressions d'emploi liées soit à l'automatisation, soit à la délocalisation du travail à l'étranger. Malgré ces facteurs de contraction de la demande, la croissance économique devrait suffire à générer à nouveau un petit surcroît de demande de surfaces de bureaux. Portée par les taux négatifs, l'expansion se maintient au niveau actuel et ne se laisse pas influencer par l'excès de l'offre. On construit d'ailleurs essentiellement pour ses propres besoins, à de très bons emplacements et de plus en plus dans les centres de moyenne taille. Dans ces conditions, la suroffre ne devrait guère se contracter. Les vacances ne font que se déplacer et se concentrent sur les surfaces de bureaux anciennes, ou d'accès difficile. Dans l'ensemble, le ralentissement diminue, comme en témoigne la stabilisation des surfaces proposées sur le marché. Les loyers continuent cependant de baisser, et les perspectives à long terme de la demande de surfaces de bureaux sont incertaines. Le passage au numérique favorise l'automatisation des activités administratives. Reste à savoir si les nouvelles activités compenseront suffisamment vite les postes de travail rationalisés.

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

Page 42

Chacun des cinq grands marchés de surfaces de bureaux évolue à sa manière

Sur quels quartiers la demande s'est-elle concentrée dernièrement? Comment évolue le parc des surfaces de bureaux proposées sur le marché, et quelles surfaces sont en phase de développement? Notre analyse des cinq principaux marchés, qui représentent 45% de la totalité des surfaces de bureaux en Suisse, répond à ces questions.

Complément: numérisation **Page 53**

Du «digital day» au «digital age»

Chaque entrepreneur a déjà vécu son «digital day». Le jour de la prise de conscience que la numérisation n'est pas seulement une nouvelle tendance qu'il convient d'intégrer dans les activités opérationnelles, mais qu'il s'agit d'une évolution qui va très probablement remettre en question le modèle commercial même de l'entreprise.

Surfaces de vente **Page 57**

La crise se durcit

Malgré un ralentissement du recul des chiffres d'affaires dans le commerce de détail, nous n'attendons aucune embellie sur le front de la commercialisation des surfaces de vente en 2017. Le marché reste sous l'emprise de mutations structurelles. Dynamique, le commerce en ligne capte chaque année de nouvelles parts de marché et constitue un défi majeur pour la branche. Parallèlement, l'étranger draine beaucoup d'argent – que ce soit via le commerce en ligne ou le commerce stationnaire. Dans le commerce stationnaire, il faudra donc s'attendre à de nouveaux assainissements des réseaux de filiales et à des restructurations. La demande en surfaces, qui repose principalement sur le segment alimentaire/«near food», sera donc faible. Leur commercialisation sera cependant plus aisée dans les grandes villes et les zones bien desservies. L'apparition d'un grand volume de nouvelles surfaces commerciales et de vente suite au boom des constructions de logements locatifs et du fait des contraintes réglementaires n'arrange pas les choses. Seule l'expansion très modérée du nombre de surfaces de centres commerciaux et de magasins spécialisés empêche des déséquilibres encore plus marqués. Il faudra tout de même s'accommoder de délais de commercialisation très longs, et la faible demande continuera de peser considérablement sur les loyers.

Complément: centres de données **Page 65**

Le «cloud» aussi doit se loger

Les centres de données constituent le cœur de notre infrastructure informatique moderne et jouent un rôle essentiel pour de nombreuses entreprises et organisations. Les évolutions actuelles autour de l'industrie 4.0 et l'Internet des objets (IdO) augmentent les exigences posées aux infrastructures et vont doper la demande de surfaces pour accueillir de nouveaux centres de données. Une aubaine pour les investisseurs en quête de rendements et de perspectives de croissance qui n'hésitent pas à miser de manière ciblée sur des niches spécifiques. Les exigences strictes imposées aux bâtiments et aux sites ainsi qu'un groupe de demande relativement restreint rendent cependant indispensable une analyse plus poussée des projets d'investissement.

Placements immobiliers **Page 69**

Un attrait qui ne va pas de soi

En 2017 encore, les placements immobiliers gardent la faveur des investisseurs. Bien que les écarts de rendement avec d'autres alternatives de placement amorcent leur déclin, la demande pour «la pierre» devrait rester solide tant que les taux négatifs persisteront – en particulier pour les investis-

seurs institutionnels. Les alternatives susceptibles de répondre à la quête de rendement des investisseurs moyennant un risque limité manquent tout simplement. Conserver les bons niveaux de performance des années passées devrait cependant s'avérer de plus en plus difficile. Car selon la théorie de l'arbitrage, le marché immobilier réputé plus rentable attire de nouveaux capitaux, mettant ainsi les rendements sous pression. On ne peut se soustraire à cette pression qu'en investissant dans des segments de niche, en sélectionnant soigneusement les objets d'investissement ou en s'engageant sur les marchés immobiliers internationaux.

Logements en propriété

La propriété – un mirage?

Pour les revenus normaux, accéder à la propriété dans les centres et les localisations recherchées reste un rêve inaccessible. De plus, cette situation s'étend de plus en plus aussi aux régions périphériques, car les prix y ont fortement augmenté récemment. Pour de nombreux ménages, acheter son logement devient donc une sorte de mirage. À commencer par les taux hypothécaires très bas, qui ne font qu'entretenir l'illusion puisque la plupart des ménages moyens ne sont pas en mesure de financer les prix élevés des logements suite au durcissement de la réglementation. Il n'est donc pas surprenant que ces dispositions suscitent la critique, tant les acquéreurs potentiels que les fournisseurs d'hypothèques sont en quête d'une oasis leur permettant de conclure un financement. Les requérants peuvent ici opter pour des surfaces moins importantes, des régions moins onéreuses ou l'achat d'un bien d'occasion. De leur côté, les fournisseurs d'hypothèques tentent d'optimiser la marge de manœuvre réglementaire dont ils disposent.

Demande: les constructions neuves souvent trop chères

La demande de logements en propriété est impactée par deux facteurs qui s'opposent: d'une part, les coûts hypothécaires particulièrement bas qui s'inscrivent en soutien et, d'autre part, les exigences élevées en matière de financement qui, en combinaison avec le niveau élevé des prix, rendent bien souvent impossible l'accès à la propriété. Les personnes déjà propriétaires profitent en revanche de coûts de logement très avantageux grâce aux faibles taux hypothécaires. À la fin 2015, les propriétaires exerçant une activité lucrative devaient en moyenne s'acquitter de frais hypothécaires de 8170 CHF par an, soit un niveau très bas de 6,6% mesuré à l'aune du revenu brut. Depuis la fin 2015, le taux hypothécaire moyen a continué sa chute et la charge d'intérêts est aujourd'hui sans doute encore plus réduite.

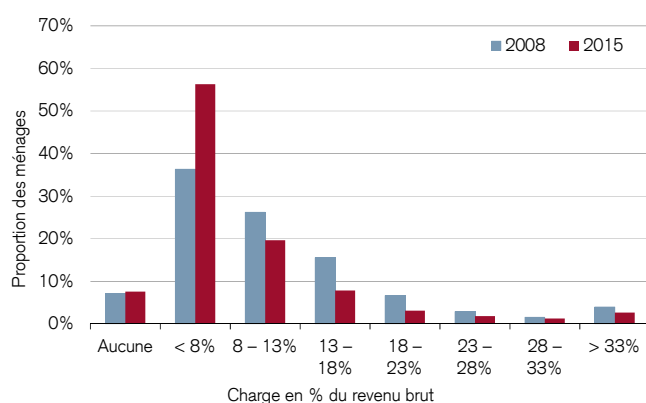
Des coûts hypothécaires particulièrement bas

Une majorité de ménages avec une charge d'intérêts de moins de 8% de leur revenu

Si la charge des intérêts hypothécaires est pour l'heure très faible, des disparités considérables sont notables. 56% des propriétaires s'acquittent ainsi d'une charge d'intérêts correspondant à moins de 8% de leur revenu (fig. 1). Dans 20% des cas, la fourchette se situe entre 8% et 13%. Seuls 2,6% des ménages propriétaires devaient supporter une charge dépassant le seuil critique des 33% à la fin 2015. Raison principale de ces écarts marqués: les taux de nantissement appliqués. En dépit des avantages fiscaux, 7,5% des propriétaires n'ont pas d'hypothèque ou l'ont déjà remboursée. Les propriétaires sont donc pour la plupart en mesure de financer très facilement leur logement. Les faibles charges hypothécaires, qui se révèlent souvent bien inférieures au loyer d'un logement comparable, attirent bien entendu également les locataires qui rêvent d'accéder à la propriété, et la demande reste par conséquent élevée.

Fig. 1: Charge d'intérêts hypothécaires réelle

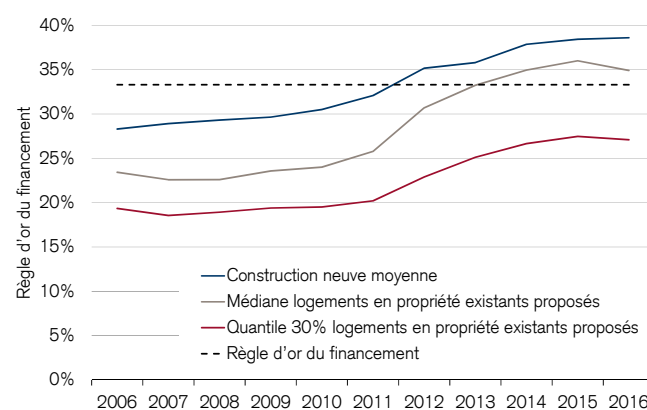
Charge d'intérêts hypothécaires en % du revenu brut du ménage



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 2: Admissibilité théorique

Pour un ménage moyen, en % du revenu et sur la base des paramètres suivants: 5% d'intérêts, 1% d'entretien, 80% de nantissement, amortissement aux 2/3 en 15 ans



Source: Credit Suisse

La charge moyenne des intérêts hypothécaires va encore baisser en 2017

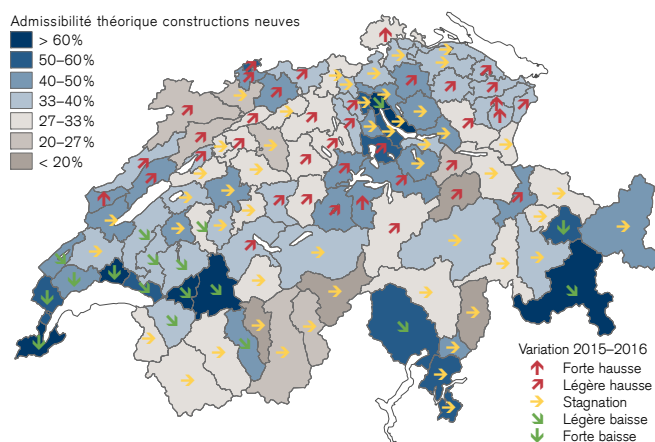
Sur fond de relèvement des taux aux États-Unis, les taux hypothécaires dans le cadre de nouvelles conclusions ne vont sans doute pas égaler les planchers atteints l'année dernière en 2017. La charge moyenne des intérêts hypothécaires devrait néanmoins encore baisser cette année, car de nombreux ménages ont toujours la possibilité de prolonger leurs hypothèques fixes arrivant à échéance à des conditions plus avantageuses qu'initialement. Cela se traduira par un nouvel abaissement du taux d'intérêt de référence en juin 2017. Une comparaison avec l'année 2008 montre à quel point la situation actuelle est favorable pour les propriétaires de leur logement. À l'époque, un propriétaire devait en moyenne déboursier 12 000 CHF pour son hypothèque, soit 10% de son revenu (fig. 1). La hausse rapide des rendements des emprunts d'État américains à 10 ans de 1,36% en juillet dernier à 2,60% en décembre nous rappelle cependant que ces conditions avantageuses ne sont pas gravées dans le marbre.

Les constructions neuves trop chères pour une majorité de ménages

Pourtant, le nombre de ménages en mesure de concrétiser le rêve de l'accès à la propriété ne cesse de diminuer année après année sous l'effet des niveaux de prix atteints et des obstacles considérables imposés par la réglementation en matière de financement. Les dispositions en matière d'admissibilité théorique font en sorte qu'une construction neuve de niveau intermédiaire reste aujourd'hui hors de portée du ménage suisse moyen. En moyenne nationale, il faudrait y consacrer près de 39% du revenu brut, un chiffre bien au-delà du seuil critique des 33% (règle d'or du financement) (fig. 2). Les prix élevés autour du lac Léman et des lacs de Zurich et de Zoug ont incité de nombreux ménages à opter pour les régions aux alentours. Cela s'est traduit par une accélération de la croissance des prix, raison pour laquelle les constructions neuves sont généralement devenues inabordable pour les ménages moyens dans ces régions également – une situation observable dans 68 des 106 régions du pays (fig. 3).

Fig. 3: Admissibilité théorique pour des constructions neuves AP/MI

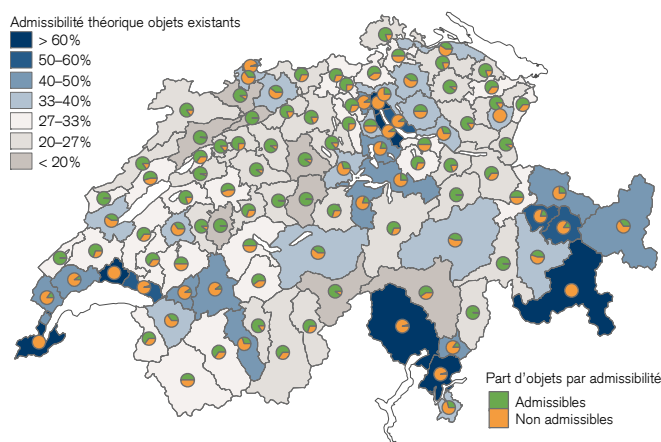
Pour un ménage moyen, en % du revenu et sur la base des paramètres suivants: 5% d'intérêts, 1% d'entretien, 80% de nantissement, amortissement aux 2/3 en 15 ans



Source: Credit Suisse, Geostat

Fig. 4: Admissibilité théorique AP existants

Pour un ménage moyen, en % du revenu et sur la base des paramètres suivants: 5% d'intérêts, 1% d'entretien, 80% de nantissement, amortissement aux 2/3 en 15 ans



Source: Credit Suisse, Geostat

L'alternative des biens-fonds existants

Cet état de fait ne doit cependant pas nécessairement sonner le glas du rêve d'accéder à la propriété. Lorsqu'une maison individuelle ou un logement spacieux et moderne reste hors budget, il est parfois possible d'opter pour un bien existant mis en vente. Depuis 2013, plus de la moitié des objets ainsi en vente au niveau national se révèlent certes inabordable pour un ménage moyen (fig. 2), mais cela s'explique surtout par le grand nombre de biens situés dans des régions onéreuses ou appartenant au segment de prix supérieur qui sont proposés. Pour 30% des logements en propriété proposés à la vente en 2016 (quantile 30%), l'admissibilité théorique pour un ménage moyen ne dépasse pas 27%.

Les offres abordables existent, mais restent parfois rares

L'offre de biens abordables diffère d'une région à l'autre. Si les coûts théoriques restent généralement supportables en dehors des régions onéreuses, les offres accessibles demeurent bien souvent rares dans ces dernières. Pour un ménage vivant dans la région d'Aarau, près de 80% des logements en propriété existants sont par exemple abordables (fig. 4). Pour un ménage moyen dans la région de Pfannenstiel, cette part n'atteint en revanche que 10%. Dans la ville Zurich, de telles offres font pour l'heure tout simplement défaut. S'agissant des objets existants,

les coûts pour une réhabilitation éventuelle viennent parfois s'ajouter au prix d'achat, ce qui peut entraîner des dépenses supplémentaires considérables. La présente analyse démontre néanmoins que le rêve de nombreux ménages d'accéder à la propriété peut se concrétiser s'ils optent pour des biens existants.

Les superficies ont fortement augmenté dans le logement en propriété

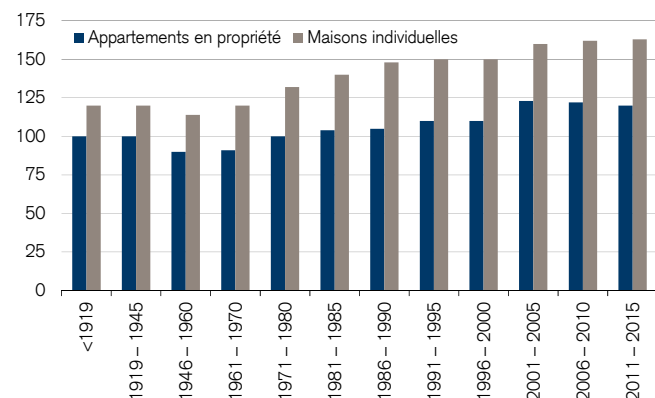
Les prix actuellement élevés de l'immobilier s'expliquent en grande partie par la forte augmentation des superficies observée ces dernières décennies. La figure 5 montre la progression de la taille des appartements en propriété et des maisons individuelles sur différentes périodes de construction. Les maisons individuelles érigées entre 1946 et 1960 affichent une surface habitable moyenne de 114 m², contre 163 m² entre 2011 et 2015. Sur la même période, la taille du ménage moyen a pourtant sensiblement diminué (cf. complément single living, p. 16 ss.). Le moteur principal de cette évolution est la hausse du niveau de vie. La nette progression du nombre de ménages à deux salaires a notamment amélioré la situation budgétaire, ainsi que la consommation de surface.

Nettement plus de surface habitable par propriétaire

Actuellement, un ménage habitant un appartement en propriété dispose en moyenne de 114 m², celui vivant en maison individuelle de 142 m². Cela correspond à une superficie de 51 m² par personne en appartement et de 52 m² en maison individuelle, soit des chiffres sensiblement supérieurs à ceux en appartement locatif (41 m²) ou en logement de coopérative (37 m²). Mais ces écarts importants sont sans doute liés à la configuration géographique. Dans les centres, où prédominent les logements locatifs, les surfaces habitables sont rares et donc onéreuses. L'augmentation de la superficie reflète cependant aussi la grande importance accordée par les propriétaires à leur habitat, ainsi que les moyens financiers plus importants dont ils disposent bien souvent.

Fig. 5: Superficie des logements en propriété par période de construction

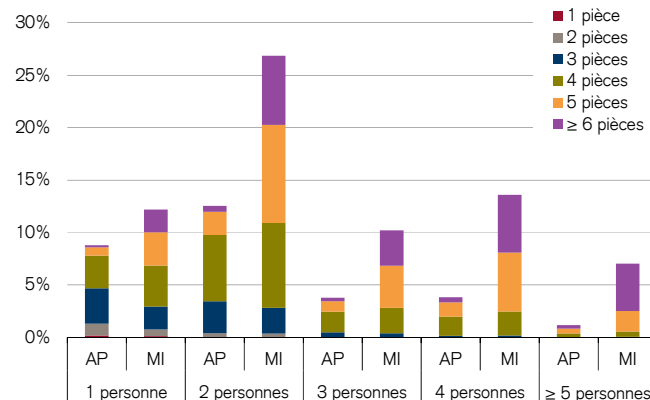
Surface habitable moyenne en m²



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 6: Propriétaires par taille de ménage

En % du total des propriétaires; AP: appartement en propriété, MI: maison individuelle



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Les prix élevés freinent la consommation de surface

La tendance à plus de surface habitable dans le logement en propriété s'est toutefois interrompue ces dernières années. Si des augmentations minimales étaient encore observables s'agissant des maisons individuelles, la superficie moyenne des appartements en propriété construits entre 2006 et 2010 a pour la première fois diminué de 123 m² à 122 m², avant de reculer à 120 m² sur la période 2011-2015. La forte hausse des prix de ces dernières années est sans doute la principale responsable de cette évolution, puisqu'elle contraint les ménages à faire des concessions lors de l'acquisition, y compris sur la superficie. La sensibilisation au problème du mitage ne semble en revanche pas encore avoir eu d'effet notable. Selon une étude de la Haute école de Lucerne, 10% des ménages indiquent certes que leur consommation de surface est trop élevée¹, mais ne montrent pas plus de dispositions que les autres personnes interrogées à modifier leur situation en la matière. Et l'évolution sur le front des maisons individuelles confirme ce constat. Dans les régions où les terrains constructibles sont bon marché, de nombreux ménages préfèrent en effet une maison individuelle plus spacieuse à un appartement en propriété. Le

¹ Cf. Haute école de Lucerne (2016): «La consommation effective et le besoin subjectif de surface habitable»

niveau durablement élevé des prix et les obstacles au financement vont sans doute continuer à freiner la consommation de surface dans les années à venir.

Les ménages de deux personnes prédominent dans le logement en propriété

Les habitudes ont changé non seulement en ce qui concerne la consommation de surface, mais aussi la taille des ménages au cours de ces dernières décennies. De nos jours, les ménages de deux personnes constituent le principal groupe de demande de logements en propriété avec une part de 39% (fig. 6). Avec 21%, la part des ménages d'une personne se révèle étonnamment élevée, évolution que nous examinons plus en détail dans notre [complément single living](#). Par ailleurs, on oublie trop souvent que la maison individuelle demeure la forme d'habitation la plus répandue dans notre pays toutes tailles de ménage confondues, la propriété par étage n'ayant fait son apparition qu'en 1965.

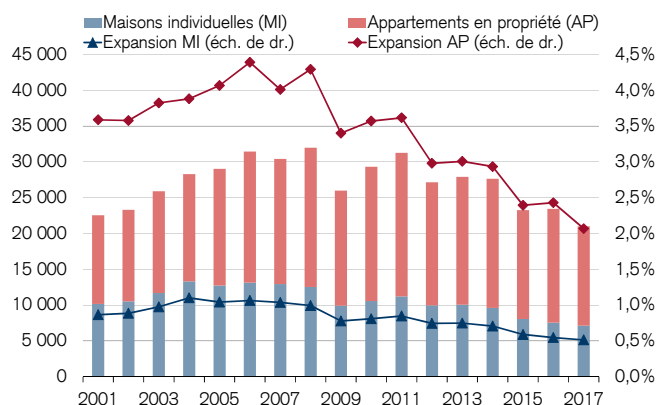
Offre: l'activité de construction se normalise

La production de logements en propriété continue de diminuer

La production de logements en propriété s'inscrit toujours en baisse. En 2017, l'augmentation nette du nombre d'appartements et de maisons individuelles devrait atteindre un plancher depuis le début du recensement en 2001. Dans l'ensemble, nous anticipons une addition de 21 000 unités d'habitat (fig. 7), soit un repli de 10,5% en rythme annuel. Depuis le sommet atteint en 2011, la construction de biens en propriété a ainsi diminué d'un tiers. Cela dit, cette évolution baissière concerne exclusivement le segment de la propriété. Grâce à la production toujours très dynamique de logements locatifs (cf. [chapitre logements locatifs](#), p. 21 ss.), l'augmentation nette du parc reste à un niveau très élevé, avec quelque 47 500 unités d'habitat en plus.

Fig. 7: Augmentation nette et expansion du parc de logements en propriété

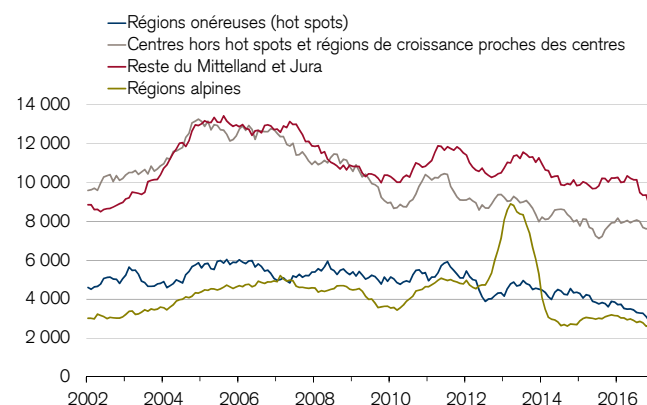
Augmentation nette en unités d'habitat; éch. de dr.: expansion en % du parc



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

Fig. 8: Permis de construire pour les logements en propriété

Par type de commune, nombre d'unités d'habitat, somme mobile sur 12 mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

Normalisation sur le front des logements en propriété

S'agissant des logements en propriété, le taux d'expansion de 4,3% mesuré en 2008 a reculé pour atteindre 2,1% cette année (fig. 7). Il convient toutefois de relativiser cette forte baisse, le parc de logements en propriété ne comportant en effet que quelque 450 000 unités en 2007. En termes absolus, le repli se révèle moins marqué, tout en demeurant sensible (diminution de 19 000 à 14 000 unités d'habitat, soit -29%). Au vu du niveau respectable l'expansion de 2,1%, il s'agit donc davantage d'une normalisation que d'un réel effondrement de la production de logements en propriété.

Les terrains constructibles pour maisons individuelles bien souvent trop chers

La construction de maisons individuelles s'inscrit également en repli, bien que nous tablions toujours sur une expansion de 0,5% en 2017 (fig. 7). L'augmentation annuelle se révèle inférieure à la croissance des nouveaux ménages depuis plusieurs années déjà. La maison individuelle perd donc de son importance. Cela ne signifie pas pour autant que la demande de tels biens ait disparu, dès lors que le recul s'explique principalement par le prix élevé des terrains constructibles. Dans de nombreuses régions, la réalisation de maisons individuelles se révèle tout simplement impossible, même lorsque les dispositions en matière de zonage les autorisent encore. Dans les zones rurales, la maison individuelle reste la référence grâce à un sol meilleur

marché. Dans le canton du Jura, sept biens en propriété sur dix ayant reçu un permis de construire sont des maisons individuelles.

Transformation de logements locatifs en appartements en propriété ...

L'importante production de logements locatifs constitue un facteur d'incertitude pour l'évolution future de l'offre de biens en propriété. Dans de nombreux cas, les maîtres d'ouvrage n'ont en effet pas encore décidé de l'affectation du projet, ou ont opté pour une utilisation mixte. Sur les presque 43 000 appartements en bâtiments plurifamiliaux autorisés en 2016, 13 000 dossiers ne précisent pas le type de logement. Nous pensons qu'environ 60% d'entre eux seront des appartements locatifs. Étant donné qu'une suroffre est en cours de formation sur le marché de la location (cf. chapitre logements locatifs, p. 21 ss.), certains investisseurs pourraient finalement décider de réaliser des logements en propriété. Et cette démarche ne se limite pas aux constructions neuves; elle concerne aussi des bâtiments arrivés sur le marché ces dernières années et rencontrant des problèmes de commercialisation.

... et vice versa

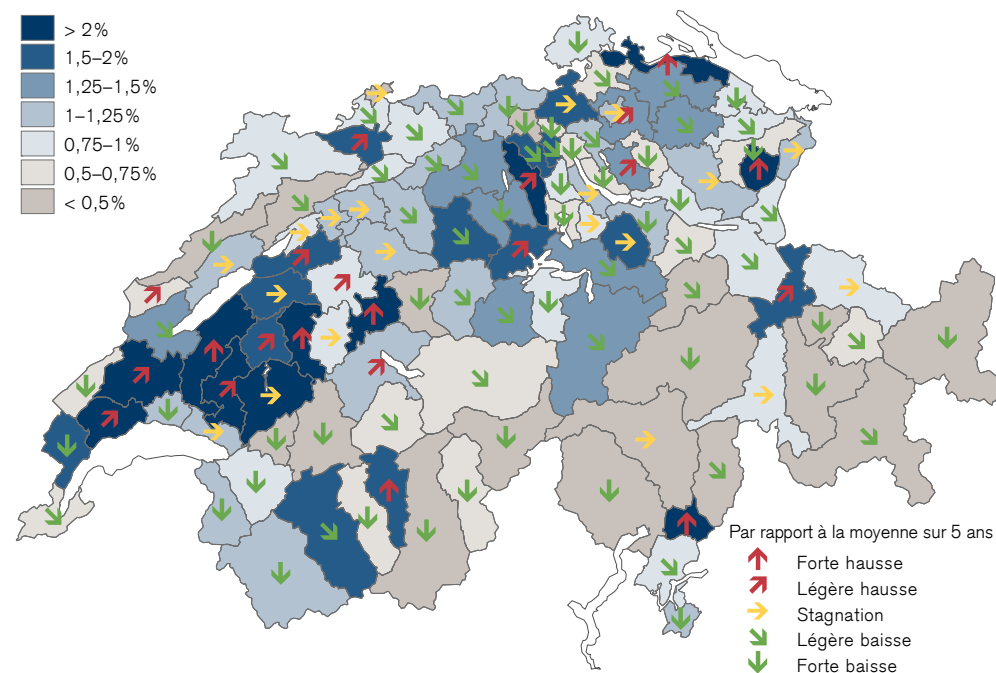
Dans le même temps, de nombreux logements en propriété sont acquis en tant que placement pour être immédiatement convertis en appartements locatifs par leur propriétaire. Selon des estimations, seuls 20% des financements actuels concernent toutefois de telles opérations «buy-to-let». L'expansion réelle du logement en propriété s'est, de ce fait, révélée moins vigoureuse ces dernières années. Le risque de ne pas trouver de locataire augmente cependant avec les taux de vacance des logements locatifs, raison pour laquelle ce genre d'opérations a tendance à diminuer.

Faible activité de construction de logements en propriété dans les centres

La décélération de l'activité de construction se manifeste surtout dans les centres, où les logements en propriété sont les plus onéreux (fig. 8). Le repli atteint plus de 31% sur les seuls 12 derniers mois et presque 58% depuis le sommet de 2006. La situation est différente dans les communes de pendulaires autour des centres: la baisse n'était que de 2,1% l'année dernière dans les communes suburbaines et de 3,3% dans les communes périurbaines. À l'exception des communes touristiques (-20,9%) le recul reste également limité dans les autres types de communes. Sur le plan régional, la construction de logements en propriété se concentre surtout dans les cantons de Vaud et Fribourg, en Suisse centrale, en Thurgovie ainsi qu'à l'ouest de Zurich – donc dans des secteurs où le niveau des prix reste relativement modéré (fig. 9). La demande s'est par conséquent écartée des régions onéreuses ces dernières années.

Fig. 9: Expansion attendue des logements en propriété

En % du parc de logements en propriété et par rapport à la moyenne sur 5 ans (flèches)



Source: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

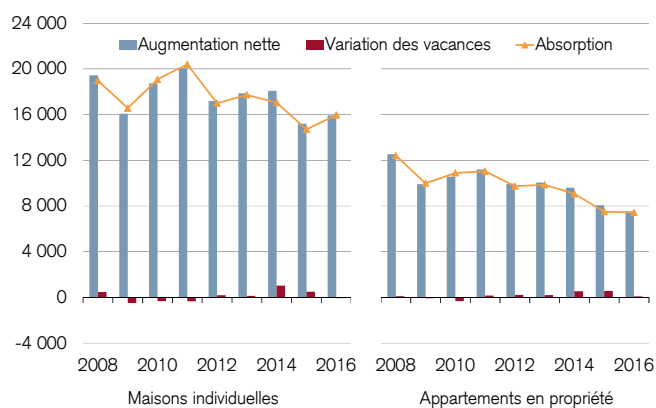
Résultat sur le marché: la commercialisation se complique

L'offre et la demande globalement en équilibre

Le marché du logement en propriété présente une situation à peu près équilibrée. Grâce à la rapidité de réaction des développeurs de projets face aux symptômes de la saturation et aux mesures de ralentissement réglementaires, le degré de l'offre a baissé presque dans les mêmes proportions que celui de la demande. Citons à titre d'exemple le taux d'absorption des logements en propriété et des maisons individuelles, qui correspondait pour ainsi dire à l'augmentation nette du nombre d'unités d'habitat ces dernières années (fig. 10). Les taux de vacance n'ont donc que marginalement augmenté récemment. Sur le front des appartements en propriété, les taux d'inoccupation ont même légèrement reculé en 2016 et s'inscrivent désormais à un modeste niveau de 0,83% (fig. 11). À 0,39%, les taux sont encore plus faibles pour les maisons individuelles. Contrairement au marché locatif, aucun signe de suroffre n'est décelable concernant les logements en propriété à usage propre. Au vu du nouveau tassement de l'activité de construction attendu cette année, l'équilibre actuel régnant entre l'offre et la demande va sans doute se maintenir et les taux de vacance ne devraient guère augmenter.

Fig. 10: Absorption des logements en propriété

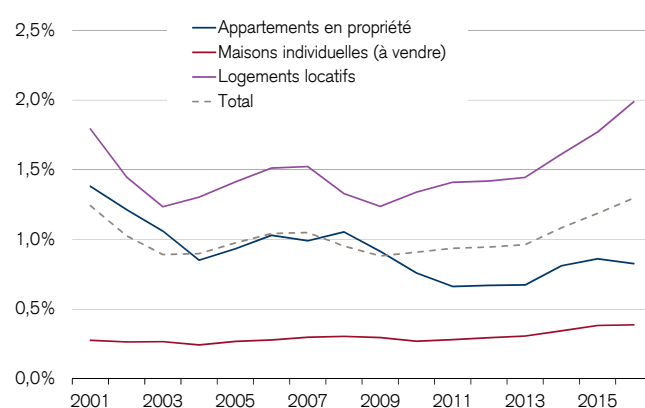
Augmentation nette, variation des vacances et absorption en nombre d'unités



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Fig. 11: Taux de vacance des logements en propriété

En % du parc respectif



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Taux de vacance plus élevés dans les destinations touristiques

Contrairement à l'évolution dans le reste du pays, les taux de vacance ont augmenté dans la plupart des régions onéreuses autour de la ville de Zurich, tout en se maintenant globalement à faible niveau (fig. 12). La situation est plus nuancée sur les berges du lac Léman, où les logements inoccupés sont parfois en repli alors que les prix s'inscrivent en baisse. Dans l'arrière-pays vaudois et le canton de Fribourg, les taux de vacance sont en revanche en hausse, bien que les niveaux actuels soient loin d'être problématiques. De fait, seules les régions touristiques, qui pâtissent toujours des conséquences de l'initiative sur les résidences secondaires et de la vigueur du franc, affichent un nombre notable de logements en propriété inoccupés. L'excès d'offre lié à ladite initiative et les incertitudes juridiques devraient cependant rester temporaires.

La position dominante des vendeurs en perte de vitesse

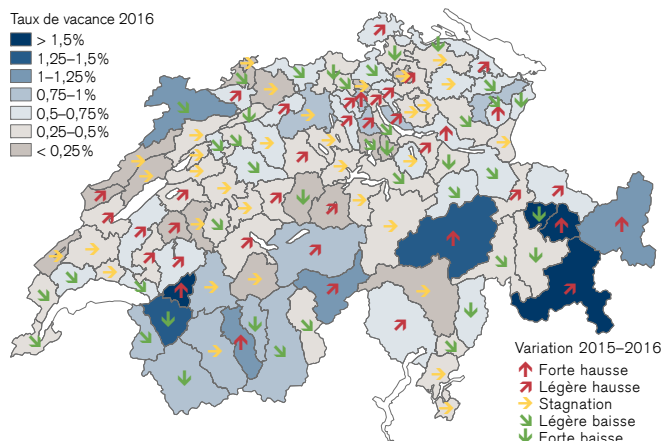
Une analyse détaillée des annonces publiées en ligne montre que l'évolution stable sur le segment de la propriété ne concerne pas l'ensemble des objets. Si le taux d'offre sur les biens existants a baissé de 3,7% à 3,4% pour les appartements en propriété et de 1,9% à 1,8% pour les maisons individuelles sur l'année, la durée d'annonce a sensiblement augmenté sur la même période (fig. 13). En moyenne, la durée d'annonce est ainsi passée de 84 à 121 jours pour un appartement en propriété et de 78 à 108 jours pour une maison individuelle. Étonnamment marquée à première vue, cette hausse démontre que la position dominante des vendeurs est en perte de vitesse.

Des attentes trop hautes en termes de prix de la part des vendeurs?

Pendant longtemps, il était usuel que les biens proposés par voie d'annonce se vendent plus chers que le prix initialement publié. Le durcissement de la réglementation ces dernières années et le niveau de prix atteint ont fait en sorte que certains groupes d'acheteurs ne sont plus en mesure de financer leur projet, et ont donc déserté le marché. De nombreux vendeurs n'ont pas encore appréhendé cette évolution et ont des prétentions trop élevées s'agissant des prix de vente. La conséquence: des biens invendables au prix annoncé et qui ne trouvent parfois preneur qu'après une correction baissière.

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

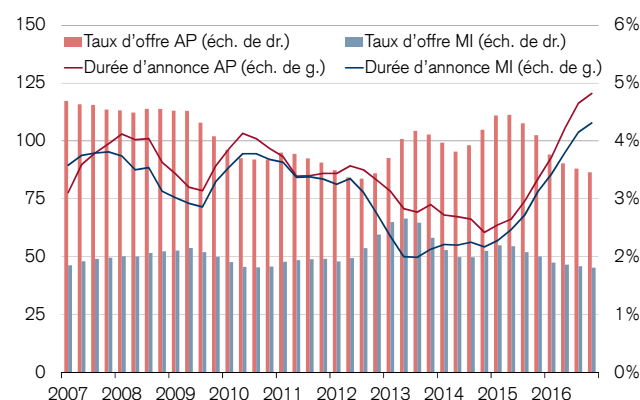
En % du parc de logements en propriété



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

Fig. 13: Taux d'offre et durée d'annonce

Objets existants, taux d'offre en % du parc respectif; durée d'annonce en jours



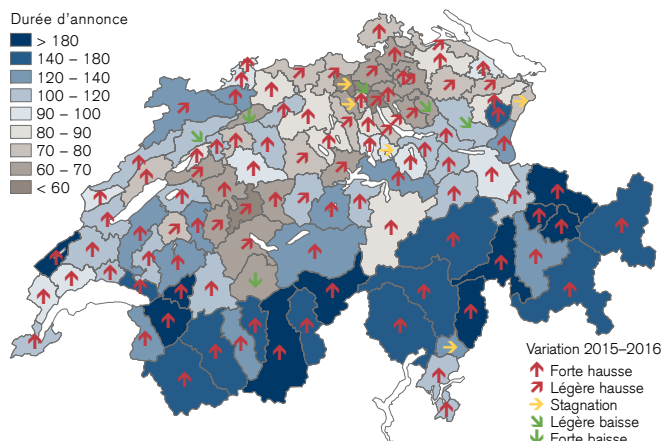
Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Plus d'efforts de commercialisation, surtout dans les régions onéreuses

L'augmentation de la durée d'annonce est un phénomène presque généralisé – tant sur le front des appartements en propriété que sur celui des maisons individuelles (fig. 14). Dans les régions onéreuses autour du Léman et des lacs de Zurich et de Zoug, la durée moyenne d'annonce des objets en propriété se révèle même supérieure à celle des régions alentour. Dans le secteur de Pfannenstiel, les annonces pour les logements en propriété restent en moyenne 86 jours en ligne, contre seulement 69 jours dans l'Unterland zurichois. Il devient donc de plus en plus compliqué de commercialiser des logements onéreux dans les régions à prix élevés. L'allongement des durées de commercialisation atteste en outre d'une situation difficile dans de nombreuses régions touristiques. Les annonces concernant les logements en propriété situés à Arosa restent ainsi en ligne 190 jours en moyenne.

Fig. 14: Durée d'annonce des logements en propriété

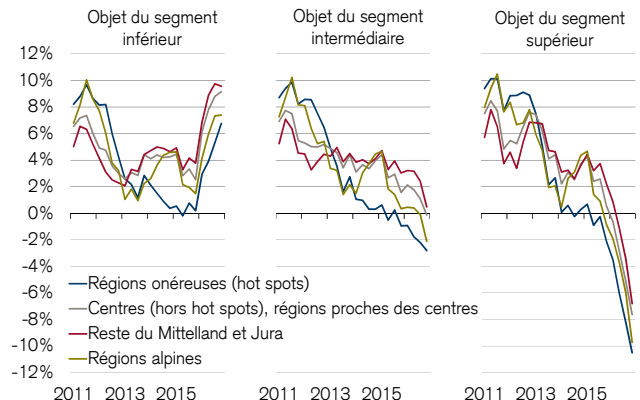
Objets existants, moyenne en jours



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

Fig. 15: Croissance des prix des logements en propriété

Taux de croissance annuels par standard de finition et agrégat géographique



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

La hausse des prix qui a duré 14 ans s'achève

Les longs délais d'insertion semblent déployer leurs effets. Au quatrième trimestre 2016, les prix des logements en propriété ont cessé d'augmenter, après 14 années de hausse. Ces derniers ont en effet baissé par rapport à l'année précédente, mais le recul reste limité à -0,8%. Ceci dit, les évolutions sont disparates, tant en termes de standards de finition que de régions. Si les prix ont nettement corrigé sur le segment supérieur, et en partie sur le segment intermédiaire, une forte hausse est observée sur le segment de base. Le déplacement de la demande vers les segments de prix inférieurs a entraîné, l'an dernier, une hausse des prix de 7 à 10% pour objets de ce segment. Sur ce segment, les régions onéreuses évoluent en outre à l'extrémité inférieure de la fourchette de croissance des prix, tandis que les régions périphériques du Mittelland et les

régions alpines se situent à l'extrémité supérieure (fig. 15). L'évolution est inverse sur le segment supérieur: les prix reculent ici de manière presque généralisée. Dans les régions onéreuses, les prix des biens de haut standing se sont repliés de plus de 10% rien que sur les quatre derniers trimestres.

Objets du segment inférieur en hausse, standing supérieur en baisse

Sur le segment intermédiaire, le tassement de la dynamique de renchérissement est en train d'entraîner, également, une baisse générale des prix. Les prix reculent nettement dans les régions onéreuses (-2,8%) et dans les régions de montagne (-2,1%). Dans les centres et les régions proches de ces derniers, le tableau est en revanche contrasté, ce qui se traduit au final par un recul des prix de 0,1%. Dans le reste du Mittelland et le Jura, la croissance des prix a de nouveau ralenti sensiblement, mais reste en territoire positif avec +0,5%. Les régions les plus concernées par le recul des prix sont la Suisse alémanique et l'espace alpin (fig. 16). Depuis le printemps 2013, les prix ont reculé de presque 12% dans le canton de Genève. On observe en outre de légères réductions des prix dans de grandes parties du canton de Zurich ainsi que dans certaines zones de Suisse orientale et centrale, ce qui contraste avec les hausses persistantes dans certaines zones périphériques. Ainsi, à Schaffhouse, les prix ont encore augmenté de 3,3% en 2016.

Une nouvelle baisse à prévoir pour 2017

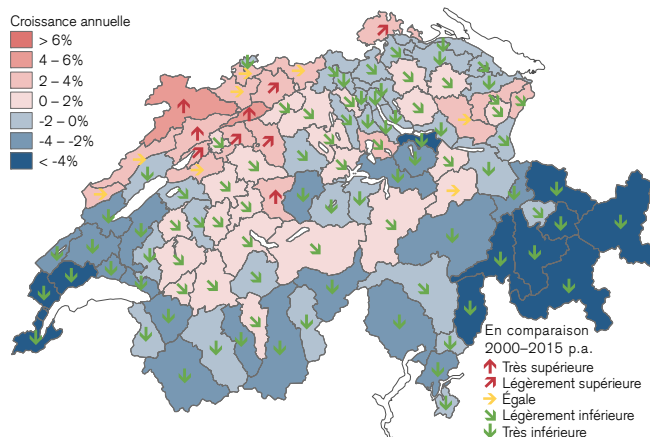
Les prix des logements en propriété devraient, en moyenne, encore baisser en 2017. Mais en raison de la décélération de l'activité de construction, du taux de vacance faible à modéré et de l'environnement de taux favorable, nous tablons plutôt sur un ralentissement et sur un recul moyen limité à 0,5%. Comme l'année passée, il faut s'attendre à des disparités importantes d'une région, et d'un segment à l'autre. Dans les régions onéreuses et sur le segment supérieur en général, les prix devraient continuer de reculer fortement en 2017. Mais sur le segment de base et en dehors des régions onéreuses, ainsi qu'en de nombreux endroits du segment intermédiaire, les prix pourraient à nouveau augmenter en 2017.

Des déséquilibres persistants malgré une hausse des prix arrivant à son terme

Le ralentissement de la croissance des prix semble mener le marché du logement en propriété vers un atterrissage en douceur – ce qui est salutaire pour sa stabilité. Ce n'est qu'ainsi que les déséquilibres apparus entre l'évolution des prix de l'immobilier et celle des revenus pourront être stabilisés, voire résorbés. À l'heure actuelle, le niveau des prix n'est plus durable dans 73 des 106 régions du pays. Dans ces régions, des replis plus marqués des prix – par exemple en cas de forte progression des taux d'intérêt – ne peuvent être exclus (fig. 17). La baisse des prix a néanmoins permis de réduire quelque peu les déséquilibres dans les régions onéreuses. En dehors de ces dernières, le rapport entre les prix de l'immobilier et les revenus s'est en revanche récemment dégradé, faisant ainsi planer des risques sur la stabilité des niveaux de prix actuels. En un an, quatre nouvelles régions ont d'ailleurs rejoint les rangs de celles où le niveau des prix n'est plus tenable à long terme. Tant que les taux hypothécaires resteront aussi bas, tout assouplissement réglementaire entraînerait une accélération de la croissance des prix et menacerait l'atterrissage en douceur que le marché du logement en propriété semble effectuer – ce qui ne peut être dans l'intérêt de ses acteurs.

Fig. 16: Croissance des prix des logements en propriété

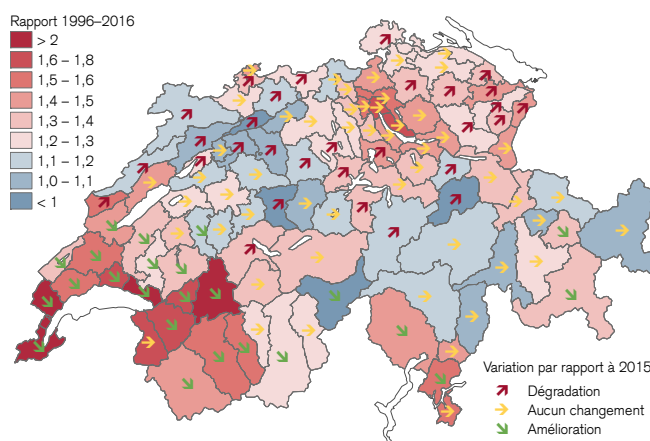
Croissance annuelle du prix des logements en propriété (segment intermédiaire), 4^e trimestre 2016



Source: Wüest Partner, Credit Suisse, Geostat

Fig. 17: Évolution régionale des prix de la propriété

Évolution des prix des logements en propriété par rapport à celle des revenus



Source: Credit Suisse, Geostat

Perspectives 2017 pour les logements en propriété

Si la hausse des prix qui durait depuis quatorze ans a pris fin, le segment de la propriété évolue sereinement et tire son épingle du jeu face à des marchés immobiliers suisses toujours plus déséquilibrés. En effet, à la différence des autres marchés, aucune offre excédentaire n'y est observable ou prévisible. Les promoteurs des logements en propriété ont rapidement compris que les prix élevés et le durcissement des règles de financement plomberaient la demande, voire la réorienteraient partiellement. En dépit d'une expansion discrète de l'offre, l'environnement de marché ne s'est pas simplifié, même pour les logements en propriété. Car si les intérêts hypothécaires demeurent très bas, un nombre croissant de ménages ne peut plus assumer le financement d'un logement en propriété en raison du durcissement des conditions financières. En conséquence, la demande se concentrera, cette année encore, de plus en plus sur des régions affichant des prix encore abordables, ainsi que sur le segment des prix bas et moyens. Si nous tablons dans ces régions sur des prix encore à la hausse, ceux des régions onéreuses et, en général, ceux du segment des prix élevés, devraient continuer à perdre du terrain – mais à un rythme moins soutenu. Globalement, étant donné le tassement du niveau des prix, le marché des logements en propriété continue de se diriger vers un atterrissage en douceur. L'alerte pourra définitivement être levée lorsque les prix seront revenus à un niveau durable, ce qui n'est pas encore le cas dans bien des régions.

Niveau des taux hypothécaires

Situation initiale: → **Perspectives:** →

Sur l'ensemble de 2017, les taux d'intérêt des hypothèques LIBOR se maintiendront à leurs planchers absolus. En revanche, l'évolution des taux d'intérêt des hypothèques à taux fixe restera très volatile, comme les années précédentes. Après une hausse fin 2016, nous attendons une évolution latérale pour 2017. Les taux d'intérêt des hypothèques à taux fixe resteront ainsi eux aussi à un niveau très bas.

Demande

Situation initiale: ↘ **Perspectives:** ↘

Grâce aux taux d'intérêt très bas, le rêve d'accéder à la propriété reste prégnant. Les exigences financières strictes dictées par le niveau élevé des prix et les mesures de réglementation constituent cependant un frein. De ce fait, la demande effective de logements en propriété devrait continuer de reculer.

Offre

Situation initiale: ↘ **Perspectives:** ↘

En 2017, le nombre de nouvelles constructions sur le marché des logements en propriété sera à son plus bas niveau depuis le début des mesures en 2001. Cette année, environ 14 000 logements en propriété et 7000 maisons individuelles devraient arriver sur le marché.

Surfaces vacantes

Situation initiale: → **Perspectives:** →

De par une activité de construction très morose sur le marché des logements en propriété, l'offre et la demande devraient plus ou moins s'équilibrer cette année encore. Ainsi, le nombre de surfaces vacantes de logements en propriété restera à un bas niveau. Dans les régions onéreuses, il faudra toujours compter sur des frais de commercialisation en hausse.

Prix

Situation initiale: ↘ **Perspectives:** →

En moyenne, le recul des prix devrait se poursuivre. Cependant, nous nous attendons à une accalmie pour 2017, et à une baisse des prix qui ne devrait pas excéder 0,5%. Les disparités entre les segments devraient rester fortes. Dans la plupart des régions onéreuses et, en général, sur le segment des prix élevés, les reculs des prix resteront la règle, même s'ils devraient être moins marqués. Dans les régions périphériques et abordables, la croissance des prix devrait se poursuivre, mais de façon moins soutenue.

Durabilité de l'évolution des prix

Situation initiale: → **Perspectives:** →

Bien qu'ils restent importants dans les régions onéreuses, les déséquilibres entre l'évolution des prix de l'immobilier et l'évolution des revenus tendent à s'estomper. Dans les régions périphériques, les déséquilibres sont encore gérables à l'heure actuelle mais devraient cependant continuer à s'amplifier dans certains endroits. Le principal risque pour le niveau des prix resterait une hausse brutale et inattendue des taux d'intérêt.

Complément: single living

Seul à la maison

Les ménages d'une personne représentent aujourd'hui la forme d'habitat la plus fréquente en Suisse, et cela n'est pas près de changer. Les motifs incitant à vivre seul sont multiples et il ne s'agit pas toujours d'un choix. En outre, il existe de grandes disparités s'agissant de la forme et des caractéristiques des logements de célibataire. La tendance à habiter seul a récemment entraîné l'émergence d'une offre de logements innovante: les micro-appartements, parfaitement adaptés à l'air du temps et aux besoins des personnes concernées.

Les ménages d'une personne sont les plus fréquents

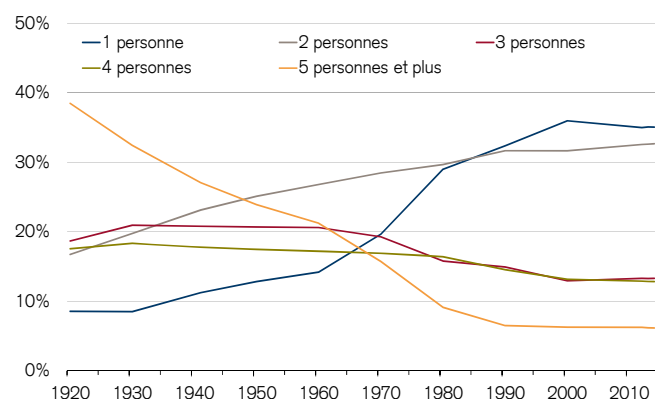
Avec une part de 35%, les ménages d'une personne sont aujourd'hui les plus représentés en Suisse, constituant ainsi un groupe de demande important sur le marché du logement. En chiffres absolus, plus de 1,25 mio. sur un total de plus de 3,5 mio. de ménages que compte le pays sont constitués d'une personne. La figure 18 montre l'évolution de ces dernières décennies. En 1960, les ménages d'une personne étaient encore la forme la plus rare avec 14%, avant de progresser sensiblement surtout pendant les années 1960 et 1970.

Stagnation temporaire des ménages d'une personne

Entre 2000 et 2012, le nombre de ménages d'une personne a de nouveau légèrement diminué et stagne depuis. Cela s'explique surtout du fait de l'évolution démographique.² L'espérance de vie des hommes se rapproche de celle des femmes, ce qui implique que davantage de couples partagent un ménage, même à un âge avancé. Les motifs économiques jouent également un rôle important. L'allongement de la durée de la formation et la forte hausse des loyers surtout dans les centres ont renforcé l'attractivité du mode de vie «Tanguy» auprès des jeunes. Cela dit, les loyers et les prix de l'immobilier élevés par temps de pénurie de logements peuvent l'emporter sur les avantages à vivre seul, également pour les personnes plus âgées – et ainsi freiner la progression des ménages d'une personne. Conclure à une inversion de la tendance paraît cependant prématuré. D'ici à 2030, la part de ménages d'une personne devrait ainsi atteindre 38%, car les baby-boomers arrivent à un âge où cette forme d'habitat augmente.

Fig. 18: Proportion des ménages privés par nombre de personnes

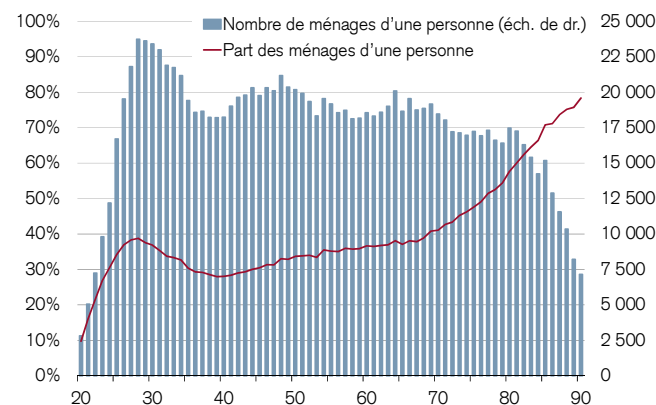
Évolution 1920–2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 19: Ménages d'une personne par tranche d'âge

Éch. de g.: proportion du total des ménages; éch. de dr.: nombre, 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Les seniors en surreprésentation

Cette mutation structurelle intervenue sur les dernières décennies a fortement modifié la demande de logements. S'agissant de leurs caractéristiques et besoins sur le marché du logement, les ménages d'une personne se révèlent loin d'être homogènes et forment des groupes différents. Plus de 41% des personnes vivant seules ont plus de 60 ans. Dans cette tranche d'âge, il s'agit cependant moins d'un choix que de la conséquence du décès du partenaire et du départ des enfants. La proportion de ménages d'une personne augmente d'ailleurs avec l'âge (fig. 19). Au sein des personnes âgées de 85 ans, elle atteint plus de 70%. Après le décès du

² Cf. «Einpersonenhaushalte verlieren etwas an Bedeutung», Office de la statistique du canton de Zurich, 2015

partenaire, la situation en matière de logement évolue étonnamment peu. Dans le cas d'un logement en propriété, nombreux sont ceux qui ne souhaitent pas abandonner des lieux devenus chers – la perte du partenaire suscitant déjà bien assez de bouleversements. Sur le front de la location, ce sont les considérations financières qui priment. Le droit du bail en vigueur fait en effet en sorte que le loyer du marché d'un logement plus petit se révèle bien souvent supérieur à celui de l'appartement actuel. C'est la raison pour laquelle un nombre supérieur à la moyenne de seniors vit dans de (trop) grands logements.

L'individualisation favorise le «single living»

Le deuxième groupe important de ménages d'une personne est formé par les jeunes adultes. Entre 20 et 28 ans, la proportion de personnes vivant seules du fait d'un engagement accru dans la vie professionnelle fait un bond de 10% à presque 39%. Pour les jeunes adultes, la vie n'est aujourd'hui plus une suite de phases temporaires – p. ex. entre le départ de chez les parents et la fondation d'une famille –, mais plutôt un choix délibéré dans une société où l'individualisation va croissant.

Les moteurs de l'augmentation du nombre de ménages d'une personne

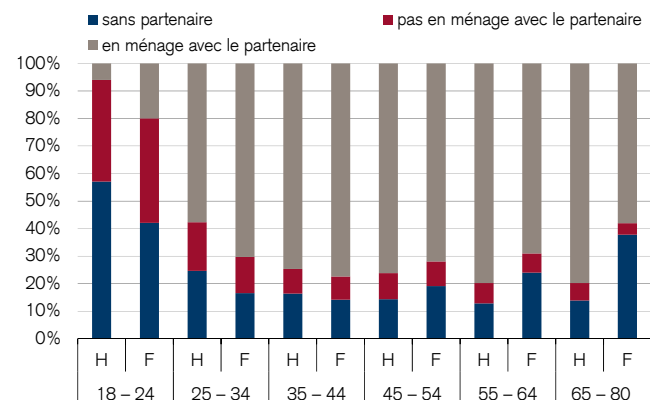
L'augmentation du nombre de ménages d'une personne chez les jeunes adultes est favorisée par plusieurs facteurs. Premièrement, la participation accrue des femmes à la vie professionnelle contribue à morceler les structures familiales traditionnelles et les ménages. Deuxièmement, la forte hausse du niveau de vie offre à une couche toujours plus étendue de la population la possibilité financière de vivre seul. Troisièmement, le nombre de personnes, surtout jeunes, appréciant une vie indépendante ne cesse de croître. Selon de récentes enquêtes réalisées par l'OFS, 25% des hommes âgés de 25 à 34 ans et 17% des femmes du même âge n'ont pas de partenaire. La (ré-)urbanisation facilite en outre les contacts entre personnes partageant les mêmes idées. Les formes de communication modernes, qui permettent d'entrer en contact avec autrui partout et à tout moment, jouent ici un rôle important. Le léger recul du nombre de ménages d'une personne enregistré ces dernières années s'explique donc moins par un désengagement pour les projets de vie individualistes que par des motifs démographiques et économiques.

«Living Apart Together» (LAT)

Mais la volonté de vivre seul n'est pas l'apanage des célibataires. Les jeunes adultes n'habitent ainsi bien souvent pas avec leur partenaire. 13% des femmes de 25 à 34 ans vivent seules, bien qu'ayant un partenaire (fig. 20). Chez les hommes du même âge, cette part est encore plus élevée (18%). La proportion de personnes en couple ne faisant pas ménage commun avec leur partenaire diminue avec l'âge. Cela dit, l'individualisation et la mobilité de la société laissent désormais aussi des traces dans les partenariats de personnes plus mûres. Près de 10% des personnes en couple âgées de plus de 35 ans ne vivent pas avec leur partenaire. Environ deux tiers des relations «Living Apart Together» (LAT – ou «Vivre ensemble, mais séparément») sont choisies délibérément et ne relèvent pas de facteurs externes (travail, relation à distance, etc.). Dans presque un cas sur deux, le motif principal invoqué est la préservation de la propre indépendance. Et environ la moitié des couples entretenant une relation LAT souhaite maintenir cette forme d'habitat séparé.

Fig. 20: Situation en matière de relation par tranche d'âge

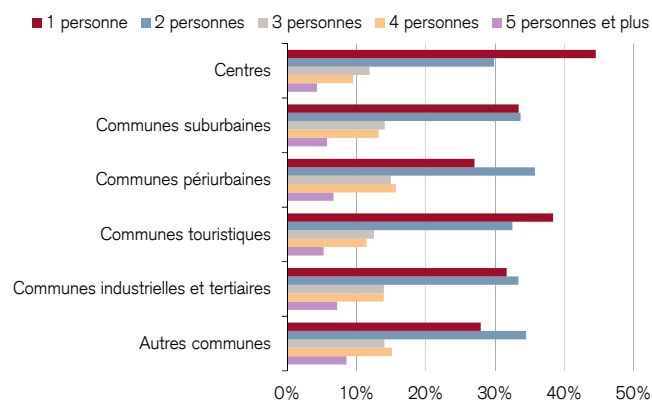
H = hommes; F = femmes, part en %, 2013



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 21: Catégories de ménage par type de commune

Part en %, 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Centres et communes touristiques particulièrement concernés

Les ménages d'une personne sont plus fréquents dans les centres, qui se prêtent très bien à un mode de vie individualisé. Grâce à la richesse de l'offre culturelle et de loisirs, les célibataires y rencontrent rapidement et simplement des personnes partageant les mêmes idées. En moyenne, ce type de ménage représente 45% du total dans les centres (fig. 21). La première place revient ici à la ville de Genève, avec presque 51%. Fait remarquable, la part des ménages d'une personne est également élevée dans les communes touristiques (38%). Parfois, comme à Saint-Moritz avec 51%, les personnes vivant seules y sont même plus nombreuses que dans la plupart des centres. Raison principale: les salariés du tourisme n'y séjournent bien souvent que pendant la (haute) saison et y habitent seuls dans de petits appartements. Leur véritable point d'attache (famille, amis ou partenaire) est ailleurs.

Les appartements de 3 pièces plébiscités par les moins de 60 ans

35% des personnes de moins de 60 ans vivant seules habitent des appartements de 3 pièces (fig. 22). Quelque peu surprenant de prime abord, ce chiffre s'explique par l'individualisation et la satisfaction des propres besoins en matière de logement. Comme déjà mentionné, la vie n'est plus une succession de brèves périodes transitoires, et ne doit donner lieu à aucun compromis. Outre une salle de séjour et une chambre, une troisième pièce est ainsi souvent demandée, p. ex. pour accueillir un bureau. Avec une proportion de 32%, ce sont les appartements de 2 pièces qui occupent la seconde place, suivis des logements de 1 puis 4 pièces (14% chacun). La part relativement importante des logements de 4 pièces se justifie en partie au moins par une période de vie seule non choisie, p. ex. en raison de la fin d'un partenariat. Mais ici encore, de nombreuses personnes vivant seules optent sans doute délibérément pour un logement aussi grand. Le fait que le nombre de personnes vivant seules dans des appartements de plus de deux pièces n'est pas encore plus élevé est principalement dû aux loyers onéreux dans notre pays. Dans la ville de Zurich, la part des ménages d'une personne occupant un appartement de plus de deux pièces n'est ainsi que de 39% (CH: 54%).

Une grande majorité des moins de 60 ans habite des logements locatifs

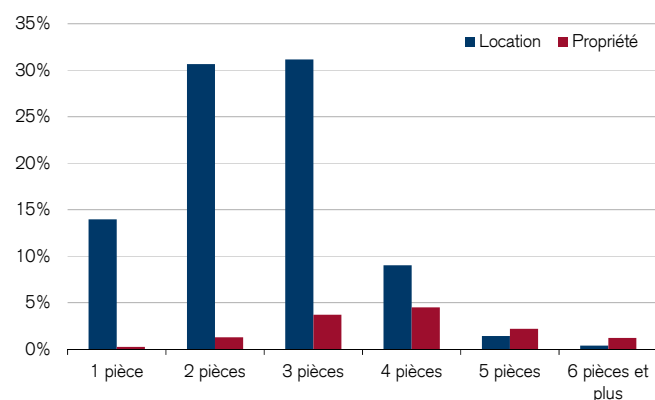
La majorité des moins de 60 ans habitant seuls vit dans des logements locatifs, ce qui n'est guère surprenant en soi (fig. 22). D'une part, les logements en propriété restent souvent inabordables, surtout dans les centres. D'autre part, accéder à la propriété entraverait précisément le besoin de flexibilité si cher aux jeunes générations. Ce sont plutôt les proportions dans lesquelles sont préférés les logements locatifs (87%) qui ont de quoi surprendre. Les couples LAT qui choisissent de vivre seuls et qui souhaitent conserver leur logement sont en revanche plus enclins à accéder à la propriété – sous réserve de disposer des moyens financiers requis.

Les personnes seules plus âgées vivent dans des appartements plus spacieux

La situation diffère légèrement s'agissant des ménages d'une personne à partir de 60 ans: ici encore, l'appartement de 3 pièces est le plus représenté avec 36% (fig. 23), mais 37% vivent dans des logements de quatre pièces et plus. Avec 36%, la part des logements en propriété est par ailleurs presque identique au taux national. Cela vient confirmer le phénomène décrit précédemment: le décès du partenaire entraîne souvent une vie seule non souhaitée, tandis que la situation en matière de logement n'évolue pas.

Fig. 22: Situation en matière de logement des ménages d'une personne, < 60 ans

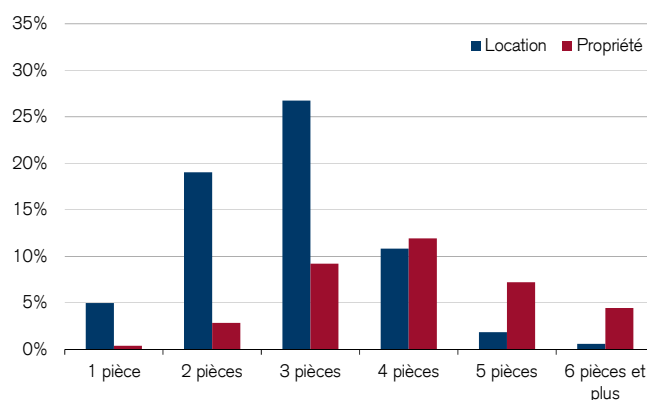
Part dans le total des ménages d'une personne, moins de 60 ans



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 23: Situation en matière de logement des ménages d'une personne, +60 ans

Part dans le total des ménages d'une personne, 60 ans et plus



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

La tendance aux micro-appartements

La multiplication des ménages d'une personne s'accompagne d'une résurgence des micro-appartements et autres petits logements, parfaitement adaptés aux besoins de leurs occupants vivant seuls. Les coûts du logement exorbitants dans les centres entraînent un déplacement de la demande vers les appartements plus petits. Les développements technologiques économisant l'espace (numérisation, économie participative) et l'offre croissante de services à domicile (nettoyage, restauration, etc.) ont contribué à améliorer l'acceptabilité des petites surfaces, qui correspondent d'ailleurs idéalement au nouveau mode de vie minimaliste. Pour les investisseurs, les micro-appartements constituent une forme d'habitat intéressante, car les revenus locatifs au mètre carré sont supérieurs à ceux de logements plus grands et les groupes cibles sont très diversifiés (étudiants, jeunes actifs, divorcés, pendulaires longue distance, semaineurs, etc.). Les investisseurs privés ont une prédilection pour de tels objets.

Encore balbutiants en Suisse ...

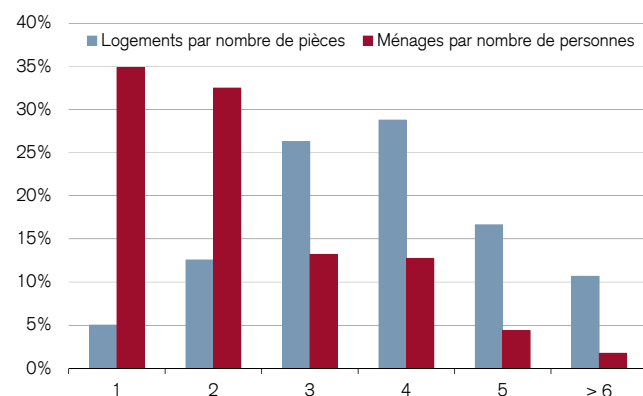
Pour l'heure, les micro-appartements restent assez rares en Suisse: 69% des appartements arrivés sur le marché depuis 2000 comportent quatre pièces ou plus, contre seulement 11% du parc total pour les logements d'une ou deux pièces. À l'étranger en revanche, certaines sociétés se spécialisent déjà sur le micro-habitat. Il s'agit ici généralement de projets internationaux dont les appartements affichent 20 à 30 m² de surface habitable – voire moins de 20 m². Malgré ces dimensions réduites, le locataire reçoit un logement entièrement équipé, avec salle de bains, coin cuisine, chambre et espace de vie. Cela requiert toutefois un aménagement fonctionnel, exploitant l'espace de manière optimale. Bien souvent, ces objets sont entièrement ou partiellement meublés. Des services complémentaires, comme le nettoyage régulier, sont en outre proposés.

... mais l'offre commence à évoluer

Une inversion de la tendance semble désormais en marche en Suisse également. Alors que le nombre de petits logements construits au début du millénaire était minime – seulement 922 en cinq ans (fig. 25) –, quelque 2649 unités d'habitat de moins de 30 m² ont été réalisées ces cinq dernières années, même si la plupart d'entre elles ne sont pas des micro-appartements du nouveau type avec prestations de services. Et cette forme d'habitat affiche un important potentiel de demande, comme le démontre la figure 24. Les ménages d'une personne représentent 35% du total des ménages, tandis que la part dans le total de l'offre des logements de une à deux pièces, particulièrement adaptés pour ce groupe cible, ne s'établit qu'à 18%. Et cela s'applique également aux ménages de deux personnes. En termes absolus, environ 2,4 mio. de petits ménages (une ou deux personnes) ont accès à seulement 1,6 mio. de logements de une à trois pièces. L'habitat prédominant ne fournit donc pas de solutions à la multiplication des petits ménages, offrant ainsi une marge de manœuvre intéressante pour créer une offre plus adéquate.

Fig. 24: Comparaison taille du ménage/du logement

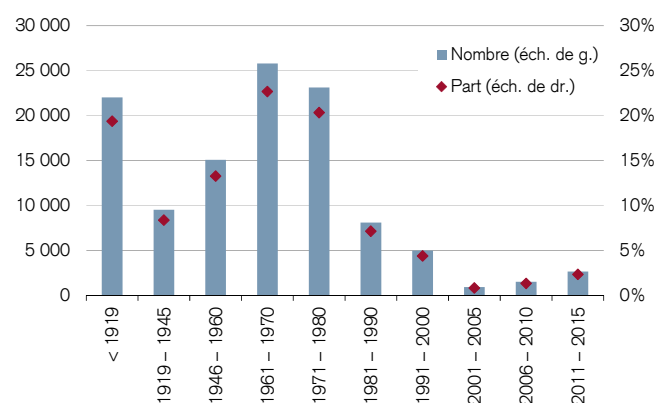
Logements par nombre de pièces, ménages par nombre de personnes



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 25: Micro-appartements réalisés par périodes

Micro-appartement = logements < 30 m²



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Les micro-appartements en tant que solution à la pénurie d'espace dans les centres

Le succès des micro-appartements repose sur une localisation centrale et une bonne accessibilité par les transports publics. En Suisse, dans des villes comme Zurich et Genève, où les logements sont onéreux et rares même en comparaison nationale, le potentiel de commercialisation de ces micro-appartements est élevé. En optimisant l'espace et en fournissant un logement complet sur une surface réduite, les micro-appartements contribuent à résoudre le problème du manque de place dans les centres. Ils sont donc susceptibles de se multiplier. Ce type de loge-

ments reste toutefois controversé. Grâce à leur faible superficie, leurs loyers sont comparativement faibles en termes absolus. En raison de leur mode de construction, de leur équipement et des nombreuses installations par rapport à la surface habitable, ils se révèlent cependant plus onéreux au mètre carré que les logements classiques. Pour leurs détracteurs, un séjour prolongé dans un micro-appartement peut en outre entraîner une forme de stress liée à l'exiguïté. Dans les concepts réussis, l'espace privé limité se voit de ce fait complété par des espaces communs, comme des terrasses sur toit avec coin barbecue, des cuisines partagées, des salles de jeux ou encore des buanderies «tendance», autant de lieux favorisant les échanges.

L'habitat multilocal favorise également les petits logements

L'importance des petits logements augmente avec la tendance à l'habitat multilocal. Selon une étude de l'EPFZ, 28% des Suisses ont aujourd'hui un mode d'habitat multilocal,³ c.-à-d. qu'ils disposent d'au moins deux logements. Avec 68%, les «loisirs» restent le principal motif d'un tel choix. Les ménages disposent alors bien souvent d'un appartement de vacances. La vie commune avec le partenaire dans plusieurs logements (53%) et des motifs liés au travail/à la formation (24%) incitent également un nombre considérable de personnes à adopter un habitat multilocal. Il n'est aujourd'hui plus rare de rencontrer des personnes vivant dans un petit appartement à Zurich pendant la semaine pour des raisons professionnelles et passant leurs week-ends à Bâle, où elles ont grandi et où demeurent leurs familles, amis et partenaires.

L'alternative des logements de type «cluster»

Certains ménages d'une personne ont cependant des besoins différents. L'appartement doit certes être doté d'une salle de bains et d'un coin cuisine, mais la vie sociale joue aussi un rôle important. Les logements de type «cluster» offrent ici une alternative passionnante. Dans ce concept, plusieurs petits logements équipés d'une salle de bains et d'un coin cuisine se groupent autour d'espaces semi-publics – cuisine spacieuse, salon, pièce de loisirs ou encore terrasse sur toit. Et les différents clusters ne doivent pas forcément se limiter aux besoins des ménages d'une personne. La combinaison des clusters et des pièces communes favorise non seulement la communication et les interactions entre les «colocataires», mais peut également se révéler intéressante du point de vue financier. Un ménage d'une personne peut ainsi p. ex. utiliser 35 m² d'espace habitable pour ses propres besoins, payer un loyer pour 50 m² et au final profiter d'une superficie totale de 95 m². Les appartements de type «cluster» sont une alternative intéressante, surtout dans les villes où l'espace habitable est cher et le nombre de ménages d'une personne est élevé.

Les micro-appartements et logements de type «cluster» restent des produits de niche

Si les formes d'habitat novatrices comme les micro-appartements et les logements de type «cluster» étendent le champ des possibilités pour les ménages d'une personne, elles restent des produits de niche, fonctionnant sur quelques sites bien déterminés, aux rangs desquels les centres onéreux et affichant de faibles taux de vacance. Les investisseurs doivent donc évaluer en détail l'adéquation de tels objets. Lors de la planification de nouveaux espaces habitables pour les ménages d'une personne, il convient en outre de considérer le segment de loyers. En se fondant exclusivement sur les revenus, 43% de ces ménages pourraient se permettre un loyer mensuel net de 2000 CHF.⁴ Cela dit, la plupart d'entre eux n'est sans doute pas disposée à consacrer un tiers de ses revenus au logement. Pour de nombreux locataires, la limite se révèle certainement plus proche de 20% à 25% du revenu. Dans les faits, seuls 4% des ménages d'une personne paient aujourd'hui effectivement 2000 CHF ou plus de loyer mensuel. Le niveau actuel des loyers est principalement marqué par les objets plus anciens, et ne peut donc pas être utilisé comme indice de référence pour les loyers des constructions neuves. Dans les centres en particulier, avec leur offre de prestations diversifiées et taillées sur mesure pour les besoins des ménages d'une personne, la volonté de payer davantage au mètre carré est plus développée en raison du niveau des prix. C'est notamment le cas pour les nouvelles formes d'habitat comme les micro-appartements et les logements de type «cluster», qui grâce à une utilisation optimisée de l'espace rendent les centres abordables pour les budgets moyens, tout en constituant une niche intéressante pour les investisseurs.

³ «Multilokales Wohnen in der Schweiz», Schäd et al., ETH Wohnforum – ETH CASE, 2015

⁴ Hypothèse: le loyer ne peut pas dépasser un tiers du revenu brut.

Logements locatifs

Tout droit vers un ralentissement

Après des années passées à se concentrer sur le marché du logement en propriété, l'attention des spécialistes et des médias se porte de plus en plus sur le segment locatif. Régnant sans partage depuis plus de deux ans, l'environnement des taux négatifs et la pénurie de placements qu'il a engendrée ont entraîné une ruée sur les immeubles de rendement. Cet engouement – surtout des investisseurs institutionnels – s'est traduit par un boom de la construction. Simultanément, l'immigration et donc la demande en logements locatifs se sont inscrites en net repli. Si les risques sur le marché augmentent, les locataires devraient pouvoir trouver plus facilement à se loger et se réjouir plus souvent de loyers en baisse.

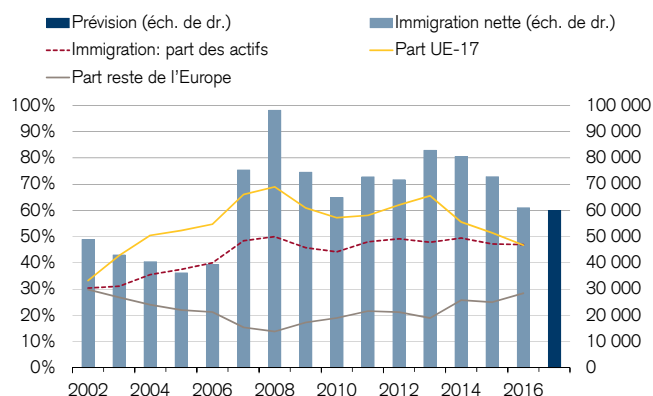
Demande en net recul

Immigration à son plus bas niveau depuis l'introduction de la libre circulation des personnes

Le recul persistant de l'immigration pèse sur la demande en logements locatifs. Avec une immigration nette d'environ 61 000 personnes, la tendance a été à la baisse pour la troisième année consécutive en 2016. L'immigration a de fait atteint son plus bas niveau depuis l'introduction de la libre circulation des personnes en provenance de l'UE-17 en 2007 (fig. 26). Le ralentissement est d'ailleurs principalement imputable à ces pays. Si leurs ressortissants représentaient encore 65% de l'immigration nette en 2013, cette proportion n'a cessé de diminuer et n'était plus que de 47% en 2016. Et presque tous les pays de l'UE-17 sont concernés, y compris la France, l'Italie et les 8 pays d'Europe de l'Est, où l'immigration est restée vigoureuse jusqu'en 2015 pour ensuite s'essouffler sensiblement. Les causes de ce repli se situent aussi bien en Suisse que dans les pays d'origine (fig. 27). En Suisse, le choc du franc de 2015 a entraîné un creux conjoncturel (croissance du PIB en 2015: +0,8%) qui, avec un léger décalage, s'est répercuté sous la forme d'une croissance zéro de l'emploi. Dans le même temps, les chiffres du chômage ont continué à diminuer dans l'UE.

Fig. 26: Immigration nette

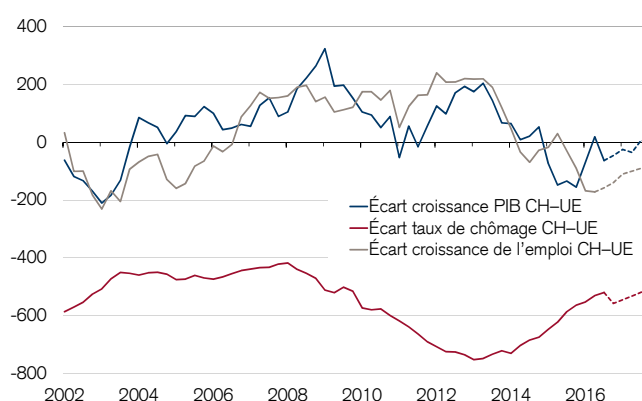
Éch. de dr.: immigration nette de la population résidente permanente (sans correction des registres, y compris émigration nette de citoyens suisses)



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

Fig. 27: Comparaison de l'évolution conjoncturelle de la Suisse et de l'UE

Écart en points de base (>0: niveau de l'indicateur en Suisse supérieur à l'UE)



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

2017: ralentissement du repli de l'immigration

En 2017, nous tablons sur un sensible ralentissement du repli de l'immigration et sur des chiffres seulement marginalement plus faibles qu'en 2016. La conjoncture nationale s'est en effet accélérée (prévision du PIB pour 2017: +1,5%) et l'emploi devrait lui aussi s'inscrire en légère hausse (+0,5%). En outre, nous anticipons une nouvelle diminution du chômage dans l'UE (4^e trimestre 2016: 8,9%), bien qu'à un rythme un peu moins soutenu. Outre les facteurs conjoncturels, quelques éléments d'ordre réglementaire parlent également en défaveur d'un repli marqué et durable de l'immigration: depuis le 1^{er} juin 2016, la libre circulation des personnes

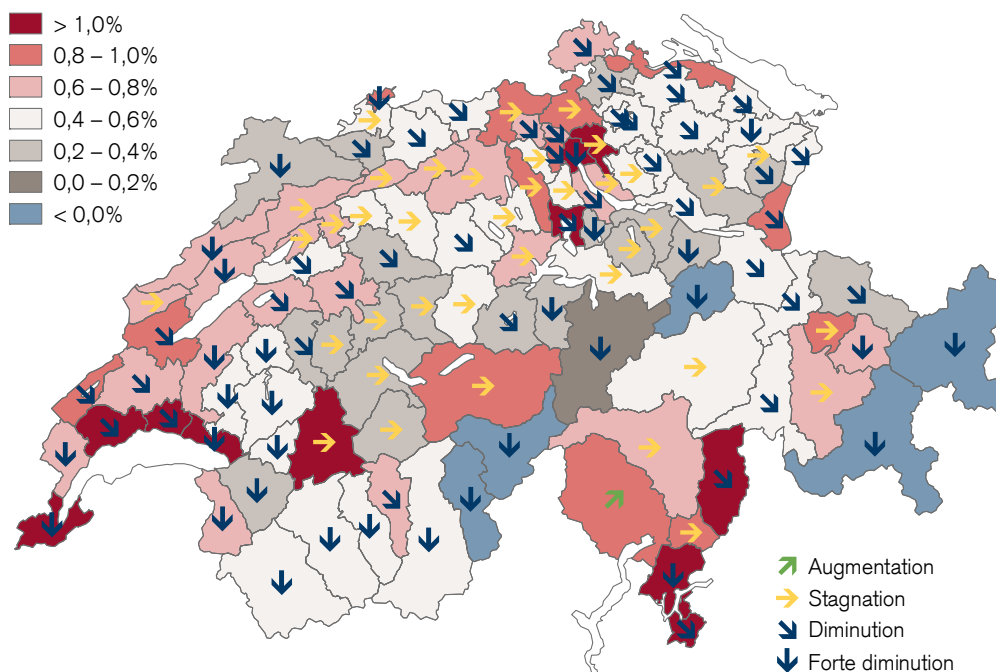
s'applique en effet aussi à la Roumanie et la Bulgarie. Cet état de fait s'est déjà traduit par une forte augmentation de l'immigration nette en provenance de ces deux pays (de 1700 personnes en 2015 à 3300 en 2016). L'extension de la libre circulation à la Croatie au 1^{er} janvier 2017 ne montrera en revanche guère d'effet dans un premier temps, puisque le pays reste soumis à un contingentement et à une priorité accordée à la main-d'œuvre indigène jusqu'en 2023. Parmi les facteurs qui devraient soutenir l'immigration en 2017 figurent l'accroissement de 1000 personnes des contingents des pays tiers et le nombre toujours élevé de procédures de demandes d'asile en cours (voir ci-après). Dans l'ensemble, nous anticipons une immigration nette d'environ 60 000 personnes en 2017.

Repli de l'immigration dans toutes les régions, mais dans des proportions variables

L'analyse de l'immigration nette à l'échelle régionale en 2016 montre que, à l'exception de cinq régions de montagne, les soldes migratoires restent positifs dans toutes les régions économiques (fig. 28). En comparaison avec la moyenne des années 2011 à 2015, la progression de l'immigration nette n'a cependant été notable que dans une des 110 régions économiques du pays en 2016 (Locarno). Dans 38 régions, la hausse était conforme à la moyenne historique, tandis que le solde migratoire était négatif dans 40 régions et même très négatif dans 31. Certaines tendances régionales sont ici discernables. L'immigration s'est ainsi notamment inscrite en baisse dans les régions francophones du pays. La tendance au repli est également marquée en Suisse orientale et dans les régions situées à l'ouest de la ville de Zurich. Toutes les régions des grands centres ont enregistré une diminution (Lausanne, Berne), voire une forte baisse (Zurich, Bâle-Ville, Genève). Dans une grande partie du nord-ouest du Mittelland (cantons d'Argovie, de Bâle-Campagne, Soleure et Berne), l'immigration est en revanche restée stable en 2016.

Fig. 28: Immigration nette de la population résidente étrangère 2016

En % de la population résidente permanente 2015; flèches: tendance par rapport à la moyenne 2011–2015



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

Fort repli là où vivent de nombreux Portugais, Espagnols et Allemands ...

Une partie des tendances régionales en matière d'immigration s'explique de par les origines des immigrants. En chiffres absolus, ce sont les immigrants en provenance du Portugal qui ont enregistré la plus forte baisse en 2016 par rapport à la période 2011–2015 (–8400 personnes). Les Portugais s'installant de préférence en Suisse romande – plus de la moitié de la population résidente portugaise habite l'un des cinq cantons de Genève, de Vaud, du Valais, de Neuchâtel et du Jura –, la diminution y est particulièrement sensible. À cela vient s'ajouter le net repli des immigrants originaires d'Espagne (–2200) et de France (–300). L'immigration des ressortissants allemands accuse elle aussi un tassement (–4100), particulièrement perceptible dans les cantons de Thurgovie, Schaffhouse, Bâle-Ville et certaines parties du canton de Zurich et de Suisse centrale. Dans ces zones, la part des ressortissants allemands dans le total de la population

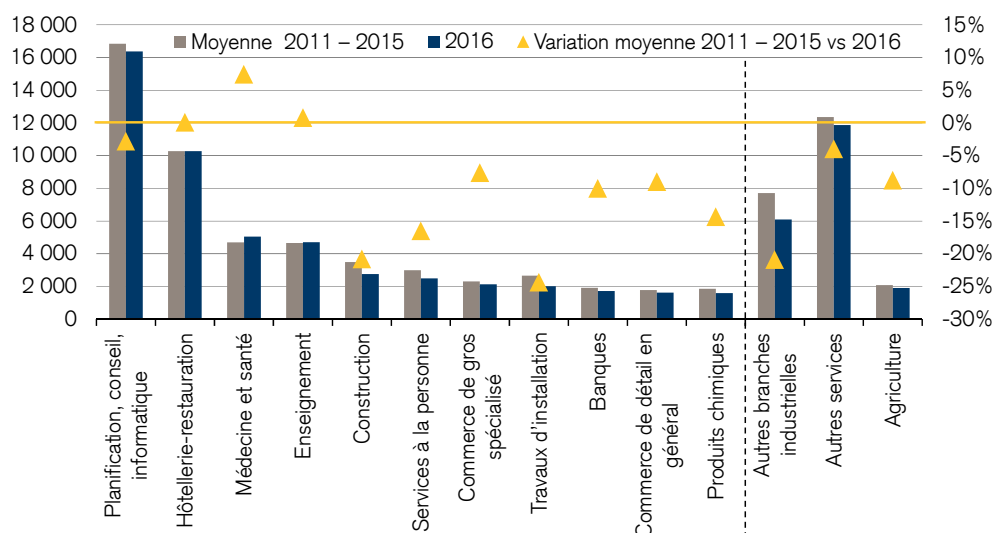
résidente étrangère peut atteindre 33%. Seules deux des cinq régions du Tessin connaissent un recul de l'immigration, ce qui s'explique par le nombre toujours relativement important d'Italiens s'y installant. Cela dit, le point culminant semble ici aussi dépassé.

... et où la conjoncture sectorielle est en difficulté

L'évolution disparate de la conjoncture dans certaines branches joue également un rôle dans l'immigration. Mis à part les secteurs de l'hôtellerie-restauration, de la santé et de l'enseignement, toutes les branches qui emploient traditionnellement de nombreux immigrants en ont ainsi moins embauché en 2016 qu'en moyenne sur la période 2011–2015 (fig. 29). Avec jusqu'à –24%, le repli a été particulièrement marqué dans la construction, les travaux d'installation, les services à la personne et les autres branches industrielles. Cette évolution reflète dans l'ensemble celle observée l'année précédente dans ces branches. Le recul de l'emploi dans la construction – dû entre autres à l'arrêt des constructions de résidences secondaires – a sans doute également pesé sur l'immigration, notamment des ressortissants portugais et espagnols. Pour 2017, nous ne tablons que sur un léger tassement de l'emploi dans la construction (prévision 2017: –0,5%), tandis que l'hémorragie devrait se poursuivre par exemple dans l'hôtellerie-restauration, aux prises avec des faiblesses structurelles et souffrant de la vigueur du franc (prévision 2017: –1,0%). Les régions touristiques doivent par conséquent s'attendre à une évolution toujours négative de l'immigration.

Fig. 29: Immigrants actifs par branche professionnelle

2016 et moyenne 2011–2015: nombre d'immigrants actifs (éch. de g.); éch. de dr.: variation en %



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

La vague de réfugiés compense partiellement la baisse de l'immigration, mais avec un certain décalage

La Suisse ne figurait pas parmi les points chauds de la crise européenne des migrants de 2015, ce qui n'a pas empêché une sensible augmentation des demandes d'asile dans notre pays (2015: 39 500). Dans le courant de l'année 2016, la situation s'est désamorcée, entre autres en raison de la fermeture de la «route des Balkans», et le nombre de demandeurs d'asile a diminué à un niveau de 27 000 personnes. Le volume de demandes en cours d'évaluation reste cependant très élevé (fig. 30). En dépit d'un taux d'acceptation en baisse, le nombre de demandes d'asile accordées pourrait donc continuer à augmenter en 2017, tout comme celui des personnes accueillies provisoirement. Celles-ci n'apparaissent pas dans les statistiques utilisées pour l'analyse figurant ci-dessus, mais demeurent bien souvent assez longtemps en Suisse pour influencer sur la demande de logements.

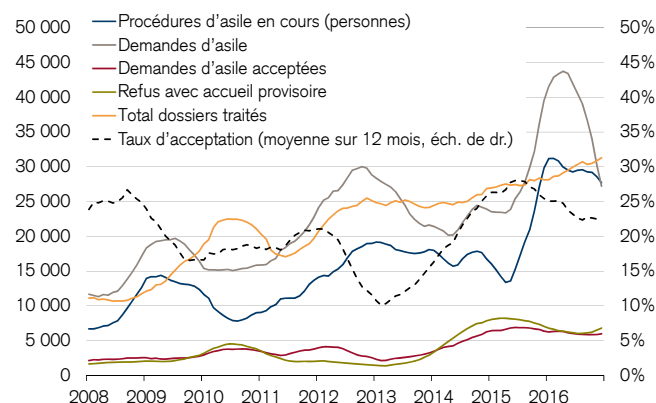
L'initiative contre l'immigration de masse sans effet modérateur

Près de trois ans après l'acceptation de l'initiative contre l'immigration de masse, sa mise en œuvre a été ratifiée par le Parlement le 16 décembre 2016. Afin de ne pas mettre en péril les accords bilatéraux avec l'UE, la loi d'exécution ne prévoit ni contingents, ni clause de sauvegarde, ni application rigoureuse de la priorité à la main-d'œuvre indigène. En revanche, les entreprises des branches avec un taux de chômage supérieur à la moyenne sont tenues de déclarer les postes vacants auprès des agences de placement publiques et de recevoir les candidats qui y sont enregistrés en vue d'un entretien. Dans l'environnement de chômage modéré actuel, cette modification législative est toutefois peu susceptible de faire reculer l'immigration. Or, cette

thématique reste dans le collimateur politique. Même si l'Union démocratique du centre y a renoncé, un référendum sur la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse pourrait encore voir le jour. Même constat concernant une initiative qui aurait pour objectif la suppression de la libre circulation des personnes avec l'UE. L'initiative «Sortons de l'impasse!» visant à annuler purement et simplement l'initiative contre l'immigration de masse est en outre en suspens. Elle devrait être soumise à la votation vers la fin 2017 ou en début 2018, avec une contre-proposition du Conseil fédéral.

Fig. 30: Évolution de l'asile en Suisse

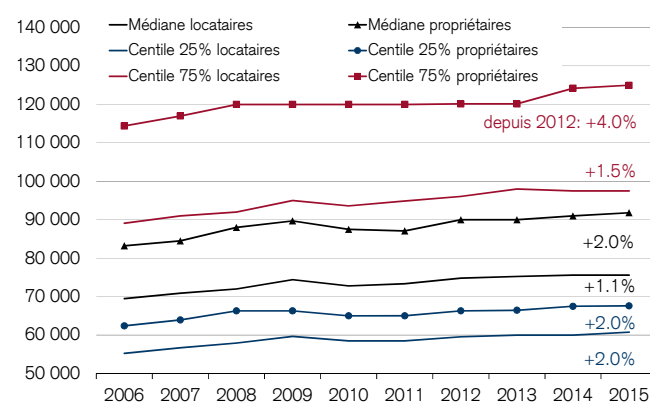
Sommes sur 12 mois, procédures d'asile en cours à la fin du mois



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

Fig. 31: Revenu brut par forme d'habitat

Actifs avec un taux d'activité minimum de 80%, centiles du revenu brut



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Déplacement du pouvoir d'achat de la location vers le marché du logement en propriété

Le repli de la demande de logements locatifs liée à l'immigration, critère quantitatif, vient s'ajouter à un autre problème qui pèse sur le marché locatif depuis un certain temps déjà: l'évolution qualitative. La demande est de plus en plus dominée par les couches de la population disposant d'un modeste pouvoir d'achat – d'une part parce que le pouvoir d'achat des immigrants est en baisse (évolution des pays d'origine) (cf. chapitre sur les placements immobiliers directs, p. 69 ss.) et, d'autre part, parce que les taux hypothécaires planchers de ces dernières années ont incité de nombreux locataires à accéder à la propriété. Selon nos estimations, la part de logements en propriété au sein des résidences principales atteint désormais 39,1% (2000: 34,6%). La comparaison de l'évolution du revenu brut des locataires et des propriétaires (fig. 31) montre que le revenu des propriétaires a davantage augmenté au cours de ces dernières années marquées par les taux planchers (depuis 2012) que celui des locataires, notamment pour les classes de revenus élevés. Tant que la phase de taux plancher se maintiendra, le nombre de locataires à fort pouvoir d'achat accédant à la propriété ne cessera de croître. Ce phénomène pèse sur la demande de logements locatifs des segments de prix moyens et supérieurs, d'autant plus que le nombre d'immigrants à fort pouvoir d'achat diminue.

Offre: les taux planchers retardent l'adaptation à la demande

2017: aucun tassement de la construction de logements locatifs en vue

En dépit d'une demande en berne, quelque 24 000 logements locatifs sont arrivés sur le marché en 2016 (fig. 32), soit une progression de plus de 1% du parc total. Un volume record de demandes de permis de construire a par ailleurs été déposé (plus de 31 000 unités d'habitation). En 2017, nous tablons par conséquent sur une augmentation nette de plus de 26 000 logements locatifs. Cette hausse devrait surtout concerner les communes suburbaines et périurbaines autour des grands centres. Au 2^e semestre 2016, le nombre de projets en cours a certes légèrement diminué à niveau très élevé, mais les carnets de commandes bien remplis des entreprises du bâtiment et la planification toujours dynamique vont sans doute faire en sorte que l'activité de construction restera importante même au-delà de 2017.

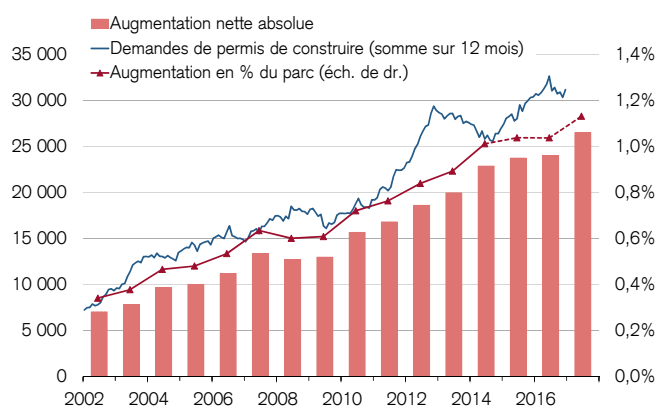
Les agglomérations de plus en plus en ligne de mire

En 2017, l'expansion devrait surtout s'accélérer dans les communes suburbaines et périurbaines autour des grands centres – c'est-à-dire dans les agglomérations (fig. 33). Après une brève accalmie, c'est la Suisse romande qui devrait de nouveau focaliser l'attention des maîtres

d'ouvrage. Nous attendons la plus forte augmentation par rapport au parc locatif existant dans des régions à l'écart des centres, comme le Gros-de-Vaud, ainsi que les régions de Glâne-Veveyse et de Sense. Dans le Valais, ce sont notamment les régions de Loèche et Sierre qui devraient progresser, tandis que le nombre de projets planifiés est en léger recul en rythme annuel dans la région de Martigny. L'expansion reste relativement modeste dans les cantons du Jura et de Neuchâtel. En Suisse alémanique, nous attendons la plus forte progression dans la grande agglomération de Zurich, tandis que l'évolution devrait rester stable dans la ville même et dans les secteurs autour du lac. La construction de logements locatifs va sans doute se ralentir légèrement en Argovie – à l'exception des régions d'Aarau et du Freiamt. Dans le Mittelland occidental, l'accent se déplace vers Soleure, tandis que le canton de Berne marque généralement le pas. La situation se révèle hétérogène en Suisse orientale, où nous anticipons une accélération de l'activité de construction dans tout le Rheintal, à Mittelbünden et Domleschg.

Fig. 32: Augmentation nette et demandes de permis de construire des logements locatifs

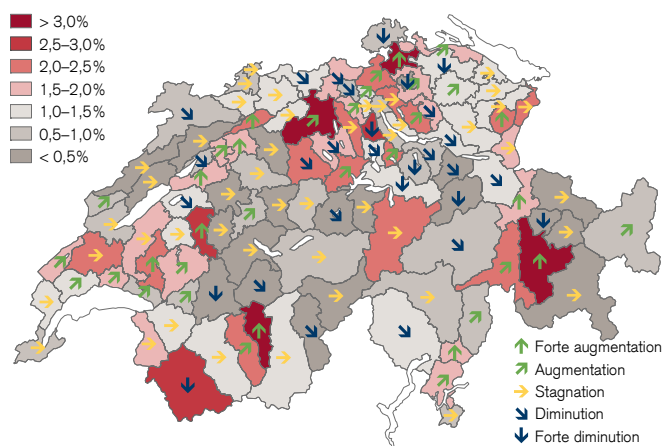
Augmentation nette et demandes de permis de construire en unités d'habitat (éch. de g.); augmentation nette en % du parc locatif (éch. de dr.); 2015–2017: estimation



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

Fig. 33: Expansion attendue du parc de logements locatifs en 2017

Expansion attendue en % du parc locatif; flèches: tendances par rapport à l'année dernière



Source: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

Activité de planification au plus haut dans de nombreuses régions malgré des taux de vacance élevés

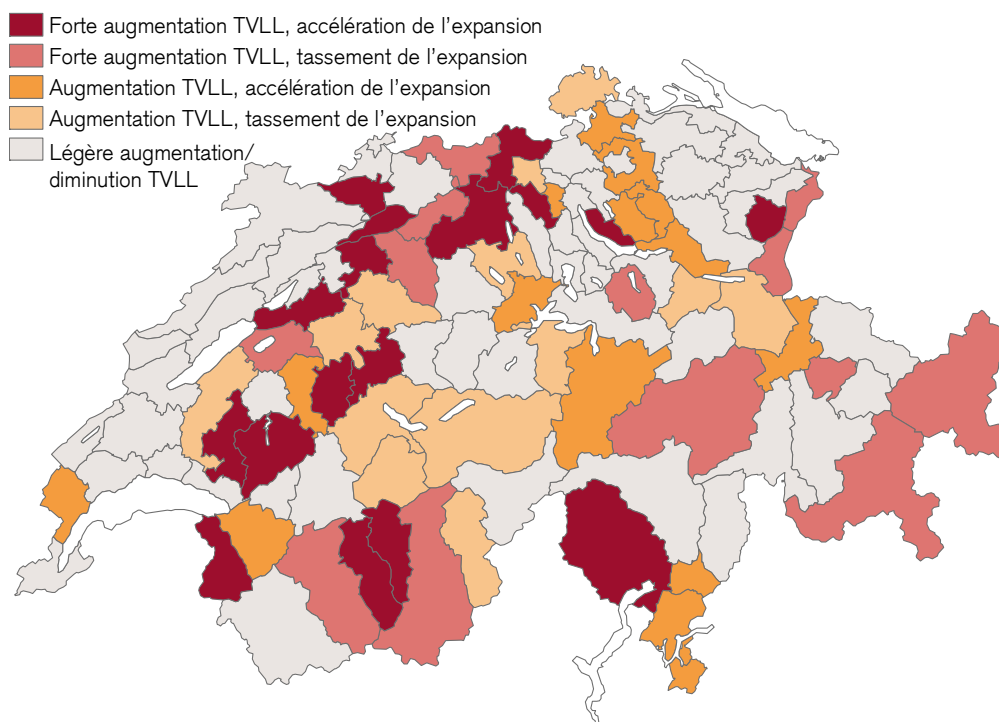
Même les taux de vacance supérieurs à la moyenne historique dans toutes les régions ne semblent pas dissuader les investisseurs de se lancer dans de nouveaux projets. La figure 34 met en lumière l'expansion dans les régions de Suisse dont les taux de vacance sont plus, voire beaucoup plus élevés, que leur norme historique. Une atténuation ne se dessine que dans 13 (signalées en rouge clair) des 30 régions (régions de couleur rouge) où les taux de vacances sont les plus élevés. Il s'agit notamment des régions alpines, du Rheintal et de certaines parties du Mittelland. Dans 17 régions, l'expansion devrait néanmoins s'accélérer en dépit de taux de vacance déjà bien supérieurs à la moyenne régionale, parmi lesquelles Aarau, Brugg-Zürzach et Mutschellen (Argovie) ainsi que de vastes secteurs du canton de Soleure et diverses zones autour de la ville de Berne et dans le canton de Fribourg. Le problème de l'expansion est nettement moins prononcé en Suisse centrale et dans l'extrême ouest du pays – du Jura jusqu'au lac Léman. Mais même dans 15 (signalées en orange foncé) des 28 régions affichant des taux de vacance légèrement plus élevés, il ne faut pas s'attendre à une inversion prochaine de la tendance, raison pour laquelle les taux d'inoccupation vont sans doute continuer à augmenter.

La conséquence: une concurrence effrénée autour des locataires

L'intense activité de construction est une conséquence directe des taux négatifs, qui rendent les rendements des immeubles résidentiels tellement attractifs par rapport aux autres classes d'actifs que les investisseurs ne cessent d'y injecter des capitaux (cf. chapitre sur les placements immobiliers directs, p. 69 ss.). Il en résulte une concurrence effrénée autour des locataires – qui devrait d'ailleurs de plus en plus profiter à ces derniers. Au vu du niveau élevé des prix et des faibles rendements dans les centres, ainsi que des possibilités d'expansion limitées qui y prévalent, de nombreux investisseurs ont opté pour les régions périphériques. Mais vu que les locataires ne sont pas tous disposés à les y suivre, les risques de vacance accrue sont particulièrement sensibles dans ces régions. L'activité de construction se décale de ce fait de nouveau un peu plus vers les centres et leurs agglomérations bien desservies.

Fig. 34: Expansion du parc locatif dans les régions marquées par des taux de vacance élevés

Expansion attendue du parc locatif en 2017 par rapport à la moyenne sur 5 ans; taux de vacance des logements locatifs (TVLL) en 2016: écart par rapport à la moyenne régionale à long terme (2001–2016); forte hausse TVLL: augmentation > 1,0%; hausse TVLL: augmentation > 0,4%



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

Deux facteurs font augmenter la pression sur le marché du logement locatif

Résultat sur le marché: le ralentissement est en marche

L'accélération du repli de la demande sur fond d'une activité d'investissement toujours soutenue laisse des traces de plus en plus évidentes sur le marché de la location. Le taux de vacance avait progressé de 1,77% à 1,99% à la mi-2016 (fig. 35), soit la plus forte hausse et le niveau le plus élevé de ces 15 dernières années. Les grands centres restent peu affectés par le problème des logements inoccupés. En dehors des grandes villes, les locataires profitent d'un choix plus vaste et ont de bonnes chances de trouver sans trop d'effort un objet qui leur convienne. L'offre de logements locatifs s'est affranchie de son ancienne fourchette de fluctuation en ce qui concerne son augmentation en 2016. 4,0% du parc de logements locatifs étaient proposés à la location sur des portails en ligne à la fin 2016 (moyenne des dix dernières années: 3,4%). En moyenne, une annonce demeurait 43 jours en ligne – neuf jours de plus que l'année précédente. Pour un quart des logements, la durée d'annonce était supérieure à 121 jours. Et la situation devrait encore s'aggraver en 2017. Alors que le taux d'absorption ne devrait guère augmenter du fait du repli de l'immigration, le nombre de nouveaux logements arrivant sur le marché va lui progresser par rapport à l'année dernière. Nous anticipons par conséquent une accélération de la hausse des taux de vacance, ainsi qu'un rallongement des délais d'absorption.

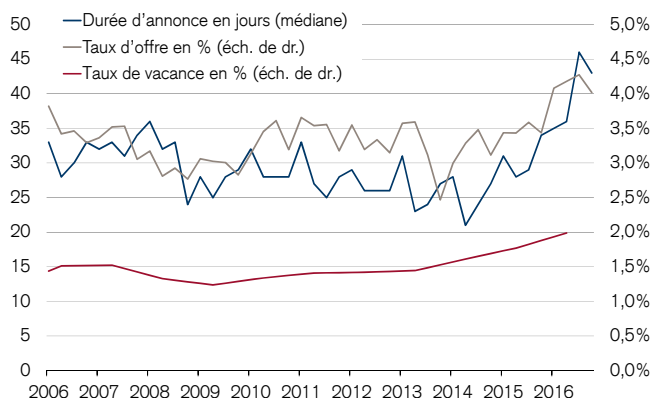
Retarder les baisses de loyer à l'aide d'incitatifs

Confrontés à une dégradation de la situation sur le marché, les bailleurs misent dans un premier temps bien souvent sur des efforts de marketing, avant de changer de stratégie – voire de partenaire de commercialisation. Si tout cela reste vain, ils ont recours à des mesures incitatives, comme celles mise en œuvre déjà depuis un certain temps sur le marché des surfaces commerciales. S'agissant des logements locatifs, ces mesures incitatives vont de bons pour des entreprises de nettoyage, de déménagement ou du secteur alimentaire, en passant par des cadeaux comme des e-vélos ou des tablettes, jusqu'à un ou plusieurs mois de loyer offerts en cas de conclusion d'un nouveau bail. Les bailleurs tentent ainsi de repousser au maximum toute baisse de loyer. La recherche ciblée de termes spécifiques dans plus de 2,5 mio. d'annonces immobilières en ligne nous a permis de retracer l'apparition de cette tendance à 2014 (fig. 36). Cependant, il ne s'agit pas d'un phénomène généralisé, puisque moins de 0,5% des annonces de notre échantillon mentionnaient l'existence de telles mesures incitatives. Le chiffre réel devrait toutefois atteindre un niveau un peu plus important, car il est difficile d'analyser intégralement ce

type d'annonces. La diminution du nombre de mesures incitatives identifiée ces derniers trimestres pourrait indiquer que de tels artifices ne suffisent déjà plus et que les bailleurs n'ont plus d'autre choix que de réduire les loyers. Et en effet, les loyers indiqués dans les annonces publiées s'inscrivent en baisse depuis 2015 et ont atteint à la fin 2016 un niveau inférieur de 1,0% à celui de l'année précédente. Les mesures incitatives pourraient de nouveau se multiplier en 2017, avec l'arrivée sur le marché de nombreux logements neufs.

Fig. 35: Indicateurs de l'état du marché de la location

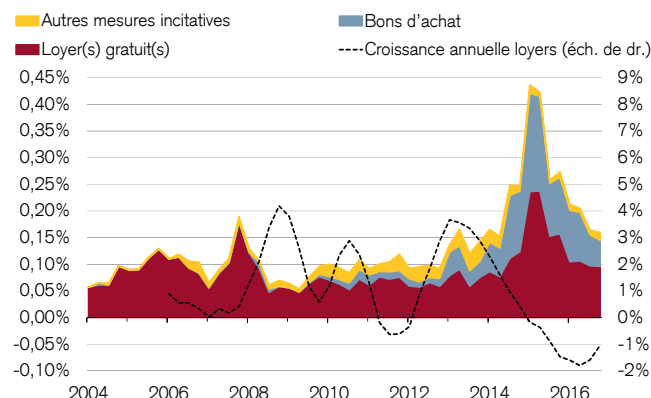
Taux d'offre et de vacance en % du parc locatif



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

Fig. 36: Utilisation de mesures incitatives lors de la commercialisation

Part des annonces incluant des mesures incitatives et croissance réelle des loyers (loyers médians proposés, moyenne mobile sur 4 trimestres)



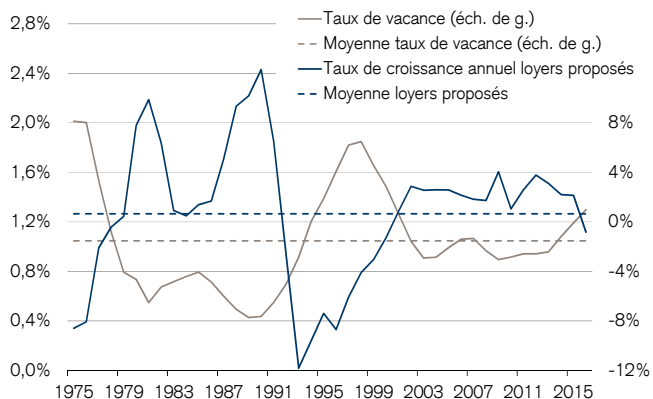
Source: Meta-Sys AG, Datastream, Credit Suisse

Les baisses de loyer seront inévitables

Dans la situation actuelle et en raison des mécanismes mêmes du marché, les baisses de loyer semblent inévitables à plus long terme (fig. 37). À 1,3%, le taux de vacance (logements en propriété et locatifs) en 2016 dépassait de 0,25% la moyenne sur 40 ans, qui peut être considérée comme valeur d'équilibre. Simultanément, la croissance des loyers réels proposés s'est continuellement ralentie ces trois dernières années et pointe désormais en territoire négatif. Toutefois, nous sommes encore loin de la situation des années 1990, marquée par des taux de vacance dépassant 1,8% et une chute temporaire de plus de 10% par an des loyers proposés. Cela étant dit, tant les taux de vacance que les loyers vont sans doute continuer à s'éloigner de leurs seuils d'équilibre en 2017.

Fig. 37: Évolution des taux de vacance et des loyers

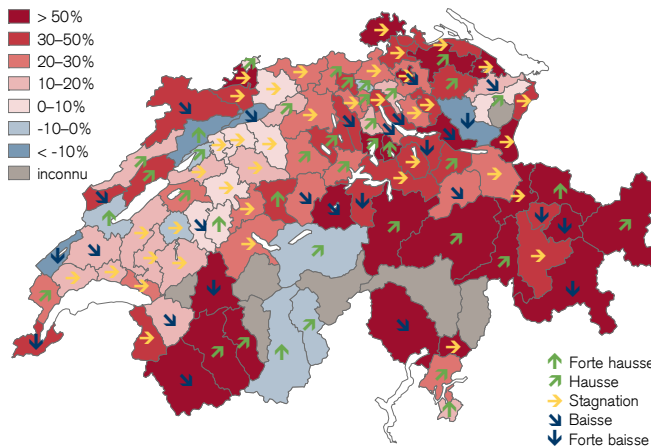
Loyers proposés (corrégés pour la qualité de l'objet, réels) et taux de vacance (y c. en propriété)



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

Fig. 38: Durée d'annonce et loyers

Coloration: écart de la durée d'annonce moyenne en 2016 par rapport à la moyenne régionale à long terme (2006-2016), flèches: croiss. annuelle loyers proposés 2016



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

La détente atteint les centres – bien que timidement

La relation établie entre les taux de vacance et le niveau des loyers est également observable lors de l'examen de l'évolution régionale (fig. 38). Au lieu des taux de vacance, nous considérons ici la durée d'annonce des logements dans chaque région, représentée sous forme d'écart par rapport à la moyenne à long terme. Dans les zones rurales, la durée d'annonce d'un logement est généralement plus longue que dans les secteurs urbains. Cette approche se prête donc particulièrement bien pour identifier des déséquilibres, qui peuvent avoir un impact sur l'évolution des loyers. Première chose remarquable: la durée d'annonce se révèle inférieure à la moyenne à long terme dans seulement 11 régions. Il s'agit ici majoritairement de secteurs plutôt ruraux avec une normale de vacance souvent élevée. À trois exceptions près, les loyers proposés sont restés stables ou ont progressé dans toutes ces régions en 2016. L'évolution est inverse dans les régions où la durée d'annonce a fortement augmenté – sauf quelques exceptions comme le canton des Grisons – avec des loyers stables ou en baisse. Dans les cinq grands centres, la durée d'annonce est aujourd'hui supérieure à la moyenne à long terme. Bien que les logements y trouvent toujours rapidement preneur, cela indique une certaine détente sur ces marchés en proie à la pénurie. En 2016, la durée d'annonce s'établissait dans une fourchette allant de 22 jours à Zurich à 34 jours à Bâle-Ville. Dans le même temps, les loyers proposés n'ont pas augmenté davantage dans ces villes, et ont même sensiblement baissé à Genève.

Les locataires de plus en plus en position de force, ...

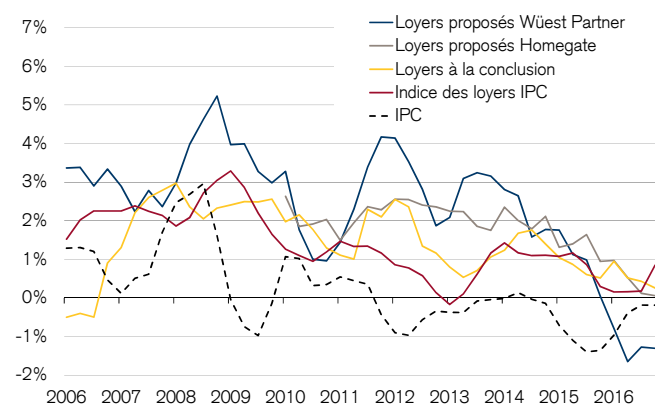
La figure 39 montre que l'écart constaté entre l'offre et la demande sur le marché du logement locatif se traduit également par une stagnation, voire un ralentissement de la croissance des loyers. Jusqu'au 2^e trimestre de 2016, les loyers nominaux recensés dans les baux conclus se sont maintenus à leur niveau de l'année précédente (+0,3%). L'indice des loyers de l'Office fédéral de la statistique, qui recense les loyers neufs et existants, a même légèrement progressé (+0,8%). S'agissant des loyers figurant dans les annonces, les estimations à la fin 2016 allaient de -1,3% (Wüest Partner) à +0,1% (Homegate). Le ralentissement de la croissance des loyers par rapport à l'année précédente s'intensifie encore si l'on considère les valeurs réelles au lieu des valeurs nominales. Après un net recul de 1,1%, les prix à la consommation n'ont que peu baissé en 2016 (-0,4%) et devraient même légèrement augmenter sur l'année en cours (0,5%).

... surtout dans les segments de prix supérieurs

La dynamique des loyers s'est particulièrement ralentie dans les segments de prix supérieurs (fig. 40). Dans les 10% les plus onéreux des logements annoncés, la baisse en rythme annuel s'établissait même à 1,9% à la fin 2016. Comme dans le logement en propriété, la commercialisation de logements locatifs du segment de prix supérieur est devenue exigeante – d'une part parce que le nombre d'unités construites est trop élevé et, d'autre part, parce que la demande de location s'est déplacée vers une clientèle au pouvoir d'achat plus faible (cf. chapitre sur les placements immobiliers directs, à la p. 69 ss.).

Fig. 39: Comparaison de différents indices des loyers

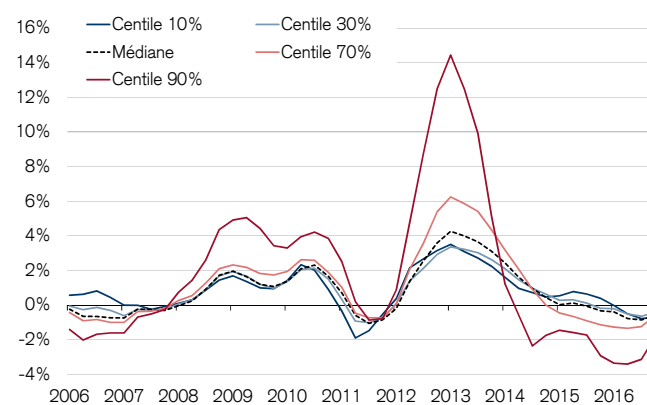
Croissance annuelle (nominale), IPC: indice national des prix à la consommation



Source: Wüest Partner, Homegate, Datastream, Credit Suisse

Fig. 40: Loyers proposés par segment de loyer

Croissance annuelle (nominale), moyenne mobile sur 4 trim. (non corrigée pour la qualité de l'objet)



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

La pression baissière sur les loyers devrait encore s'accroître en 2017

L'écart entre la demande et l'offre se creusant toujours plus, nous tablons en 2017 sur un léger repli des loyers à la conclusion. Mais même les locataires soumis à des baux existants devraient profiter de loyers réduits à partir de la fin 2017/du début 2018. Nous anticipons un abaissement du taux d'intérêt de référence de 1,75% à 1,5% au 1^{er} juin 2017.

Perspectives 2017 pour les logements en location

Amorcée l'an dernier, la contraction du marché des logements en location se poursuivra en 2017. La politique monétaire, qui recourt aux taux d'intérêt négatifs pour gommer les déséquilibres (c.-à-d. surtout le franc fort), en a fait apparaître un autre sur le marché intérieur: les taux très bas biaisent l'allocation des actifs et provoquent un excès en termes d'offre de logements locatifs. De fait, l'offre a manqué de réaction face au recul de la demande, qui s'est accentué l'an dernier. Mais grâce à la reprise progressive à la suite du choc du franc fort et à l'essor conjoncturel qui en découle, l'immigration nette de 2017 ne devrait être que légèrement inférieure à son niveau de 2016 et le recul de la demande devrait donc être contenu. L'expansion du parc de logements locatifs, en revanche, devrait encore s'accélérer par rapport à l'an dernier. Ainsi, les bailleurs sont confrontés à des surfaces vacantes toujours en hausse et à des durées d'insertion plus longues. Les offres excédentaires devraient être davantage perceptibles, notamment dans les agglomérations. Il n'y a que dans les centres, où la pénurie de terrains et la densité réglementaire élevée limitent la croissance de l'offre, que l'espace habitable demeure globalement rare. La recherche de logement sera cependant plus aisée dans une majeure partie du pays, et les loyers reculent pour la première fois depuis des années. Grâce à une nouvelle baisse du taux de référence attendue pour juin 2017, de nombreux locataires qui ne prévoient pas de déménager profiteront eux aussi de baisses de loyers.

Demande

Situation initiale: ↘ Perspectives: →

Au vu de la reprise conjoncturelle en Europe, l'immigration nette devrait une nouvelle fois fléchir en 2017. Nous attendons un solde migratoire de 60 000 personnes, légèrement inférieur au niveau de 2016. Les prix élevés des logements et les mesures réglementaires empêchent en outre de nombreux locataires d'accéder à la propriété. C'est la demande en logements locatifs dans les segments de prix les plus bas qui devrait être la plus stable, en particulier dans les agglomérations des grands centres.

Offre

Situation initiale: → Perspectives: ↗

Le boom de la construction de logements locatifs déclenché par les taux d'intérêt négatifs se poursuit. En 2017, environ 26 000 nouveaux logements locatifs devraient ainsi arriver sur le marché (environ 2000 de plus qu'en 2016). Au vu de l'évolution des demandes de permis de construire, cette expansion soutenue du parc de logements locatifs devrait se poursuivre au moins jusqu'en 2018.

Surfaces vacantes

Situation initiale: ↗ Perspectives: ↗

Dans un contexte de demande en léger recul et de croissance continue de l'offre, nous tablons à nouveau sur une nette hausse du nombre de surfaces vacantes pour les logements en location en 2017. Cette tendance concernera surtout les emplacements en dehors des grandes villes et les segments de prix élevés. Dans les grands centres, les marchés devraient légèrement se détendre, mais toujours sans signe d'offres excédentaires.

Loyers

Situation initiale: → Perspectives: ↘

La croissance de l'offre excédentaire freine les loyers des nouveaux baux conclus, qui devraient donc légèrement reculer en 2017. Les loyers proposés devraient quant à eux se replier nettement. Nous attendons en outre, pour juin 2017, une nouvelle baisse du taux de référence, de 1,75% à 1,5%. Les bailleurs devraient donc être confrontés au second semestre à une hausse des demandes de baisses des loyers.

Performance (rendement total)

Situation initiale: ↘ Perspectives: ↘

Les baisses des loyers et les hausses des surfaces vacantes se ressentent de plus en plus sur les revenus locatifs, d'autant que les frais de commercialisation et d'assainissement progressent eux aussi. La pression sur les rendements des cash-flows devrait donc aller crescendo en 2017. Du fait des taux d'intérêt négatifs et des écarts de rendement élevés, la demande en immeubles de rapport du secteur résidentiel reste élevée et les rendements liés à l'évolution de la valeur devraient demeurer légèrement positifs. Globalement, nous tablons cependant sur des rendements globaux un peu en retrait par rapport à 2016.

Complément: réglementation des loyers

Plusieurs décennies d'attente pour obtenir un logement locatif

En comparaison internationale, le marché de la location suisse fonctionne très bien grâce à un compromis entre protection des locataires et retenue sur le front des interventions étatiques. Récemment, les critiques à l'égard de ce modèle et les demandes d'une réglementation renforcée se sont multipliées. Une réglementation excessive du marché locatif comporte toutefois des risques pour les locataires si les forces du marché sont neutralisées. Dans l'étude sur le marché immobilier de 2014, nous avons déjà mis en évidence les conséquences inattendues pour les locataires en utilisant l'exemple du marché de la location genevois. Autre exemple présenté dans ce qui suit: le marché locatif de Stockholm, dans lequel la réglementation des loyers s'est traduite par une pénurie de logements guère observable dans d'autres villes. La patience est de mise pour qui recherche un logement locatif dans la capitale suédoise, puisqu'il peut s'écouler jusqu'à 20 ans entre la demande et l'emménagement.

Le marché du logement locatif suédois

Construction de logements sous la responsabilité des communes

La Suède est l'État providence par excellence. Le pays se caractérise par une généreuse compensation sociale, la gratuité du système de santé et un vaste réseau de structures d'accueil pour les enfants. Les conditions de logement des citoyens revêtent aussi une importance capitale: bénéficier d'un toit compte parmi les besoins vitaux les plus élémentaires. Dans les années 1930 – période où régnait une importante pénurie de logements –, la Suède a ainsi placé la construction d'appartements locatifs sous la responsabilité des communes pour des raisons de politique sociale. À l'heure actuelle, quelque 36% des habitants vivent en location, près de la moitié d'entre eux occupant des logements qui appartiennent à des sociétés immobilières communales d'intérêt public et qui sont cofinancés par l'État. Le principal objectif est ici de mettre des logements de qualité à disposition de tout groupe social, peu importe l'origine ethnique, l'âge, les revenus et la situation familiale. Même les couches les plus démunies de la population doivent pouvoir se permettre de résider à un emplacement privilégié. Cette approche vise entre autres à favoriser la mixité sociale et à réduire l'écart entre riches et pauvres. Pour des considérations de politique sociale, clairement prioritaires en Suède, il semble par conséquent naturel de réglementer le marché locatif et, tout particulièrement, les loyers.

Les loyers sont négociés collectivement

La loi suédoise autorise les locataires à occuper un logement aussi longtemps qu'ils le souhaitent dès lors qu'ils se plient aux règles. En vertu du droit du bail, une utilisation préjudiciable, un comportement répréhensible et diverses violations contractuelles comme le non-paiement du loyer constituent, p. ex., des infractions à ces règles. L'existence même de cette loi impose l'instauration d'un loyer plafond par la SABO, organisation faitière des sociétés immobilières communales, car la libre fixation des loyers aurait pour effet de miner le cadre légal. Le bailleur pourrait p. ex. augmenter le loyer à un niveau tel que le locataire ne serait plus en mesure de le payer et devrait quitter le logement. Les loyers sont par conséquent déterminés chaque année dans le cadre de négociations entre les propriétaires d'immeubles et les syndicats régionaux de locataires – un processus comparable aux négociations de conventions collectives sur le marché du travail. Le montant du loyer dépend de deux facteurs. D'une part, les avantages offerts par un objet, p. ex. le type d'immeuble, la qualité de finition, le quartier, la compétence de la gérance et également la situation dans certaines communes. Un appartement en attique avec une vaste terrasse peut ainsi être assorti d'un loyer plus élevé qu'un logement exigü situé au premier étage. D'autre part, les augmentations des frais d'entretien et de gérance sont aussi prises en compte. Ces facteurs permettent de déterminer la majoration des loyers de tous les immeubles d'un portefeuille. Les coûts additionnels sont ensuite répartis sur les divers logements, et les loyers augmentés en conséquence. Nommée système de la valeur d'usage, cette procédure est réglementée dans la «Rent Negotiation Act». Les critères de détermination des avantages présentés par un immeuble peuvent en outre varier d'une commune à l'autre. À Malmö, la situation d'un objet est p. ex. prise en compte, tandis que des logements identiques affichent les mêmes loyers à Stockholm, qu'ils soient situés en périphérie ou au centre.

Les loyers sont plafonnés

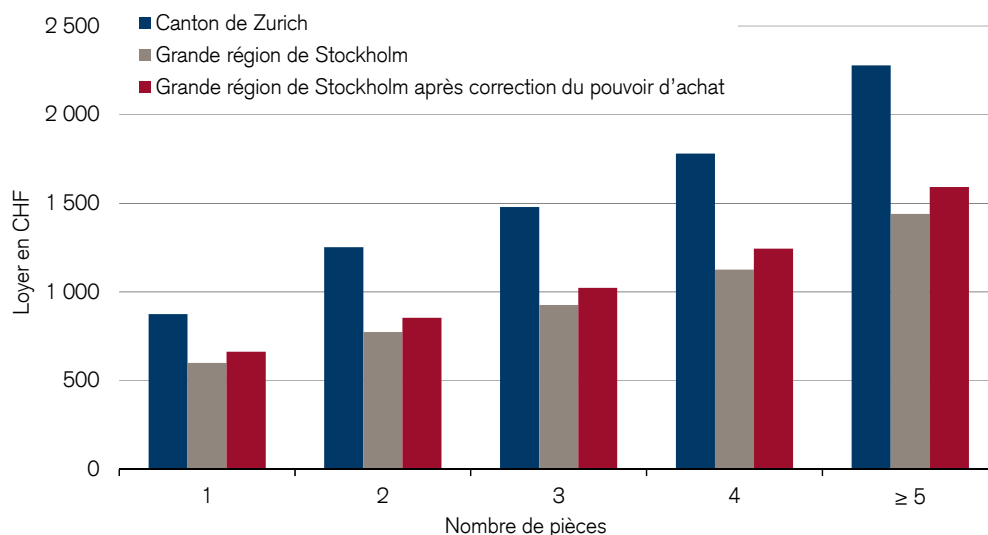
Les logements locatifs se trouvant en possession privée n'échappent pas aux règles de la fixation des loyers: leur montant peut dépasser d'au maximum 5% celui des loyers liés à la valeur d'usage. Six mois après avoir emménagé dans un logement locatif privé, un nouveau locataire est en droit de demander une comparaison entre le loyer payé jusqu'à présent et celui d'un objet similaire situé dans les environs. Les objets comparés sont exclusivement des logements en location appartenant aux sociétés immobilières communales, dont les loyers sont fixés selon le système de la valeur d'usage. Si le loyer versé à ce jour est supérieur, il doit être diminué.

Les logements locatifs sont très bon marché à Stockholm, mais presque impossibles à obtenir

La politique suédoise en matière de logement se traduit par des loyers nets nettement moins élevés. Alors que les prix à la consommation en Suisse sont généralement supérieurs d'un tiers à ceux relevés en Suède, l'écart entre les loyers à Zurich et à Stockholm est encore plus important (fig. 41). En 2014, le loyer mensuel moyen d'un appartement de 3 pièces s'établissait à 1479 CHF dans le canton de Zurich, contre seulement 926 CHF dans la grande région de Stockholm. Même après correction du pouvoir d'achat supérieur en Suisse (1024 CHF), la différence reste considérable. Le maintien des loyers à faible niveau par voie réglementaire a tout de même un coût économique, qui se manifeste sous la forme de distorsions plus ou moins graves du marché – comme le rationnement.

Fig. 41: Comparaison des loyers à Zurich et Stockholm

Loyers mensuels nets moyens pour un logement de 1 à 5 pièces, 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Conséquences de la réglementation des loyers

Pénurie et rationnement: les répercussions directes

En raison de la fixation des loyers, également contraignante pour les propriétaires privés, les prix sont plafonnés sur le marché de la location. Pour trouver un logement locatif en Suède, il faut introduire une demande auprès d'une commune ou tenter sa chance sur le marché privé. Mais cela nécessite une bonne dose de patience. Au vu des interventions sur le montant des loyers, les logements anciens sont très peu onéreux et donc prisés. Cela signifie que personne ne résilie son bail parce qu'aucun autre appartement au même prix n'est disponible. Même les logements devenus p. ex. trop grands après le départ des enfants ne sont plus remis sur le marché, un phénomène nommé effet de rémanence et qui se traduit par une offre insuffisante couplée à un rationnement sur le marché communal, ainsi que par de longues listes d'attente. Dans la région de Stockholm, il s'écoule en moyenne huit ans entre la demande et la signature du bail, et même de 20 à 30 ans au centre-ville. À l'année, ce sont moins de 20 logements qui sont attribués dans chaque quartier de la ville. Près d'un demi-million de personnes sont aujourd'hui dans l'attente d'un appartement à Stockholm, pour un total de 1,4 mio. d'habitants. Il n'est pas étonnant que la situation soit si précaire dans la capitale suédoise, notamment parce que la localisation d'un immeuble n'est pas suffisamment prise en compte dans la fixation des loyers. Les loyers du marché étant considérablement plus élevés que les loyers plafonds réglementés pour des objets à situation exceptionnelle, l'excédent de demande est supérieur dans les centres et les délais d'attente par conséquent plus longs. De plus, les coûts des logements anciens en

centre-ville sont parfois moins importants que ceux d'appartements en agglomération – ce qui ne serait sans doute pas le cas si la localisation était mieux prise en compte.

Activité de construction trop faible faute d'incitations

La pénurie est une conséquence directe de la réglementation des loyers, car cette dernière se traduit par une faible activité de construction faute d'incitations. L'offre de logements locatifs n'a ainsi pas pu suivre la croissance de la demande, en particulier à Stockholm. Les investissements dans la construction se maintiennent à bas niveau: entre 2000 et 2014, ils s'élevaient en moyenne à seulement 3,4% du produit intérieur brut (PIB) – contre presque une fois et demi de plus au Danemark (4,9%) et deux fois plus en Finlande (6%). Selon la SABO, près de 150 000 logements ont été construits sur la période 2008–2013 – soit un déficit de 126 000 unités au vu de la croissance démographique constante. D'ici à 2020, un total de 436 000 nouveaux appartements devrait être requis, surtout dans les villes, d'autant plus qu'aucun excédent de demande n'est pour l'heure observable dans les campagnes.

Le loyers plafonnés compromettent trop peu les risques

Les loyers plafonnés offrent insuffisamment d'incitations financières à la construction de logements en location, tant pour les sociétés immobilières communales que pour les investisseurs immobiliers. Bien qu'il soit possible, pour les constructions neuves, de fixer les loyers en dehors du système de la valeur d'usage durant les 15 premières années, le potentiel de rendement des investisseurs reste limité sur le long terme. De ce fait, le rapport coûts-bénéfices n'est pas attractif. Sans parler des risques! Un marché de la location réglementé recèle notamment le risque d'une évolution des loyers défavorable pour le bailleur. De telles conditions-cadres ne sont guère propices aux décisions de placement. En outre, le marché du logement est trop laissé aux mains de communes plutôt passives qui, bien souvent, ne sont pas en mesure de tenir leurs promesses en matière de construction de nouvelles unités d'habitat.

Évasion vers le logement en propriété

La vente permettant de générer des rendements supérieurs à la location, la réglementation des loyers renforce l'attrait des logements en propriété pour les développeurs immobiliers. Par ailleurs, la conversion d'appartements locatifs en logements en propriété est très intéressante eu égard aux loyers plafonnés. Elle accroît les rendements des propriétaires d'immeubles, mais amenuise simultanément le parc de logements locatifs. Les programmes de conversion soutenus par l'État n'ont d'ailleurs pas contribué à endiguer la pénurie de logements. Entre 2007 et 2014, un nombre croissant d'appartements locatifs communaux ont été convertis grâce à des incitatifs fiscaux supplémentaires, qui ont dopé la demande de logements en propriété. Enfin – faute d'alternatives –, la pénurie de logements locatifs contraint les habitants à se tourner vers la propriété. La conséquence: une fuite vers le logement en propriété et une hausse des prix en découlant. Entre 2004 et 2014, les prix des appartements en propriété ont augmenté de 67% en Suède. Sur la même période, la progression s'est établie à 42% en Grande-Bretagne, 37% en Suisse et 24% en Allemagne, contre un repli de 2% en Espagne et même de 26% en Irlande. La croissance des prix en Suède est telle qu'on évoque désormais une bulle immobilière.

Apparition de marchés secondaires ou noirs

Même le marché du travail pâtit de la situation précaire sur le front de la location. Du fait de l'impossibilité de trouver un toit dans des délais acceptables, les travailleurs suédois sont limités géographiquement dans leur recherche d'emploi ou doivent accepter de longs trajets. L'usure et les abus ne sont en conséquence pas rares sur le marché du logement privé: la pénurie dans les centres a conduit à ce que les espaces habitables qui ne sont plus utilisés ne sont pas restitués mais «thésaurisés». Les logements sont sous-loués illégalement à des prix supérieurs aux loyers contractuels, la différence étant perçue par l'actuel locataire. Lors de la conclusion de baux privés, des paiements accessoires sont souvent versés sous la forme de «pas de porte», soit directement par virement au précédent locataire, soit indirectement via la reprise des meubles à des prix usuriers. Ceci bien que le droit du bail interdise de telles pratiques d'enrichissement. Ce sont généralement les jeunes et les nouveaux arrivants, dans l'impossibilité de louer un logement en raison de la pénurie et déménageant à longueur d'année dans le cadre de sous-locations, qui en font les frais. Et même l'activité économique et l'attrait de la place suédoise pour les entreprises pâtissent indirectement de la réglementation des loyers. Pour les entreprises, s'implanter dans l'espace économique de Stockholm est p. ex. désavantageux puisque les employés n'y trouvent pas à se loger. Récemment, des start-ups ont publiquement demandé à ce que le problème du logement soit résolu car elles peinent à trouver des collaborateurs pour Stockholm.

Autres causes de la pénurie

Le droit du bail défavorable ne constitue qu'une cause parmi d'autres, dont l'action combinée alimente la pénurie de logements locatifs. Les conditions régnant sur le marché de la construction y contribuent aussi largement. En Suède, les communes jouent un rôle clé dans la construc-

tion de logements: elles planifient et financent les infrastructures publiques et possèdent une grande partie des terrains à bâtir, occupant ainsi une situation de quasi-monopole. Le processus de planification et de zonage de projets de construction se révèle par conséquent long et laborieux. Grâce aux simplifications introduites ces dernières années, la durée s'écoulant entre la planification et l'achèvement d'une construction est passée de huit-dix ans à cinq-six ans, ce qui reste malgré tout long par rapport à d'autres pays. En Allemagne, le processus dure p. ex. trois ans. Les incitatifs, notamment d'ordre financier, à la réalisation de projets immobiliers en nombre suffisant font défaut. Les standards et normes de construction sont très élevés, surtout en ce qui concerne la qualité, la longévité des matériaux, la taille des éléments structuraux et la compatibilité avec d'autres produits. Les communes disposent en outre de droits de regard en matière de construction. Comme ces droits diffèrent dans chacune d'entre elles, le marché s'en trouve fragmenté et le processus opacifié, compliquant l'entrée sur le marché de nouvelles entreprises de construction. Il en résulte un oligopole formé par quatre grandes entreprises de construction, qui non seulement réalisent les projets, mais fabriquent aussi les matériaux, ce qui leur confère un avantage compétitif sur leurs concurrents plus petits et nouveaux venus sur le marché. D'une part, les standards élevés ancrés dans le droit du bail impactent les prix à la construction. D'autre part, l'oligopole contribue aussi à réduire la concurrence sur le marché de la construction et donc à augmenter les prix à la construction. Sur fond de réglementation des loyers, il devient donc difficile de garantir la rentabilité des projets.

La réglementation ne doit pas gommer les incitatifs

Une certaine protection des locataires est justifiée ...

Réglementer les loyers peut se justifier non seulement du point de vue de la politique sociale, mais aussi sous l'angle économique. Une intervention sur la structure du marché peut en partie s'imposer suite à une défaillance du marché. Les propriétaires d'immeubles disposent ainsi de plus de pouvoir lors de la fixation des loyers, car les locataires sont confrontés à des coûts de transaction (recherche, déménagement) lorsqu'ils changent de logement. Les bailleurs pourraient exploiter cette asymétrie de coûts pour demander des loyers plus élevés. Sur un marché totalement libre, cela conduirait à ce que les locataires paient des loyers excessifs. C'est pourquoi une certaine protection des locataires paraît légitime. Dans le système suédois, les locataires sont représentés par une organisation dotée d'un pouvoir de négociation plus important, ce qui neutralise en partie la défaillance du marché. Selon la SABO, il en découle aussi des avantages pour les bailleurs: d'un seul coup, ils peuvent négocier des hausses de loyers pour tous les immeubles en leur possession. Le marché de la location suédois montre cependant clairement les effets indésirables d'une réglementation des loyers non optimale. Dans le pire des cas, la réglementation sabote les objectifs initiaux car ce sont au final les locataires qui en subissent les conséquences indirectes (comme les délais d'attente de plusieurs années). À la conclusion d'un bail privé, les paiements accessoires souvent exigés excèdent p. ex. les moyens financiers des couches les plus démunies de la population. Sur fond d'excédent de demande aussi marqué qu'en Suède, les bailleurs privés sont de plus en mesure de sélectionner leurs locataires, optant logiquement pour les plus solvables d'entre eux en raison d'un risque de défaillance nettement moindre.

... mais ne doit pas faire oublier les incitations économiques

Tout cela suggère que les mesures de protection des locataires doivent être assorties de certaines incitations. En Suède, cela peut p. ex. se concrétiser par la prise en compte de la situation de l'immeuble dans la fixation des loyers. Les efforts doivent en outre être centrés sur la construction du plus grand nombre possible de logements. Une offre abondante alimente la concurrence et contraint les bailleurs à proposer des conditions favorables aux locataires. La prudence est donc de mise en matière de réglementation des loyers, les prix ne pouvant plus jouer leur rôle de modérateurs de la pénurie. Les interventions sur les loyers ne peuvent fonctionner que si la réglementation prévoit des possibilités d'adaptation périodique aux prix du marché. Il est plus judicieux d'opérer de tels ajustements avant la conclusion du bail puisque les deux parties disposent d'un pouvoir de négociation relativement élevé à ce moment. La Suisse, qui applique un tel système, serait bien avisée d'en prendre soin et d'étendre encore les possibilités d'adaptation plutôt que de les restreindre. La Suède a reconnu que l'approche des loyers liés à la valeur d'usage n'aboutit pas au résultat escompté en sa forme actuelle. Depuis 2011, la localisation du logement revêt plus d'importance dans la détermination du loyer approprié: lorsque la demande excède sensiblement l'offre dans une ville et que cette situation entraîne des délais d'attente de plusieurs années, les loyers peuvent être augmentés de 5% par an. Pour rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande, des efforts supplémentaires sont toutefois requis, notamment au niveau de l'offre.

Surfaces de bureaux

Des perspectives floues du côté de la demande

Le marché immobilier de bureaux se trouve dans une situation compliquée. D'un côté, l'environnement des taux bas stimule toujours les investissements. En conséquence, et en dépit de l'offre excédentaire qui règne déjà sur le marché, de nouvelles surfaces continuent d'apparaître en masse. Les constructions sont surtout à usage propre ou situées à d'excellents emplacements, ce qui met sous pression les bailleurs de surfaces existantes plus anciennes. D'un autre côté, la situation reste problématique, car les nouveaux acteurs de la demande se présentant sur le marché ne peuvent totalement compenser la dynamique d'absorption en berne des acheteurs traditionnels de surfaces. Ceux-ci sont contraints d'optimiser l'utilisation et de recourir à moins de surfaces. Dans le même temps, l'automatisation programmée des activités de bureaux complique la planification à long terme des placements pour les investisseurs immobiliers.

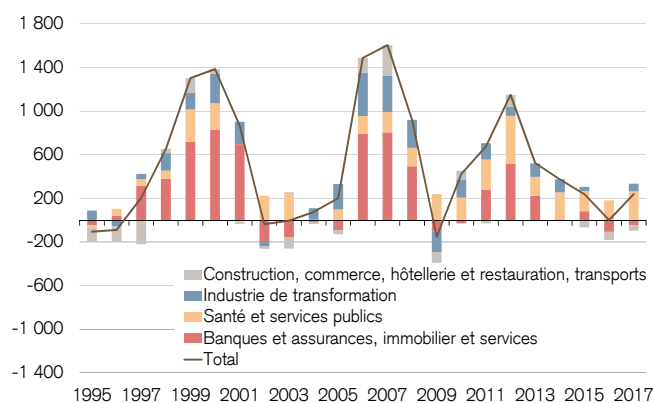
La structure de la demande en pleine mutation

La demande en surfaces devrait repartir à la hausse en 2017

La surévaluation du franc suisse et l'atonie de l'économie européenne ont augmenté la pression sur les coûts s'exerçant dans les entreprises suisses. Aussi la croissance de l'emploi a-t-elle stagné en 2016. Car s'il a continué d'augmenter dans les services aux entreprises, la santé et les services publics, l'emploi a reculé dans les services financiers, les assurances, la construction et l'industrie, ce qui s'est traduit au total par une croissance nulle. En 2016, le nombre de postes à plein temps s'est inscrit en repli pour la première fois depuis début 2010. En revanche, les postes à temps partiel ont à nouveau affiché des taux de croissance importants, essentiellement dans le secteur tertiaire. La croissance des places de travail devrait donc être un peu plus élevée que la croissance de l'emploi, bien que la tendance au partage des postes de travail devrait continuer à marginaliser cet effet. Pour 2017, nous tablons sur une croissance de 0,5% en EPT, soit une légère hausse de l'emploi. De ce fait, nous évaluons la demande supplémentaire en surfaces de bureaux pour 2017 à 240 000 m² (fig. 42). Une valeur certes faible par rapport aux années de boom, mais tout de même positive après l'évolution latérale de 2016. Comme les années précédentes, la croissance de 2017 devrait principalement être soutenue par la santé et les services publics. En outre, les services aux entreprises et l'industrie devraient eux aussi enregistrer à nouveau une hausse de leur demande en surfaces de bureaux. Cela étant, la mutation structurelle observée dans la finance va affecter cette année encore la demande en surfaces. Elle mettra surtout à mal les centres financiers – en particulier Zurich, Genève et Lugano, qui affichent les perspectives de croissance les plus moroses des quinze principaux marchés de l'immobilier de bureaux (fig. 43). À l'inverse, les régions de La Sarine (Fribourg), de Neuchâtel et d'Aarau présentent les meilleures perspectives pour 2017.

Fig. 42: Demande supplémentaire en surfaces de bureaux

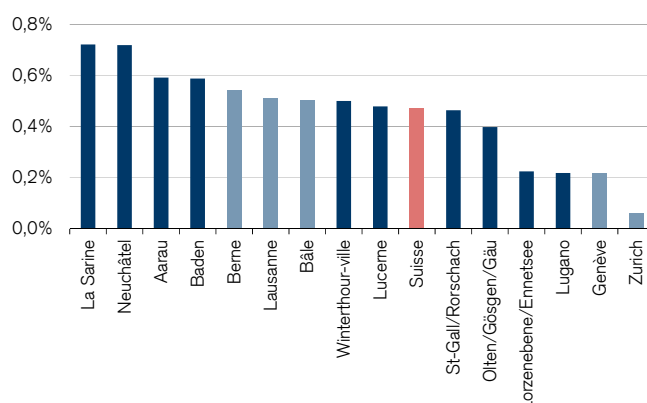
Demande supplémentaire estimée en milliers de m²; 2016 et 2017: prévisions



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Fig. 43: Prévisions de croissance des surfaces de bureaux

Prévisions de croissance de la demande pour les quinze principaux marchés immobiliers de bureaux, en % du parc existant, 2017



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Une qualité du site toujours élevée

À moyen terme, la demande en surfaces de bureaux pourrait bénéficier d'une solution au problème posé par l'initiative contre l'immigration de masse et de la troisième réforme de l'imposition des entreprises (RIE III). Avec le traitement préférentiel des demandeurs d'emploi résidant en Suisse et l'abandon de contingents pour les étrangers, la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse sera finalement favorable à l'économie. Le marché du travail ne devrait pas subir de répercussions négatives. Même si la population suisse a rejeté la RIE III, la qualité du site de l'économie suisse demeurera à un niveau élevé en comparaison internationale. En attendant qu'une nouvelle réforme à même d'être approuvée par une majorité de la population soit élaborée, une imposition des entreprises attrayante et acceptée sur le plan international ne pourra, dans un premier temps, être autrement atteinte qu'à travers des réductions des taux d'imposition ordinaires. Ces dernières entraîneront certaines adaptations régionales en termes de qualité du site. Ainsi, Bâle-Ville et l'Arc lémanique devraient gagner en attrait, à l'inverse de Zurich.

Le télétravail, de plus en plus habituel

L'avancée de l'économie du partage et des modèles modernes de places de travail ainsi que les exigences élevées de la génération Y envers ses employeurs modifient la structure de la demande. Le télétravail, qui existe déjà depuis longtemps, s'inscrit en partie dans ces tendances. Grâce entre autres à des technologies de communication et d'information toujours plus efficaces, la part des personnes actives travaillant de temps à autre depuis leur domicile est passée de 19,4% à 21,5% entre 2010 et 2015. Le télétravail comme forme habituelle de travail est de plus en plus accepté – et ce également par les employeurs: en 2015, 13,0% des personnes interrogées comptaient comme du temps de travail régulier les heures de travail réalisées depuis chez elles, tandis que 1,5% qualifiaient le télétravail d'heures supplémentaires et que 7,0% ne prenaient pas en compte les heures de travail depuis le domicile. En 2010, le télétravail ne représentait que 9,5% du temps de travail régulier. Les inconvénients de cette forme de travail (p. ex. isolement, infrastructures limitées) ne doivent toutefois pas être sous-estimés. Le potentiel de croissance des activités de télétravail n'est donc pas infini et par conséquent, le marché immobilier de bureaux ne devrait pas être bouleversé par ses seules retombées.

Le co-working, un bureau d'un nouveau genre

Les espaces de co-working constituent un modèle de lieu de travail encore récent mais plein d'avenir. Des indépendants, des jeunes entrepreneurs et, de plus en plus, des employés d'entreprises bien établies partagent des surfaces de bureaux louées conjointement. L'échange et la mise en réseau au sein de la communauté sont un élément clé de ce modèle. La Suisse compte à l'heure actuelle environ 90 espaces de co-working – un chiffre en constante progression ces dernières années. La plupart de ces infrastructures se trouvent pour l'instant dans des zones urbaines de Zurich et de Winterthur, mais aussi à Berne et à Bâle. Au total, les espaces de co-working proposent actuellement un espace équivalant à 2000–3000 postes de travail, soit moins de 0,2% des surfaces de bureaux de Suisse. Ce pourcentage est faible par rapport à d'autres marchés de co-working plus développés. Les États-Unis par exemple comptaient dès 2014 une part de surfaces de bureaux en co-working de 0,7%. Pour atteindre un niveau similaire dans les cinq ans à venir, l'offre de co-working en Suisse devrait progresser de quelque 1600 postes de travail par an. Selon des prévisions, aux États-Unis, la part de surfaces en co-working pourrait atteindre 2% d'ici à 2020.

Potentiel de demande élevé pour les espaces de co-working

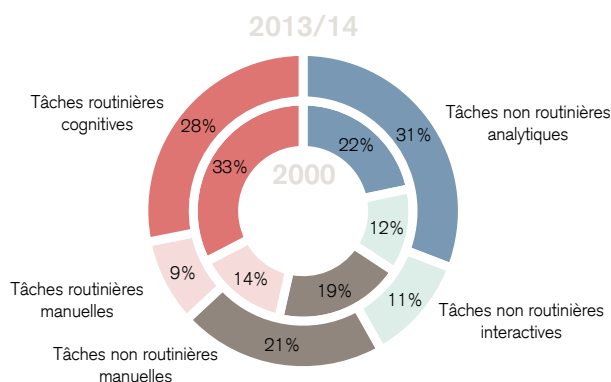
Le marché américain du co-working est actuellement dominé par deux principaux prestataires, Regus et Wework (80% à eux deux). Avec 26 sites en Suisse, Regus est déjà l'un des plus grands acteurs du marché, et l'arrivée de Wework en Suisse est attendue dans un avenir proche. Ce modèle de travail pourrait recevoir une impulsion supplémentaire de la «Work Smart Initiative» apparue en 2015. Plusieurs grands employeurs – parmi lesquels AXA, Swisscom, les CFF et la Poste – prévoient de louer des postes de travail dans des espaces de co-working et de proposer eux-mêmes des postes de travail pour des collaborateurs externes. L'initiative devrait avoir une incidence positive tant sur la demande que sur l'offre en espaces de co-working. En Suisse, le potentiel de la demande est généralement jugé élevé, d'autant qu'au troisième trimestre 2016 12,6% des personnes actives en Suisse se déclaraient indépendantes. Ainsi, 580 000 personnes se livrent à une activité à leur compte au moins une heure par semaine et ont souvent besoin d'une place de travail flexible. Dans le cadre de la planification et de la commercialisation de surfaces de bureaux, les investisseurs devraient donc prendre en compte les prestataires de co-working dans leur cercle de locataires potentiels. En raison de leur aspect tendance, les espaces de co-working pourraient en outre judicieusement remplacer des surfaces commerciales de plus en plus souvent vacantes situées au rez-de-chaussée.

L'automatisation transforme le spectre des tâches

L'histoire montre qu'il est extrêmement difficile de faire des prévisions à long terme sur l'évolution du marché du travail. Dans le cadre de la thématique de l'automatisation, en particulier, la marge de fluctuation des prévisions sur l'emploi est considérable. Certaines activités devraient prochainement être automatisées, c'est un fait. Mais reste à savoir combien de nouveaux postes seront créés via le processus de «destruction créatrice». L'analyse présentée ci-dessous n'a pas l'ambition de déterminer le nombre de postes qui seront détruits ou créés par l'automatisation. Elle vise davantage à dresser un état des lieux du marché du travail. La question fondamentale est de savoir quelles professions peuvent être substituées, et quelles tâches réalisées par des êtres humains aujourd'hui seront un jour prises en charge par un ordinateur. Selon une étude récente, ce ne sont pas des professions entières, mais uniquement certaines tâches qui seront automatisées. Sur la base de la méthode de Dengler / Matthes / Paulus, nous avons pu, à l'aune de la classification professionnelle des personnes qui résident en Suisse et qui sont actives sur le marché du travail, différencier cinq catégories de tâches (Task-Based Approach). Cette différenciation se base sur l'affirmation logique qui veut que des tâches de routine – aussi bien manuelles que cognitives – pourront être remplacées par un ordinateur, alors que ce n'est pas (encore) le cas pour des tâches non routinières. Cela ne signifie toutefois pas que tous les emplois constitués pour l'essentiel de tâches routinières vont disparaître. C'est davantage le profil professionnel qui devrait changer à l'avenir – une évolution qui a déjà pu s'observer rétrospectivement. Mesurée à l'aune des tâches principales de chaque poste, la part des professions composées en majeure partie de tâches routinières est passée entre 2000 et 2013/2014 de 47% à 37% dans toute la Suisse (fig. 44). En contrepartie, la part de professions avec des tâches principales analytiques non routinières a progressé de 22% à 31%. Avec l'avancée de l'automatisation, cette évolution devrait continuer dans la même direction. Comme les professions se composant essentiellement de tâches routinières cognitives nécessitent, en moyenne, le plus de surfaces de bureaux parmi les cinq catégories de tâches, la tendance à l'automatisation devrait également avoir un impact sur le marché de l'immobilier de bureaux.

Fig. 44: Mutation des principales tâches professionnelles

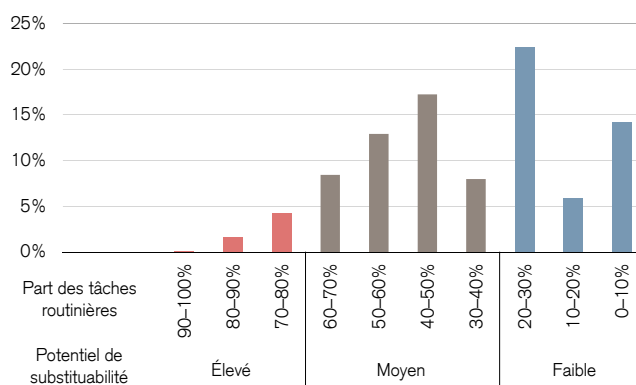
Part des professions selon leur activité principale, personnes résidant en Suisse



Source: Office fédéral de la statistique, Agence fédérale de l'emploi, Credit Suisse

Fig. 45: Substituabilité par des machines selon les professions

Part des personnes actives selon le potentiel de substituabilité de leur profession, 2013/2014



Source: Office fédéral de la statistique, Agence fédérale de l'emploi, Credit Suisse

Possibles conséquences de l'automatisation

C'est principalement la fréquence des tâches routinières qui devrait définir les professions qui seront finalement les victimes de l'automatisation. La répartition des tâches d'une profession permet d'évaluer son potentiel de substituabilité. Dans les travaux de recherche, le potentiel de substituabilité est infime lorsque 30% au maximum des tâches inhérentes à une profession peuvent être réalisées par un ordinateur. En Suisse, à l'heure actuelle, la profession de 42% des personnes actives rentre dans cette catégorie (fig. 45). En revanche, si plus de 70% des activités peuvent être automatisées, alors le potentiel de substituabilité est jugé élevé. Environ 6% des personnes actives devraient entrer dans cette catégorie. Si toutes les professions facilement substituables venaient à disparaître, le marché immobilier de bureaux ne s'en trouverait pas bouleversé.

Les nouveaux emplois peuvent-ils compenser 20% des surfaces de bureaux dès lors superflues?

Mais quel serait l'impact si, en plus de toutes les professions faciles à substituer, les tâches routinières de toutes les professions étaient rationalisées jusqu'à un certain point? En partant d'un scénario où, au maximum, une part de tâches routinières de 30% serait tolérée et où toutes les tâches routinières au-delà de ce seuil seraient automatisées, la demande en surfaces à remplacer sur l'ensemble des professions serait de quelque 7 mio. m². Si la part autorisée maximale tombait à 20% de tâches routinières, ce chiffre passerait déjà à 11 mio. m², soit 20% environ du parc total de surfaces. Les centres, où la majeure partie des tâches routinières sont exécutées, seraient particulièrement concernés. Cependant, les nouveautés techniques feront également apparaître de nombreuses nouvelles tâches non routinières. Il est bien plus difficile d'évaluer leur potentiel en termes de surfaces. Reste une question fondamentale: ces nouveaux emplois non routiniers pourraient-ils compenser les 20% de surfaces devenues superflues ou – mieux encore – les surcompenser? Pour y répondre et déterminer le solde de la demande en surfaces, le rythme du processus de transformation devrait constituer un paramètre particulièrement déterminant. La cadence de cette mutation structurelle décidera pour le moins si une main-d'œuvre dotée des compétences requises pour ces nouveaux emplois sera disponible en quantité suffisante.

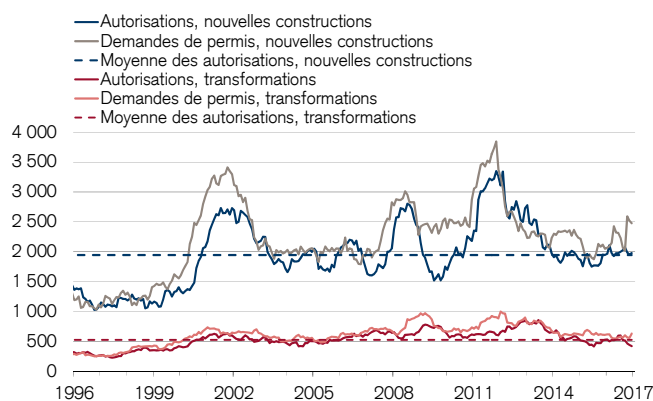
Offre: étonnamment stable

La progression se maintient au niveau de la moyenne historique

Les taux d'intérêt bas et le manque d'alternatives de placement en découlant continuent à faire affluer les capitaux dans des projets immobiliers. En 2016, le volume des projets de construction dotés d'une autorisation de construire demeurait aux alentours de la moyenne à long terme, soit 2 mrd CHF (fig. 46). L'expansion des surfaces reste ainsi à un niveau constant depuis la fin 2013. Environ la moitié du volume des constructions dotées d'une autorisation est prévue pour un usage propre. Certains de ces immeubles devraient déjà être prêts à être occupés ou en cours d'achèvement, ce qui devrait entraîner des déménagements hors de bureaux existants. L'activité d'investissement dans les grands centres reste modérée: la somme des autorisations de construire est toujours inférieure de 14% à leur moyenne historique. Les planifications sont surtout moins nombreuses à Zurich (-31%) et Genève (-67%). En revanche, les capitaux affluent surtout dans les centres de taille moyenne (+33%). Les autorisations de construire en dehors des centres restent à peu près au niveau de la moyenne historique (+6%). Puisque la situation des surfaces vacantes s'est compliquée à la fois pour les surfaces commerciales et les logements locatifs, les investissements dans des surfaces de bureaux devraient avoir regagné de l'attrait d'un point de vue relatif. Les demandes de permis de construire font état à l'heure actuelle, avec 2,5 mrd CHF, d'une progression qui tend à s'accélérer. Mais si les demandes atteignent un plus-haut depuis l'été 2012, c'est surtout en raison du dépôt de la demande de permis de construire pour la deuxième Tour Roche à Bâle.

Fig. 46: Expansion prévue des surfaces de bureaux

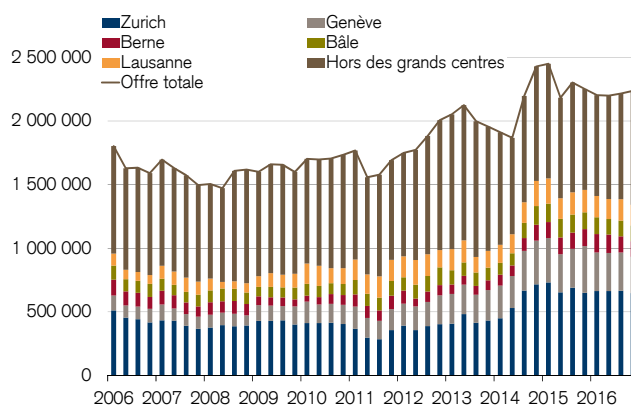
Autorisations et demandes de permis de construire, somme mobile sur douze mois; en mio. CHF



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 47: Surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces proposées par trimestre, en m²



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Offre en léger recul, mais à un niveau élevé

La somme des surfaces de bureaux proposées en ligne à la fin 2016 a légèrement reculé en comparaison des chiffres de l'année précédente (fig. 47) – ce qui est plutôt surprenant, compte tenu d'une dynamique en berne sur le front de la demande et de l'augmentation continue du

parc de l'immobilier de bureaux. Ce résultat pourrait notamment s'expliquer par le fait qu'en 2016, peu de surfaces importantes sont arrivées sur le marché dans les grands centres. Environ un quart des surfaces proposées sont des nouvelles constructions – très légèrement plus qu'à la fin 2015. Avec un peu plus de 2,2 mio. m² de surfaces et un taux de l'offre de 4,2%, l'offre reste néanmoins à un niveau historiquement élevé. Comme dans le cas de l'expansion, l'offre s'éloigne des grands centres, qui affichent un recul dans ce domaine. Cette évolution a été fortement influencée par la dynamique des quartiers des affaires extérieurs des marchés de l'immobilier de bureaux de Genève et de Berne, ainsi que de celle des quartier des affaires étendu de Lausanne. À eux trois, ceux-ci ont absorbé 110 000 m² (valeur nette) en 2016. En dehors des grands centres, les surfaces annoncées ont en revanche progressé de 103 000 m², alors qu'elles ne s'étaient plus inscrites en hausse depuis 2013.

Recul net de l'offre n'est pas en vue

L'offre ne semble pas se diriger vers un recul en 2017. Comme certains objets encore en construction sont déjà annoncés, le taux de l'offre ne devrait pas significativement augmenter en 2017. Dans les années à venir, l'offre devrait moins être marqué par de l'apport de grands projets. Ce sont davantage les surfaces existantes qui devraient marquer l'offre: elles seront libérées suite à des déménagements d'entreprises vers de nouveaux locaux, le plus souvent construits dans le cadre d'un usage propre.

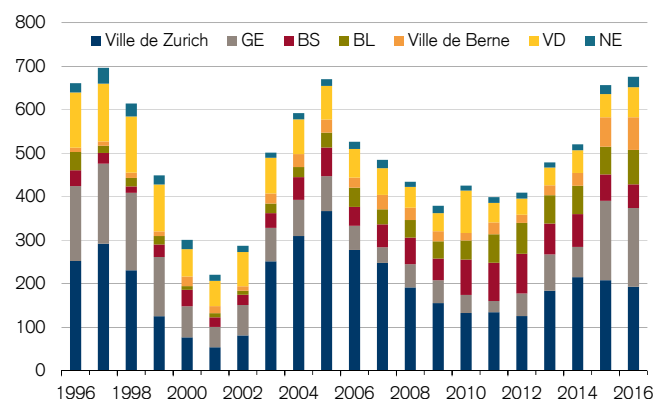
Le ralentissement du marché est moins prononcé

Résultat sur le marché: les frais de commercialisation continuent d'augmenter

À l'image des chiffres de l'offre, les données sur les surfaces vacantes à disposition en 2016 (relevé partiel sur environ 43% des surfaces) se sont stabilisées à un niveau élevé (fig. 48). En comparaison annuelle, les surfaces de bureaux vacantes cumulées ont progressé de 2,9%, alors que l'augmentation sur la même période de l'année précédente se montait à plus de 26%. Tandis que la ville de Zurich et les cantons de Genève et Bâle-Ville affichaient des surfaces vacantes en recul, celles des cantons de Vaud et de Bâle-Campagne ainsi que de la ville de Berne ont progressé. Les loyers conclus ont rapidement réagi à la hausse de l'offre et à la situation désormais plus qu'incertaine du côté de la demande (fig. 49). En Suisse alémanique, ces derniers se sont inscrits en baisse dès 2012, et en ville de Genève depuis la mi-2013. Seule la ville de Lausanne a vu ses loyers poursuivre leur augmentation, avec un pic provisoire à l'automne 2015. C'est dans la ville de Genève, à nouveau, que les loyers ont le plus corrigé en comparaison annuelle (-3,5%, 2^e trimestre 2016). En ville de Zurich, les loyers étaient aussi en repli (-1,3%). À Berne et Bâle, où les taux de l'offre sont inférieurs à la moyenne suisse et dont la tendance est en outre à la baisse, les loyers ont augmenté en comparaison annuelle. De plus, les locations conclues dans les grands centres marqués par des capacités excédentaires ont été dans la plupart des cas convenues moyennant des conditions spéciales (période sans loyer ou autres incitations). Ces avantages ne se retrouvant pas dans le loyer contractuel, l'évolution des loyers conclus renvoie une image trop optimiste de la situation.

Fig. 48: Surfaces de bureaux vacantes

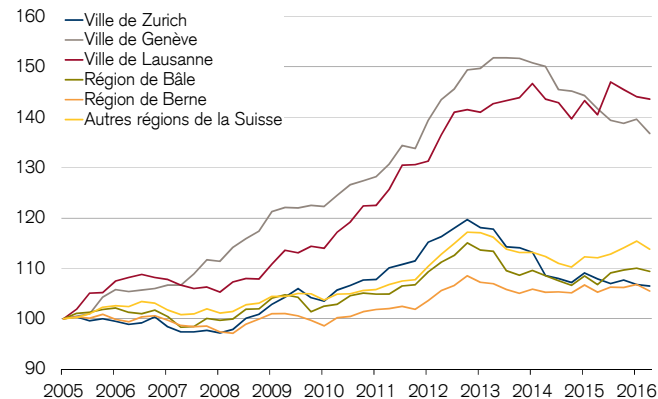
En milliers de m²; relevé partiel sur environ 43% du marché de l'immobilier de bureaux suisse



Source: Offices cantonaux de la statistique, Credit Suisse

Fig. 49: Évolution régionale des loyers

Indice hédonique des loyers sur la base des conclusions de contrats, indice: 2005 = 100



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

La durée d'insertion des surfaces de bureaux repart à la hausse

Le recul des loyers n'est pas le seul indice d'une situation compliquée en matière de commercialisation. La durée d'insertion des offres annoncées sur Internet augmente en effet elle aussi significativement. Entre le début 2014 et la fin 2016, la durée d'insertion moyenne a presque doublé et atteint actuellement plus de 150 jours; ce qui a certainement mené à un nouvel accroissement des frais de commercialisation pour les bailleurs et les courtiers. Afin de comprendre quels facteurs de la qualité du site et de l'objet sont décisifs pour la durée d'insertion, nous avons analysé plus en détail les données de l'offre sur Internet à l'aide d'un modèle économétrique. D'après nos calculs, les annonces sont plus longtemps publiées à des emplacements où l'accessibilité est certes élevée pour les transports individuels motorisés, mais où la connectivité avec les transports publics est comparativement moindre (p. ex. dans des centres éloignés des axes principaux des transports publics). Les plus grandes surfaces sont également plus difficiles à louer, tout comme celles qui affichent des loyers plus chers que la moyenne régionale. La situation géographique est également fondamentale. Ainsi, des bureaux situés dans les régions de Zurich ou de Suisse centrale (avec une qualité du site et une surface identique) restent nettement moins longtemps annoncés que dans l'Arc lémanique ou le Tessin.

La connectivité avec les transports publics restera essentielle dans l'immédiat

Depuis bien longtemps, les investisseurs et les promoteurs savent qu'une bonne connectivité avec les transports publics est un facteur déterminant pour la qualité de la localisation. D'après notre modèle, un bureau aux caractéristiques comparables situé sur un site très bien desservi par les transports publics aura une durée d'insertion deux fois moins longue que sur un site moyennement desservi. Seule l'apparition de véhicules autonomes pourrait réduire l'importance de l'accessibilité par les transports publics. Les véhicules autonomes augmenteront à n'en pas douter l'efficacité et l'utilité des transports individuels motorisés et desserviront de nombreux trajets bien plus rapidement que les transports publics. L'Office fédéral du développement territorial table sur une hausse de la circulation des personnes de 25% entre 2010 et 2040. Les transports individuels motorisés enregistreront quant à eux une croissance de 18%. Comme l'expansion des infrastructures routières n'est pas en mesure de suivre le rythme de cette croissance, les embouteillages devraient augmenter de manière démesurée et rendre les transports publics encore plus attrayants. Aussi une croissance soutenue de 51% est prévue pour les transports publics jusqu'à 2040. Il faudra sûrement encore patienter avant d'observer une utilisation efficace des infrastructures grâce aux véhicules autonomes. De ce fait, la connectivité aux transports publics demeurera un facteur fondamental pour les surfaces de bureaux.

Les quinze principaux marchés de l'immobilier de bureaux en bref

La figure 50 synthétise l'évolution des quinze principaux marchés de l'immobilier de bureaux. Au total, 63,5% des surfaces de bureaux suisses se trouvent dans ces quinze marchés. La proportion est encore plus élevée pour les surfaces proposées: 74,2% de l'offre totale des surfaces font ainsi partie de ce groupe, indiquant une concentration de l'offre dans les centres. Les cinq grands centres, en particulier, tirent nettement les chiffres de l'offre de toute la Suisse vers le haut (4,2%). Ils totalisent 60,0% de toutes les surfaces proposées, mais une proportion du parc de l'immobilier de bureaux de 44,1% seulement. De nombreuses régions listées affiche des taux de l'offre inférieurs à 3,0%. Cela a amené les investisseurs à diversifier régionalement leurs activités et à rester à l'écart des centres de taille moyenne. L'expansion attendue devrait surtout être supérieure à la moyenne dans les régions de La Sarine, Lucerne, Lugano et Aarau.

Fig. 50: Surfaces existantes et proposées sur les quinze principaux marchés de l'immobilier de bureaux

Surfaces existantes et proposées (existantes et nouvelles) en m² au quatrième trimestre 2016; prix moyens (nets) pondérés en fonction de la surface pour 2016 en CHF/m²; expansion attendue et tendance des prix pour 2017

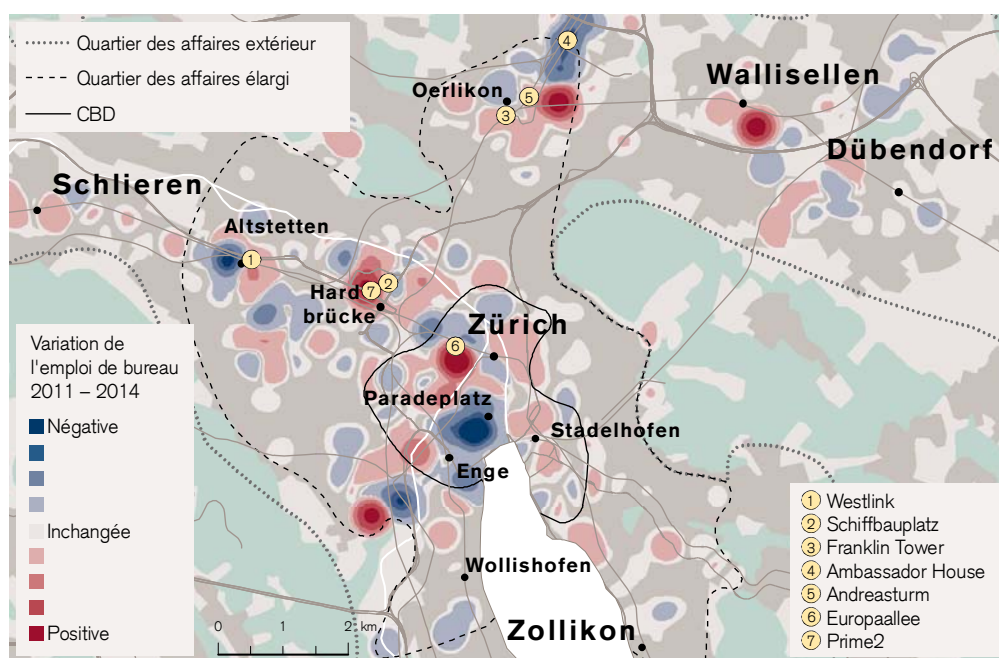
Marché immobilier de bureaux	Parc de bureaux	Surfaces proposées	Offre	Expansion attendue	Loyer moyen	Tendance des prix
Zurich	10 037 599	648 581	6,5%	↘	259	↘
Genève	4 081 178	284 995	7,0%	↘	431	↘
Berne	3 433 471	121 902	3,6%	↗	271	→
Bâle	3 236 968	122 609	3,8%	↗	214	→
Lausanne	2 568 998	163 635	6,4%	↗	269	↘
Région économique						
Lucerne	1 582 156	65 855	4,2%	↗	185	
St-Gall/Rorschach	1 430 485	29 676	2,1%	↘	186	
Aarau	1 343 237	48 643	3,6%	↗	169	
Lugano	1 274 781	38 753	3,0%	↗	231	
Lorzenebene/Ennetsee	1 261 864	39 475	3,1%	→	240	
Winterthur-ville	763 101	14 394	1,9%	↗	253	
La Sarine	723 794	20 994	2,9%	↗	226	
Baden	694 249	30 801	4,4%	↘	237	
Neuchâtel	637 209	12 644	2,0%	↗	155	
Olten/Gösgen/Gäu	578 710	17 285	3,0%	↘	143	
Suisse	53 003 528	2 237 188	4,2%	→	267	→

Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Zurich

Fig. 51: Évolution spatiale de l'emploi de bureau à Zurich

Variation de l'emploi de bureau, en termes absolus par ha, 2011–2014

**La croissance n'est plus que ponctuelle**

Sur le marché de l'immobilier de bureaux zurichois, la demande s'est nettement essouffée ces dernières années. Après une forte croissance de 17% entre 2008 et 2011, l'emploi de bureau à Zurich n'a progressé que de 1,7% entre 2011 et 2014. Depuis lors, il n'a pratiquement pas retrouvé de dynamique. Au total, la demande en surfaces a augmenté d'environ 170 000 m². Entre 2011 et 2014, la croissance de l'emploi, auparavant quasiment généralisée, a laissé place à une croissance ponctuelle (fig. 51). Plusieurs grands groupes s'employant à rassembler des postes de travail sur des sites bien desservis mais meilleur marché, le Central Business District (CBD) a accusé une diminution temporaire de la demande en surfaces. L'emploi de bureau a, en revanche, progressé dans les quartiers des affaires élargi et extérieur, se traduisant par une demande supplémentaire de 80 000 m² à 100 000 m² en surfaces correspondantes. En y regardant de plus près, les sites au-delà de la Sihl, de l'Europaallee jusqu'à l'Üetlihof en passant par Binz ont gagné du terrain au détriment surtout du centre-ville de Zurich. À la faveur de nouvelles constructions, de nouveaux points de croissance sont apparus près de la gare de Zurich Hardbrücke, dans le quartier du Richti et dans l'ancienne zone industrielle de Leutschenbach.

La branche des services financiers fait pression sur la demande en surfaces

Finalement, la demande en surfaces de bureaux à Zurich n'a guère progressé ces deux dernières années. La mutation structurelle observée dans la branche des services financiers s'est fait sentir sur le besoin en surfaces. Zurich a été particulièrement touchée, la finance occupant une part élevée dans l'emploi (13,6%). Des branches en pleine expansion telles que la santé ont pu compenser le recul de la demande en surfaces des banques, mais Zurich manque de branches en croissance susceptibles de générer une expansion significative. En conséquence, nous n'anticipons pour le marché de l'immobilier de bureaux zurichois qu'une demande supplémentaire de quelques milliers de mètres carrés en 2017. En outre, la mise en œuvre de la RIE III devrait mettre à mal la compétitivité du site de Zurich par rapport à d'autres centres. En effet, une réduction des taux d'imposition ordinaires entraînerait à Zurich des diminutions des recettes fiscales nettement plus importantes qu'ailleurs pour les contribuables ordinaires. Zurich ne prévoit en conséquence qu'une diminution du taux d'imposition des bénéfices de 8 à 6%. Dans la ville de Zurich, la charge fiscale réelle (Confédération, canton et commune) se situerait aux alentours de 18,2% et resterait ainsi dans le bas du classement. Si la réforme est finalement mise en œuvre avec succès, la région lémanique et Bâle-Ville pourraient séduire les entreprises grâce à des impôts ordinaires nettement plus bas.

L'Offre et les surfaces vacantes continuent de se stabiliser

La faible demande supplémentaire attendue en 2017 ne représente qu'une fraction des surfaces de bureaux actuellement sur le marché. Fin 2016, le taux de l'offre sur le marché zurichois atteignait 6,5%, le pourcentage le plus élevé parmi les centres de Suisse alémanique. Si le volume des surfaces proposées a un peu diminué depuis le record atteint début 2015, il évoluait récem-

ment au niveau élevé de 649 000 m² (fig. 53). En dépit de quelques relocations réussies, on assiste finalement à un jeu à somme nulle, puisque les surfaces libérées ailleurs par les nouveaux locataires viennent peu après grossir les rangs de l'offre. Environ la moitié des surfaces inscrites se trouve dans le quartier des affaires élargi de Zurich, où le taux de l'offre atteint la valeur élevée de 7,6%. Notons encore que nombre de ces surfaces sont neuves et que beaucoup de ces bureaux sont loin d'être déjà utilisables. De même, il faut souligner que certaines surfaces, surtout celles de grande taille, ne sont parfois plus annoncées sur les portails en ligne, mais uniquement sur les pages d'accueil des différents projets. Les chiffres officiels sur les surfaces vacantes de la ville de Zurich laissent cependant un peu d'espoir: pour la deuxième année consécutive, les surfaces de bureaux vacantes ont en effet légèrement fléchi pour atteindre au 1^{er} juin 2016 193 000 m². Le recul a surtout été observé dans le CBD (16 000 m² de surfaces de bureaux vacantes en moins qu'en 2015). Le marché de l'immobilier de bureaux du centre-ville retrouve ainsi peu à peu des couleurs après la hausse prononcée des surfaces sur le marché en 2014. Les loyers des surfaces de bureaux vacantes ont nettement corrigé (de 8% à 14%) depuis 2014 dans les arrondissements onéreux du centre-ville, d'Enge et de Seefeld. À la faveur de ces baisses de loyer, les surfaces les intéressantes devraient avoir trouvé preneur. En revanche, les surfaces vacantes ont progressé dans les quartiers en dehors du centre, et notamment à Altstetten et Seebach. Altstetten est désormais le quartier qui compte le plus grand nombre total de surfaces vacantes, tandis que Seebach affiche le taux de vacance le plus élevé (5,6%).

La concurrence fait baisser les loyers

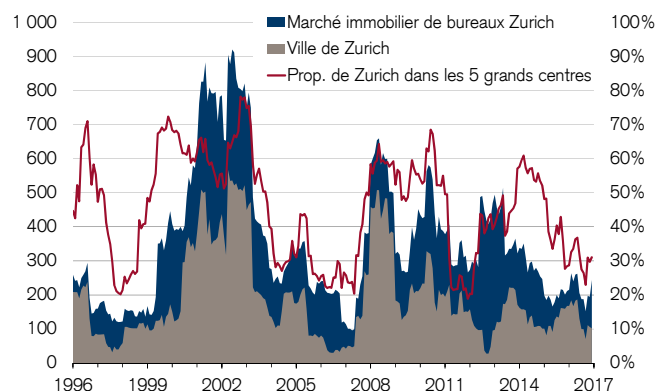
La stabilisation de l'offre n'a pas calmé la concurrence. Dans le CBD, la durée d'insertion moyenne est désormais de 153 jours (+55 jours). Les surfaces qui restent le plus longtemps annoncées sont les surfaces existantes du quartier des affaires extérieur (202 jours, + 48 jours par rapport à la fin 2015). La situation de la commercialisation semble ainsi s'être encore compliquée, ce qui amène à réaliser diverses concessions dans les conditions des locations. Mais même sans tenir compte de ces multiples services supplémentaires, les loyers corrigent déjà depuis 2012. En ville de Zurich, les loyers ont cédé 1,3% en 2016 en comparaison annuelle, contre 0,6% sur l'ensemble de la région. Le niveau actuel des loyers est inférieur de 11,0% au record de 2012. Zurich a ainsi connu la correction la plus marquée de tous les grands centres.

Aucun recul rapide de l'offre à attendre

En 2017, les locations et l'expansion de l'offre devraient plus ou moins s'équilibrer, puisque quelques projets d'envergure seulement seront livrés, notamment le projet Westlink et l'immeuble commercial de la Schiffbauplatz, qui présentent tous deux des taux de prélocation élevés. Depuis deux ans, les investisseurs sont plus prudents sur le marché zurichois. Pour preuve, la somme sur douze mois des autorisations de construire évolue depuis cette période à un niveau d'environ 244 mio. CHF, soit 108 mio. CHF environ de moins que la moyenne à long terme (fig. 52). Le seul projet de construction prestigieux à avoir fait l'objet d'une autorisation en 2016 a été la Franklin Tower à Oerlikon. Elle devrait être mise à disposition dès 2018. La même année, l'Ambassador House, l'Andreas Tower et le secteur B de l'Europaallee seront vraisemblablement terminés. Puis, en 2019, The Circle devrait être prêt à être emménagé. Enfin, une nouvelle construction de remplacement est en plein processus d'autorisation sur le site de Welti-Furrer (Prime2, 18 000 m² de surfaces de bureaux). Au vu de tous ces projets, nous n'attendons à moyen terme aucun recul de l'offre en surfaces de bureaux.

Fig. 52: Volume de constructions avec autorisation pour des surfaces de bureaux (somme sur 12 mois)

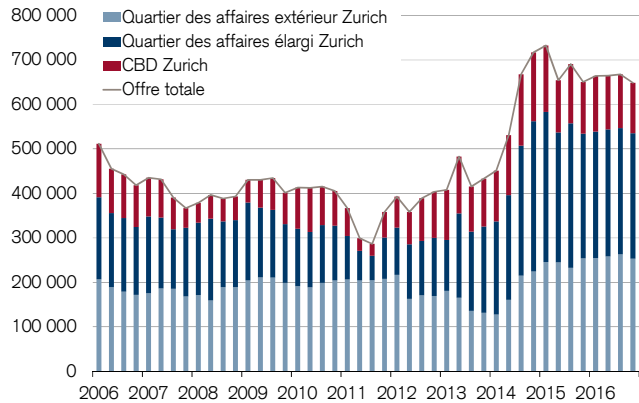
En mio. CHF; proportion dans le total des grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 53: Évolution des surfaces de bureaux proposées*

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m²



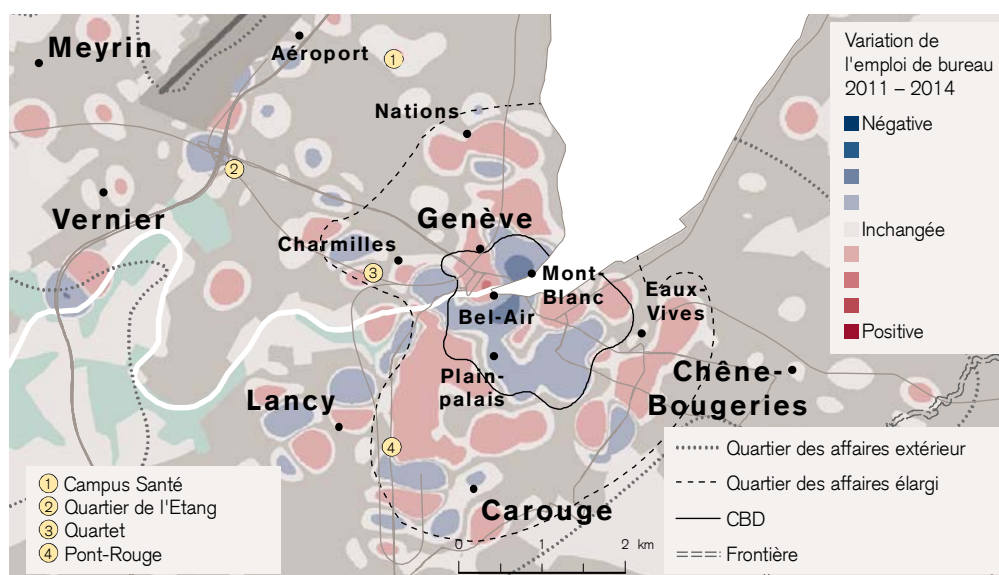
Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

*sans The Circle

Genève

Fig. 54: Évolution spatiale de l'emploi de bureau à Genève

Variation de l'emploi de bureau, en termes absolus par ha, 2011–2014



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

Recul de la demande en surfaces dans le CBD

L'Arc lémanique, avec Genève comme centre principal, a longtemps été un puissant moteur de l'économie suisse. Compte tenu des défis économiques et des incertitudes liées à l'attractivité de ce site (initiative contre l'immigration de masse, RIE III), l'évolution est cependant moins dynamique depuis 2010. Entre 2011 et 2014, l'emploi de bureaux genevois n'a progressé que de 1,7%, soit une croissance de la demande correspondante estimée à 70 000 m² de surfaces de bureaux. Les sites qui ont pu afficher une croissance importante de l'emploi sont donc rares (fig. 54). La demande en surfaces a particulièrement augmenté dans le quartier des affaires élargi, alors que dans le CBD, la demande en surfaces de bureaux a cédé jusqu'à 50 000 m². À l'inverse de ce qui se passe dans d'autres grands centres, les optimisations des sites par les entreprises n'expliquent pas ce phénomène, car le marché immobilier de bureaux genevois n'a pas enregistré de grands déplacements. Ce sont bien plus les conséquences de la mutation structurelle qui sont à pointer du doigt.

La demande supplémentaire devrait rester timide en 2017

À Genève, le secteur bancaire et le commerce de gros, avec des parts de l'emploi de respectivement 7,2% et 6,9%, occupent une place prépondérante. Tous deux connaissent actuellement des changements structurels et ont récemment affiché un recul de leur demande en surfaces. Et si Genève peut compter sur certaines autres branches porteuses du tertiaire, la croissance des surfaces occupées ne devrait pas avoir excédé environ 10 000 m² au total ces deux dernières années. Pour 2017, nous attendons également sur le marché de l'immobilier de bureaux genevois une demande supplémentaire peu élevée, inférieure à 10 000 m². La dynamique de l'économie locale ne s'est pas encore enrayée, comme le prouve la croissance des frontaliers, en hausse linéaire dans le canton de Genève de 6000 frontaliers par an actuellement. Compte tenu des qualités affichées par son site, Genève demeurera sur le long terme un emplacement attractif pour les bureaux. Dans le sillage de la RIE III, les impôts sur les sociétés devraient être particulièrement élevés en Suisse romande – qui abrite de nombreux grands groupes fiscalement privilégiés. À Genève, le taux ordinaire d'imposition des bénéficiaires devrait passer d'environ 24% récemment à 13,49%. Au classement de la charge fiscale totale, Genève occuperait ainsi le dixième rang à l'avenir.

L'offre toujours à un niveau élevé

En dépit d'une dynamique morose de l'emploi, le nombre de surfaces à pourvoir sur le marché de l'immobilier de bureaux genevois n'a pas continué sa progression (fig. 56); il a même significativement reculé depuis son record de 2015 (-81 000 m²). Avec 7,0%, Genève affiche toujours le taux de l'offre le plus élevé de tous les centres suisses. Ce pourcentage est le plus haut dans le quartier des affaires extérieur (8,6%), même si environ 6,9% de toutes les surfaces proposées se retrouvent dans le CBD. L'offre a essentiellement diminué dans le quartier des affaires extérieur (-30,5%). Ce phénomène s'explique par des activités d'investissement extrêmement timides ces dernières années; en conséquence, peu de nouvelles surfaces de grande taille arrivent sur le marché, et l'offre en surfaces n'a pas continué à s'étoffer. Ainsi, 7,7% seulement de l'offre genevoise en surfaces de bureaux sont des nouvelles constructions.

Les surfaces vacantes se déplacent vers les objets anciens

Les chiffres officiels des surfaces vacantes témoignent eux aussi de l'atonie du marché de l'immobilier de bureaux genevois. En dépit d'une faible activité de construction dans le canton de Genève, les surfaces vacantes représentaient toujours 181 000 m² en juin 2016. Cette stabilisation est donc une évolution positive, dans la mesure où l'année précédente, les surfaces vacantes avaient encore augmenté de 162%. Ces surfaces ont surtout progressé en ville de Genève et à Lancy, tandis que les communes de Meyrin, Vernier et Versoix ont elles enregistré un recul. L'an dernier, les surfaces vacantes se sont significativement déplacées (-40 000 m²) des nouvelles constructions (après 2010) vers les immeubles plus anciens (avant 1970). Ce phénomène étant appelé à se poursuivre, ce sont essentiellement les surfaces existantes plus anciennes qui devraient être disponibles.

La correction se poursuit sur le front des loyers

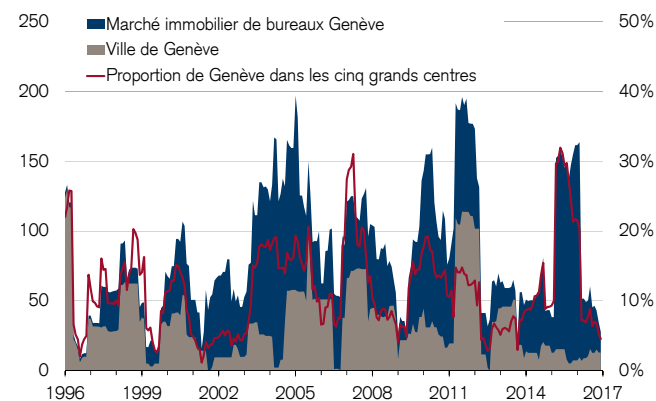
Malgré la stabilisation des surfaces proposées et vacantes, la situation en matière de commercialisation reste tendue, comme l'indique la durée d'insertion moyenne élevée. Cette dernière est passée au-delà du seuil des 150 jours dans les trois quartiers des affaires de Genève. Dans le quartier des affaires élargi et extérieur, cette durée a progressé de 40 jours environ depuis 2015. Cette tension se retrouve également dans les prix des loyers. Même les loyers proposés, qui dépeignent une image trop positive en raison de problèmes de mesure, ont perdu pas moins de 8,1% dans le CBD depuis leur sommet de 2012. Les loyers conclus suivent une tendance similaire: au deuxième trimestre 2016, les loyers en ville de Genève ont encore reculé de 3,5% en comparaison annuelle et s'établissent désormais 9,9% en deçà du record de la mi-2013. Malgré ces corrections, les loyers genevois restent les plus élevés de Suisse. Compte tenu de l'atonie de la demande, les loyers devraient aussi rester sous pression en 2017.

Un calme trompeur dans l'activité de la construction

À l'exception du nouveau Campus de la Santé à Grand-Saconnex qui sera inauguré fin 2017 avec une surface brute au sol de 40 000 m², l'activité de construction est restée discrète sur le marché genevois. Les perspectives incertaines du côté de la demande ont incité les investisseurs à faire preuve de prudence. L'expansion prévue, avec 28 mio. CHF, est donc 67% inférieure à la moyenne à long terme; la part des surfaces de bureaux genevois avec autorisations représente quant à elle juste 4,2% du total des cinq grands centres (fig. 55). En ville de Genève, les autorisations de construire restent à un niveau relativement bas (13 mio. CHF). Ce calme est cependant trompeur. Les demandes de permis déposées indiquent que l'expansion sur le marché de l'immobilier de bureaux genevois pourrait bientôt retrouver un rythme plus soutenu. Dans la commune périphérique de Vernier, dans le futur quartier de l'Étang, une demande d'autorisation de construire un immeuble commercial pour un montant de 90 mio. CHF a été déposée. Jusqu'à 500 postes de travail devraient apparaître dans le nouveau quartier. Dans le CBD, le projet Quartet, avec ses 15 000 m² de surfaces de bureaux prévues dans un emplacement central, pourrait venir changer la donne. De même, des surfaces importantes feront leur apparition dans le cadre du projet Pont-Rouge, dont la première étape de 30 000 m² est déjà en construction. Enfin, l'inauguration de la liaison ferroviaire CEVA et le développement des sites des gares la desservant feront l'effet d'une bouffée d'air frais qui s'inscrira dans la durée. De fait, cela pourrait déclencher une vague d'optimisations des localisations à Genève.

Fig. 55: Volume de constructions avec autorisation pour des surfaces de bureaux (somme sur douze mois)

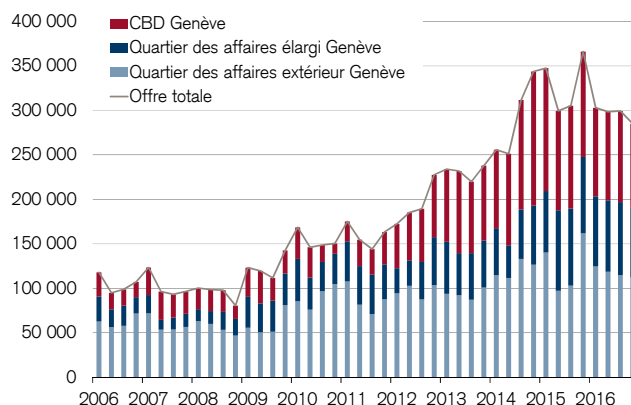
En mio. CHF; part dans le total des grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 56: Évolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m²

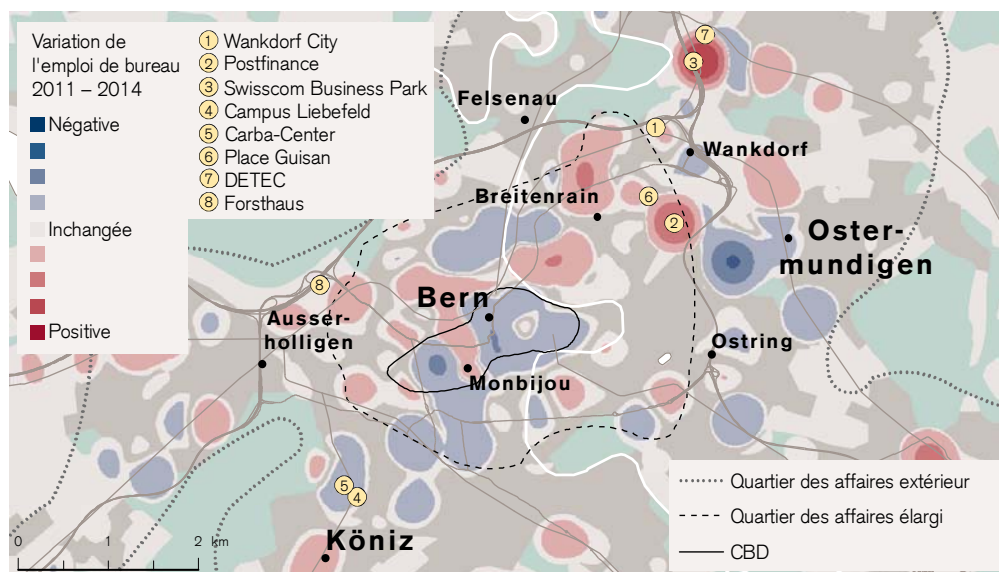


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Berne

Fig. 57: Évolution spatiale de l'emploi de bureau à Berne

Variation de l'emploi de bureau, en termes absolus par ha, 2011–2014



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

Le marché de l'immobilier de bureaux progresse surtout au nord-ouest

Le marché de l'immobilier de bureaux bernois progresse de façon dynamique, mais une fois de plus à sa périphérie en particulier. Entre 2011 et 2014, l'emploi de bureau a progressé de 2,8%, ce qui s'est traduit par une demande supplémentaire en surfaces d'environ 100 000 m². Le besoin en surfaces a exclusivement augmenté dans le quartier des affaires élargi et extérieur (tous deux plus de 60 000 m², fig. 57). Le marché de l'immobilier de bureaux se déplace principalement vers le nord-est, avec Wankdorf comme nouveau centre. Le siège principal de Postfinance, le Swisscom Business Parc à Ittingen et l'Office fédéral de l'informatique et de la télécommunication à Zollikofen ont constitué d'importants pôles de croissance. Le marché de l'immobilier de bureaux progresse également dans le sud, à Liebefeld. L'administration fédérale a investi le Campus Liebefeld, le nouveau Carba Center sera bientôt presque entièrement loué, et un autre immeuble de bureaux devrait encore suivre. Dans le même temps, le CBD de Berne a vécu le phénomène inverse avec un recul de l'emploi: environ -3,8% de surfaces nécessaires en 2014 par rapport à 2011. Le recul de la demande est essentiellement attribuable à l'administration publique et aux prestataires de services financiers, qui ont déplacé leurs activités hors du centre-ville. À l'inverse, la plus forte demande supplémentaire est à mettre au crédit des bureaux d'architectes et d'ingénieurs, suivis du secteur de la défense d'intérêts.

Demande toujours modérée et stable

Depuis 2014, la demande en surfaces de bureaux a connu une augmentation globale située dans le bas d'une fourchette à cinq chiffres (en m²). La santé et les services aux entreprises ont été les principaux soutiens de cette dernière. La prépondérance du secteur de l'administration publique va de pair avec des perspectives de croissance modérées, mais stables. La santé et l'informatique recèlent les plus forts potentiels de développement. Pour 2017, nous attendons sur le marché de l'immobilier de bureaux une croissance de la demande de quelque 15 000 m². À l'aune du parc existant, il s'agit de la valeur la plus élevée parmi les grands centres. À long terme toutefois, le site de Berne pourrait perdre de son attrait par rapport à d'autres grands centres, dans le sillage de la mise en œuvre de la RIE III. Berne fait en effet partie des cantons dont les recettes fiscales relèvent en très grande partie des entreprises taxées au taux ordinaire. Une réduction des taux d'imposition ordinaires, se calquant sur la politique en la matière des cantons les plus attractifs, entraînerait par conséquent un manque à gagner important. Dans ses scénarios, le canton de Berne table sur un taux d'imposition des bénéfices de 16,37%. Avec ce taux, Berne serait, d'un point de vue fiscal, un site plus attrayant pour les entreprises que Zurich, mais se positionnerait nettement derrière les autres grands centres.

Offre de surfaces en recul, à l'exception du CBD

À l'heure actuelle, le marché de l'immobilier de bureaux de Berne, connu pour sa stabilité, affiche le taux de l'offre le plus bas (3,6%) parmi les grands centres avec au total 122 000 m² de surfaces annoncées, tant nouvelles qu'existantes (fig. 59). Depuis la fin 2015, les surfaces annoncées ont cédé 8,8% au total. Dans le quartier des affaires élargi en particulier, presque aucune surface n'est proposée actuellement. Mais c'est surtout dans le quartier des affaires extérieur que l'offre de surfaces de bureaux a diminué (-23 000 m² par rapport à la fin 2015). Dans le CBD en

revanche, les surfaces annoncées ont grimpé de 67,8% (+16 000 m²): comme le regroupement hors du CBD de bureaux de la Confédération et d'entreprises proches de l'État se poursuit, des bureaux se libèrent dans des emplacements intéressants du centre-ville. Compte tenu de la dynamique modérée sur le front de l'offre, les chiffres officiels des surfaces de bureaux et de cabinets vacantes en ville de Berne évoluent actuellement à un niveau relativement élevé. En juin 2016, 99 objets étaient ainsi disponibles, pour une surface totale de 75 000 m². Les surfaces de bureaux vacantes sont pour l'essentiel des surfaces existantes difficiles à louer qui attendent de trouver preneur depuis plus d'un an déjà. Par rapport à l'année précédente, les surfaces vacantes ont progressé de 10%, mais cette hausse est raisonnable si l'on songe qu'elles avaient doublé au cours de l'année précédente. Nous nous attendons à ce que le nombre de surfaces vacantes reparte à la baisse l'an prochain.

Une faible durée d'insertion

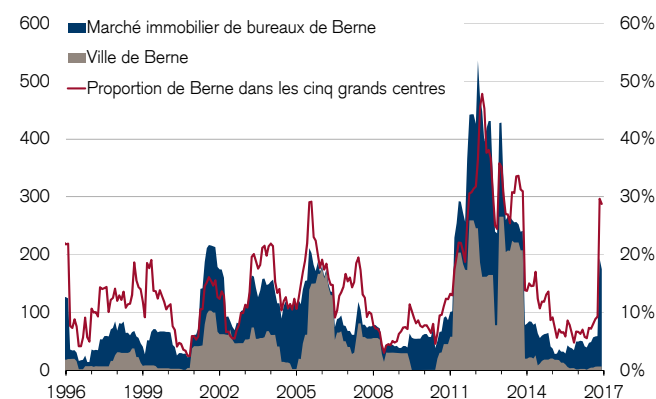
Malgré la hausse de l'offre ces dernières années, le centre-ville de Berne n'est pas à proprement parler un marché sursaturé. En témoigne la courte durée d'insertion qui y règne. Dans le CBD de Berne et le quartier des affaires élargi, celle-ci s'élève respectivement à 70 et 83 jours seulement. Elle a même diminué dans le CBD par rapport à 2015. Par comparaison, aucun des autres grands centres n'affiche une durée d'insertion inférieure à 110 jours dans les différents quartiers des affaires. La durée moyenne atteint cependant 150 jours dans le quartier des affaires extérieur de Berne, mais cette valeur n'est pas inhabituelle en périphérie. Dans l'ensemble de la région, les loyers conclus au deuxième trimestre 2016 ont légèrement progressé en comparaison annuelle (0,2%). Depuis la mi-2013, les loyers bernois sont en phase de stabilisation.

La consolidation de la Confédération est source de vigueur

Dans un premier temps, nous attendons un nouveau recul de l'offre en surfaces. Seul l'achèvement de la deuxième phase de développement de Wankdorf City et le regroupement de la Confédération dans la zone autour de la Place Guisan devraient doper une offre comparativement faible sur le marché de l'immobilier de bureaux de Berne. Le volume de constructions pourvues d'une autorisation atteint 175 mio. CHF, soit bien au-delà de la moyenne à long terme de 118 mio. CHF, annonçant déjà une prochaine vague d'expansion (fig. 58). Avec 26,4%, la part de l'expansion bernoise dans les cinq grands centres atteint presque le double de la moyenne à long terme. La construction d'un nouveau bâtiment administratif du Département fédéral de l'environnement, des transports, de l'énergie et de la communication (DETEC) à Ittigen, avec un volume de construction de 150 mio. CHF, compte pour beaucoup dans cette dynamique. À l'issue de la première étape d'expansion, le nouveau centre administratif devrait accueillir 600 nouveaux postes de travail. Puis, à un deuxième stade, le site devrait devenir l'un des plus grands centres de l'administration fédérale avec environ 2200 postes de travail. Un deuxième bâtiment administratif devrait en outre voir le jour d'ici 2021 à Zollikofen sur la parcelle de Meielen, dans le cadre d'une nouvelle étape de consolidation. De son côté, l'administration de la ville de Berne prévoit de réunir les services administratifs portant sur la construction (370 postes de travail) sur le site de Forsthaus. Compte tenu de la poursuite d'un mouvement de concentration et d'un volume d'autorisations de construire peu élevé en ville de Berne (7 mio. CHF), les surfaces existantes du centre-ville devraient continuer de constituer le gros de l'offre sur le marché. Ainsi, la restructuration du marché de l'immobilier de bureaux bernois progresse.

Fig. 58: Volume de constructions avec autorisation pour des surfaces de bureaux (somme sur douze mois)

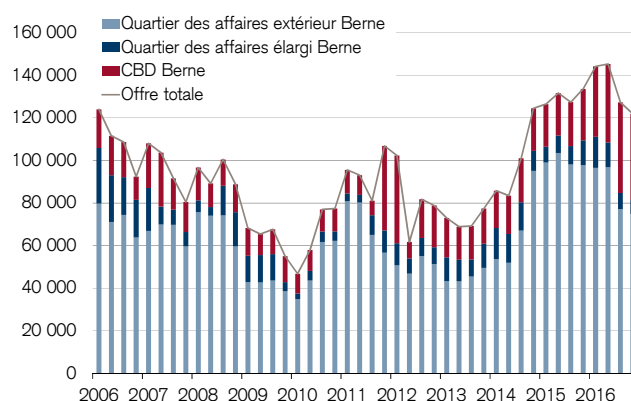
En mio. CHF; part dans le total des grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 59: Évolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m²

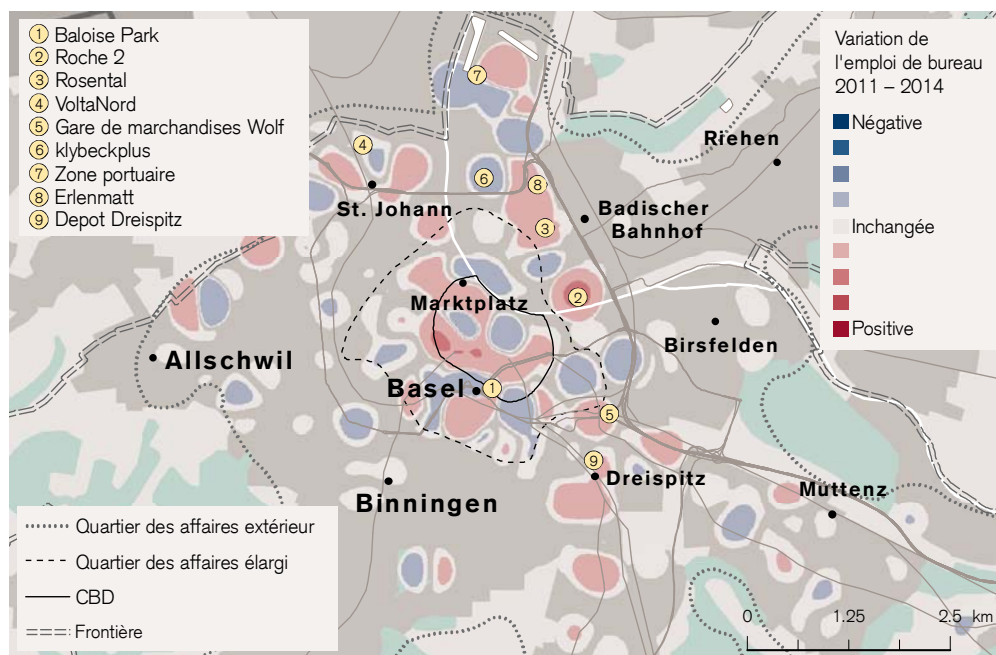


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Bâle

Fig. 60: Évolution spatiale de l'emploi de bureau à Bâle

Variation de l'emploi de bureau, en termes absolus par ha, 2011–2014



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

La croissance de l'emploi largement soutenue

Avec l'implication des deux géants pharmaceutiques dans la cité rhénane, le site économique de Bâle a retrouvé confiance, ce qui se traduit par une croissance multiple. Cette dynamique soutenue se retrouve notamment dans le nombre croissant de frontaliers qui viennent travailler en ville de Bâle. Leur nombre a progressé de 3,0% par an depuis 2011, après avoir été stable des années durant. Entre 2011 et 2014, l'emploi de bureau dans le marché bâlois a gagné 2,8%, ce qui a alimenté la demande en surfaces de bureaux d'environ 90 000 m². Cette croissance est largement soutenue par cinq branches principales, qui ont généré chacune une demande supplémentaire de quelque 20 000 m². Le besoin de surfaces a en revanche cédé du terrain dans la chimie, le conseil juridique et fiscal, ainsi que dans les assurances. Sur le plan géographique, la demande en surfaces a augmenté dans les trois quartiers des affaires – principalement dans le quartier des affaires extérieur (3,6%), et plus précisément dans le Petit-Bâle (fig. 60). Environ un tiers de la croissance de la demande dans cette zone provient de la pharmacie. Entre 2011 et 2014, alors que la demande en surfaces s'inscrivait en recul dans le CBD de divers centres de grande ou moyenne taille, le centre-ville de Bâle affichait lui une croissance. Par rapport à 2011, ce sont ainsi quelque 20 000 m² de surfaces de bureaux supplémentaires qui ont été nécessaires dans le CBD en 2014.

Des conditions cadres garantes d'un potentiel de croissance supplémentaire

Portée par la pharmacie, la structure des branches économiques bâloises affiche l'un des potentiels de croissance à moyen terme les plus élevés de Suisse. Pour 2017, nous attendons sur le marché de l'immobilier de bureaux de Bâle une croissance organique de la demande pouvant aller jusqu'à 20 000 m² supplémentaires. Dans le cadre de la RIE III, la qualité du site de Bâle devrait se renforcer aux yeux des entrepreneurs. Bâle-Ville envisage de réduire le taux d'imposition des bénéficiaires qui est actuellement de 22,2% à 13,0% et l'impôt sur le capital – aujourd'hui relativement élevé – de 5,25% à 1%. Dans le classement de l'attractivité fiscale des cantons, Bâle-Ville, aujourd'hui lanterne rouge, effectue ainsi une remontée de 19 rangs pour se classer huitième. Dans l'indicateur de la qualité du site, le canton passe même en deuxième place.

Une offre composée surtout de nouvelles surfaces

Le nombre de surfaces proposées sur le marché de l'immobilier de bureaux bâlois n'a cessé de reculer depuis la fin 2014 et atteint à l'heure actuelle encore environ 123 000 m² ou 3,8% du parc existant (fig. 62). Si les surfaces proposées dans le CBD et dans le quartier des affaires élargi ont connu un repli, elles sont restées constantes dans le quartier des affaires extérieur. Le taux de l'offre dans le CBD bâlois (2,0%) est particulièrement bas. La majeure partie des surfaces inscrites se concentre sur le quartier des affaires élargi, qui présente le taux de l'offre le plus élevé de Bâle (7,0%). Une part extrêmement importante de l'offre bâloise provient de surfaces de bureaux nouvelles ou projetées, tandis que 45% seulement de l'offre inscrite provien-

ment du parc existant. Ce pourcentage passe même à 16% dans le quartier des affaires élargi. En comparaison, il n'est jamais inférieur à 48% dans les autres grands centres.

Taux de vacance peu élevé à Bâle-Ville

Comme une grande partie de l'offre correspond à des surfaces en construction ou tout juste planifiées, le taux de vacance des surfaces de bureaux à Bâle-Ville s'élevait à seulement 2,5% au 1^{er} juin 2016. En comparaison annuelle, les surfaces vacantes bâloises ont reculé de 6000 m² pour s'établir à 55 000 m², soit leur plus bas niveau ces sept dernières années, notamment grâce à la demande supplémentaire temporaire de La Bâloise liée à la construction de l'immeuble Bâloise Park. Une fois celui-ci achevé en 2020, ces surfaces devraient néanmoins redevenir vacantes. En outre, avec la concentration de Roche sur le site de Wettstein, ce sont jusqu'à 70 000 m² de surfaces existantes qui devraient venir grossir l'offre dans les six à sept années à venir. Par conséquent, nous tablons à l'avenir sur des surfaces vacantes en hausse dans le canton de Bâle-Ville. Pour ce qui est de Bâle-Campagne en revanche, le nombre de surfaces de bureaux vacantes y a progressé de 16 000 m² pour atteindre 79 000 m², après avoir plus ou moins stagné depuis 2011.

Durée d'insertion constante et loyers en hausse

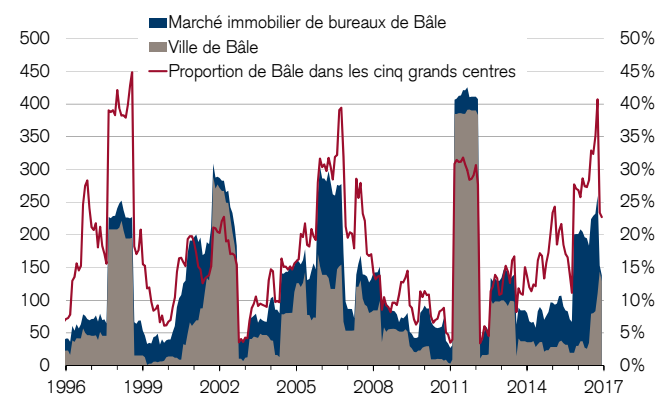
Pour l'heure, le marché de l'immobilier de bureaux bâlois est stable, ce que confirme une durée d'insertion moyenne des surfaces de bureaux qui tend à évoluer latéralement par rapport à d'autres grands centres. Dans le CBD et le quartier des affaires extérieur, la durée d'insertion dépasse les 160 jours; avec 113 jours, elle est bien inférieure dans le quartier des affaires élargi. L'évolution des loyers montre quant à elle qu'aucune offre excédentaire ne règne sur le marché de l'immobilier de bureaux bâlois. À l'aune de l'indice hédonique des prix des loyers, les loyers conclus dans la région de Bâle ont progressé de 2,4% au deuxième trimestre 2016 en comparaison annuelle. Ainsi, le marché bâlois a su éviter le recul des loyers qui s'observe surtout dans les grands marchés de Genève et Zurich.

Record attendu en 2017 pour les autorisations de construire

Dans les années à venir, un volume considérable de nouvelles surfaces de bureaux fera son apparition sur le marché immobilier de bureaux bâlois. Pour l'heure, la somme sur douze mois des autorisations de construire (138 mio. CHF) est très légèrement supérieure à la moyenne à long terme (134 mio. CHF) (fig. 61). La construction du nouveau siège principal de La Bâloise dans la rue Aeschengraben vient s'inscrire en soutien. Comme les demandes de permis de construire l'indiquent, l'expansion devrait bientôt atteindre un niveau record. D'autres demandes de permis de construire pour le siège principal de La Bâloise sont prêtes à être examinées, tandis que la deuxième Tour Roche (chantier 2), pour un montant d'investissement de 550 mio. CHF, attend elle aussi son feu vert. Pour continuer sur la voie de l'expansion des surfaces, la ville de Bâle dispose de plusieurs sites sous-utilisés, qui pourraient être développés (Rosental, VoltaNord, Dreispitz, gare de marchandises de Wolf, Klybeckplus, zone portuaire de Klybeck-Kleinhüningen). En dépit de progrès croissants dans la zone d'Erlenmatt, le potentiel de construction urbaine ne devrait pas se tarir de sitôt, que ce soit pour réaliser de nouvelles utilisations ou même créer de nouveaux quartiers. De telles évolutions prennent cependant du temps, à l'image de l'immeuble prévu Am Depot Dreispitz, et dont l'avancée est actuellement en suspens.

Fig. 61: Volume de constructions avec autorisation pour des surfaces de bureaux (somme sur douze mois)

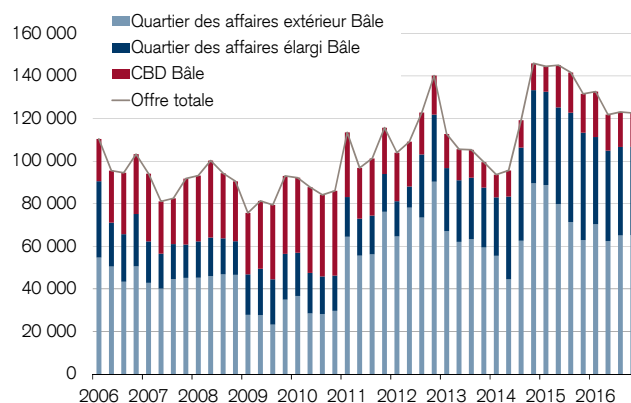
En mio. CHF; part dans le total des grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 62: Évolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m²

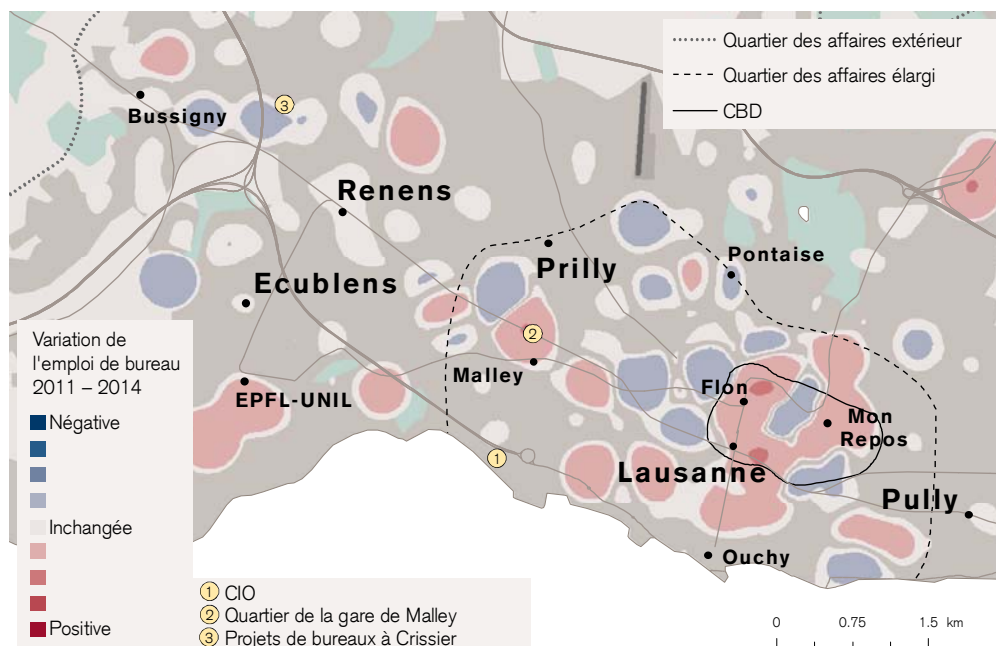


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lausanne

Fig. 63: Évolution spatiale de l'emploi de bureau à Lausanne

Variation de l'emploi de bureau, en termes absolus par ha, 2011–2014



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

Lausanne affiche la croissance de l'emploi la plus soutenue de tous les grands centres

Jusqu'en 2010, l'Arc lémanique a longtemps été l'un des moteurs principaux de l'économie suisse. L'essoufflement qui s'en est suivi affecte depuis lors l'évolution de la région et se traduit par une demande en surfaces réduite et une offre élevée. Le marché immobilier de bureaux lausannois est cependant nettement moins touché que celui de Genève. Pour preuve, il a affiché entre 2011 et 2014 la croissance de l'emploi de bureau la plus élevée (3,4%) des cinq grands centres, laquelle devrait avoir généré un besoin supplémentaire d'environ 85 000 m² de surfaces de bureaux (fig. 63). La croissance a été largement soutenue par l'administration publique, la gestion et le conseil aux entreprises, les bureaux d'architectes et d'ingénieurs ainsi que les agences de recrutement. À l'inverse, ce sont surtout la finance et les activités lui étant liées qui ont vu un recul de la demande en surfaces. La croissance de l'emploi a été relativement homogène sur les trois quartiers des affaires, même si, à la différence des autres grands centres, c'est essentiellement le Central Business District (CBD) qui a connu une évolution très positive. Ce phénomène s'explique probablement par le fait que Lausanne est moins concerné que d'autres grands centres par les efforts de fusion et de centralisation d'entreprises et d'administrations. En termes de surfaces, c'est surtout le quartier des affaires élargi qui a progressé avec environ 40 000 m² supplémentaires, suivi du CBD avec environ 26 000 m².

Amélioration de la qualité du site lausannois

Les défis économiques et les incertitudes qui planent actuellement ne devraient guère épargner la structure diversifiée des branches économiques lausannoises, en témoigne une croissance de l'emploi plus faible en 2015 et, plus particulièrement, en 2016. Jusqu'au troisième trimestre 2016, l'emploi dans le secteur tertiaire de tout l'Arc lémanique s'est même inscrit en recul (-0,1%). À moyen terme toutefois, la structure des branches dans laquelle la santé et l'éducation occupent une place prépondérante laisse entrevoir un potentiel de croissance légèrement supérieur à la moyenne. Pour 2017, nous attendons sur le marché de l'immobilier de bureaux lausannois une demande supplémentaire de pas moins de 10 000 m². Dans le cadre de la RIE III, l'imposition des entreprises devrait être particulièrement se réduire dans le canton de Vaud. En mars 2016, les électeurs du canton de Vaud ont approuvé la réduction du taux ordinaire d'imposition sur les bénéfiques, qui passera de 21,7% à 13,8%. Dans le classement de la charge fiscale totale des cantons, Vaud devrait occuper à l'avenir la cinquième place et n'aura donc pas à rougir en comparaison internationale en termes de qualité du site.

L'offre excédentaire en léger recul

Grâce à une évolution relativement robuste, l'offre inscrite de surfaces de bureaux a pu se stabiliser ces derniers trimestres, voire a même un peu reculé plus récemment. Les 164 000 m² actuellement inscrits correspondent à un taux de l'offre de 6,4% – le troisième taux le plus élevé de Suisse après Genève et Zurich (fig. 65). Le taux de l'offre comparativement élevé sur le marché de l'immobilier de bureaux lausannois est surtout attribuable au quartier des affaires extérieur, où

10,4% des surfaces sont actuellement proposées. Ces surfaces correspondent à 75% de l'ensemble de l'offre à Lausanne. Comme auparavant, c'est le Business Village de Bussigny-près-Lausanne qui offre le plus de surfaces avec 24 000 m² – mais seulement sur plan. Sur l'ensemble du marché immobilier de bureaux, les surfaces de bureaux inscrites ont cédé 7,5% depuis la fin 2015. À l'inverse du quartier des affaires extérieur, le nombre de surfaces proposées dans le CBD lausannois et le quartier des affaires élargi a nettement reculé, ce qui souligne que la demande pour le cœur du marché de l'immobilier de bureaux lausannois est intacte. Avec 4,1%, le taux de l'offre dans le CBD est l'un des plus bas des grands centres suisses. Les offres de nouvelles surfaces sont très rares. D'ailleurs, avec 11,3%, Lausanne affiche une proportion de nouvelles surfaces presque aussi faible que Genève. Du fait de l'offre élevée en surfaces observée depuis 2010 déjà, et qui s'explique à l'origine par la composante de l'offre, les investissements dans des nouvelles constructions de bureaux sont devenus rares. Malgré l'offre élevée en surfaces existantes, les surfaces vacantes sont comparativement peu élevées, même si elles ont récemment un peu augmenté. Dans les deux marchés de la ville de Lausanne et de l'Ouest lausannois, les surfaces vacantes ont progressé de 10 000 m² en 2016 et ont retrouvé leur niveau de 2014 avec 39 000 m². En dehors de la ville, Morges affiche la plus forte progression avec 8 000 m². En l'espace d'un an, le nombre des objets vacants est passé de 103 à 119 sur le marché de l'immobilier de bureaux lausannois. Comme l'activité de construction s'est fortement calmée ces dernières années, nous n'attendons pas de nouvelle hausse des surfaces vacantes cette année.

La durée d'insertion la plus longue de tous les grands centres

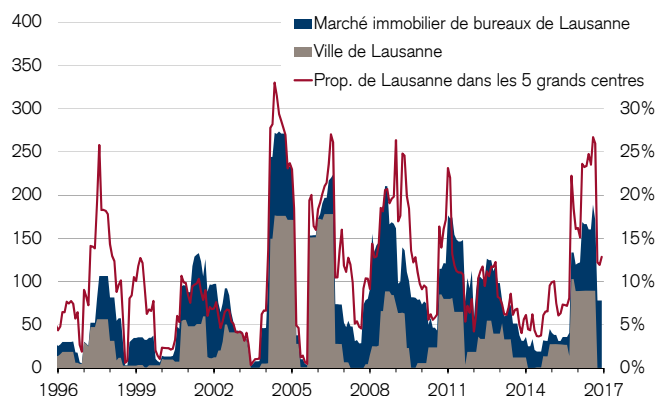
L'offre excédentaire persistante et les surfaces vacantes en légère hausse se répercutent sur la commercialisation. À l'exception du quartier des affaires extérieur, la durée d'insertion à Lausanne est la plus longue de tous les grands centres et dépasse les 165 jours dans tous les quartiers d'affaires. L'évolution des loyers témoigne elle aussi d'une situation de concurrence intense: depuis la fin 2015, les loyers conclus ont corrigé à la baisse de 2,3%. À l'aune des loyers conclus, Lausanne affiche cependant depuis 2005 la croissance des loyers la plus élevée (43,6%) de tous les grands centres, devant Genève. Compte tenu de l'évolution morose de la demande et de leur niveau actuellement élevé, les loyers devraient rester sous pression.

L'expansion se poursuit à l'ouest de Lausanne

Avec la construction du nouveau siège principal du CIO, l'activité de construction lausannoise retrouve un peu de vigueur. En 2014 et 2015, elle était pratiquement nulle. Les projets de construction avec autorisation représentent actuellement 78 mio. CHF, l'expansion est donc légèrement plus forte que la moyenne à long terme (fig. 64). Cela étant, seule une somme relativement faible relève de la ville de Lausanne. La majeure partie de l'expansion aura donc lieu dans les communes de l'agglomération lausannoise, et notamment à travers deux immeubles de bureaux dans la commune de Crissier. Le réaménagement du quartier de la gare de Malley a en outre été approuvé par votation populaire. Le nouveau quartier devrait abriter 630 nouveaux postes de travail et 420 nouveaux habitants. Les autres idées de projets ne manquent pas à Lausanne. Des développements de sites sont d'ailleurs en cours de planification, et en particulier à proximité des gares régionales (et donc à des emplacements idéalement situés à proximité des transports publics). De ce fait, l'offre devrait à nouveau se caractériser par un taux de l'offre plutôt élevé dans le quartier des affaires élargi et extérieur.

Fig. 64: Volume de constructions avec autorisation pour des surfaces de bureaux (somme sur douze mois)

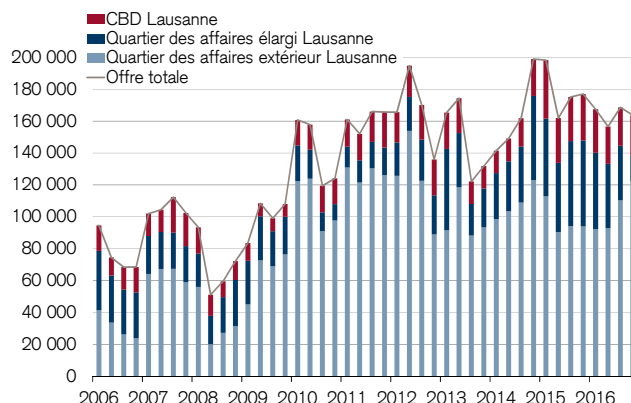
En mio. CHF; part dans le total des grands centres (éch. droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 65: Évolution des surfaces de bureaux proposées

Somme des surfaces publiées par trimestre (existantes et nouvelles), en m²



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Perspectives 2017 pour les surfaces de bureaux

Selon nos estimations, l'économie suisse devrait progresser de 1,5% en 2017 –un pourcentage en deçà de la dynamique affichée avant l'abandon du taux plancher. La pression sur les coûts dictée par la force du franc contraint les entreprises à optimiser leurs processus et à réduire leurs frais. Dans l'immobilier de bureau, ce phénomène prend la forme de modèles de places de travail optimisant les ressources ou de suppressions de postes de travail, victimes de l'automatisation ou d'une délocalisation à l'étranger. De plus, la mutation structurelle toujours en cours dans le secteur de la finance entraîne l'apparition de surfaces supplémentaires sur le marché. Au bout du compte, la croissance économique devrait cependant suffire pour générer à nouveau une demande supplémentaire modérée pour les surfaces de bureaux. La BNS devrait garder les taux d'intérêt en territoire négatif, de sorte que les placements et investissements dans l'immobilier de bureau resteront intéressants. L'expansion devrait de ce fait se maintenir au niveau actuel, tout en se délocalisant de plus en plus dans les centres de taille moyenne. Compte tenu de cette situation, l'offre excédentaire devrait à peine diminuer, raison pour laquelle les locataires continueront d'être en position confortable lors des négociations. Les investisseurs quant à eux devraient continuer de priser les immeubles de bureaux très bien situés, alors que la situation de commercialisation des surfaces mal desservies ou déjà vieilles va encore se compliquer.

Demande

Situation initiale: → **Perspectives:** ↗

En 2017, la croissance naissante de l'emploi devrait ramener en territoire légèrement positif la demande supplémentaire de surfaces de bureaux (environ 240 000 m²). Comme ces trois dernières années, la croissance de la demande devrait être largement alimentée par la santé et les services publics. Cette évolution positive devrait en outre être portée par un déclin des incertitudes liées à la qualité du site. En revanche, les optimisations des surfaces et la tendance à l'automatisation freinent la demande.

Offre

Situation initiale: → **Perspectives:** →

Avec des taux d'intérêt toujours bas, les investissements dans de nouvelles surfaces de bureaux restent intéressants et le nombre de projets de construction avec autorisation de construire demeurent donc conformes à la moyenne à long terme (2 mrd. CHF). Au vu des perspectives modestes en termes de croissance de la demande, l'expansion devrait être trop élevée pour inverser la tendance sur le front des surfaces vacantes. En dépit d'une demande en berne, l'offre dans toute la Suisse est restée stable en 2016 (2,2 mio. m²). Elle ne semble toutefois pas se diriger vers un redressement en 2017.

Surfaces vacantes

Situation initiale: ↗ **Perspectives:** →

Le taux de vacance, se basant sur un relevé partiel couvrant 43% de l'immobilier de bureau, a augmenté pour la cinquième année consécutive – mais moins significativement que les années précédentes. Du fait de perspectives un peu plus positives pour l'emploi et du déplacement de l'expansion loin des grands centres, les surfaces vacantes devraient se stabiliser à un niveau élevé dans les régions analysées, notamment car les vacances sont de plus en plus situées dans des quartiers d'affaires en dehors des centres-villes moins bien couverts par le recensement partiel.

Loyers

Situation initiale: ↘ **Perspectives:** ↘

En 2017, les loyers des surfaces de bureaux devraient rester en repli, en particulier dans les grands centres affichant un taux élevé en matière d'offre (Genève, Zurich et Lausanne). Si le niveau des loyers conclus progressent dans certains centres, les chiffres pourraient avoir tendance à être biaisés vers le haut, les concessions consenties par les bailleurs n'étant pas représentées dans les prix.

Performance (rendement total)

Situation initiale: → **Perspectives:** →

Le différentiel de rentabilité toujours élevé par rapport à d'autres classes d'actifs et le manque d'alternatives de placements soutiennent la demande en immobilier de bureau. Ce phénomène prévaut, en particulier, pour les objets situés dans les meilleurs emplacements, dont la valeur continue de ce fait d'augmenter. Ailleurs, la timidité de la demande commence à se refléter sur les prix de vente. Les baisses des loyers ainsi que les hausses du nombre de surfaces vacantes et des frais de commercialisation pèsent en outre sur les rendements. Globalement, nous attendons une légère hausse des rendements, mais avec un écart toujours plus marqué entre les meilleurs emplacements et le reste du marché.

Complément: numérisation

Du «digital day» au «digital age»

Chaque directeur général, chaque président de conseil d'administration et chaque membre de la direction d'une entreprise a, à un moment donné, vécu son «digital day». Le jour de la révélation. Le jour de la prise de conscience que la numérisation n'est pas seulement une nouvelle tendance qu'il convient d'intégrer dans les activités opérationnelles, comme la thématique du développement durable par exemple. Mais qu'il s'agit en fait d'une évolution qui va très probablement remettre en question le modèle commercial même de l'entreprise.

Il faut des stratégies pour un monde numérique, et non pas des stratégies numériques

Cette compréhension se fonde entre autres sur les innombrables influences que la numérisation exerce sur pratiquement chaque maillon de la chaîne de création de valeur, et sur les nombreuses innovations informatiques qui ont transformé les marchés mondiaux. Les cadres commencent à constater que les règles valables depuis des décennies perdent de leur emprise et qu'une ère nouvelle – celle du numérique – est maintenant en place. Ces derniers sont donc confrontés à la lourde tâche de convertir leur modèle commercial existant en un modèle numérique.

Du caractère disruptif de la numérisation

Ce qui différencie la numérisation des autres tendances – qu'elles soient de fond ou superficielles – c'est son caractère disruptif. La numérisation est une révolution. Citons l'exemple d'iTunes, première plateforme numérique mondiale de vente de musique, pour illustrer l'énorme différence existant entre les innovations conservatrices – qui n'altèrent pas la situation de base – et les innovations dites disruptives. L'invention du CD a certes été une innovation technologique majeure. Elle a relégué le vinyle à un rôle anecdotique – mais sans modifier la chaîne de création de valeur. Les fabricants d'appareils électroniques grand public ont commencé à vendre des lecteurs CD au lieu de tourne-disques et les usines de pressage sont passées au nouveau support, tout comme les disquaires. La relation entre les artistes et leur maison d'édition n'a pas changé non plus, le marché est resté tel qu'il était. Or, l'iTunes Music Store a non seulement court-circuité les usines de pressage et les détaillants de disques, mais a aussi mis un terme à l'obligation d'acheter un album entier pour obtenir une seule chanson.

L'immobilier à la traîne en matière de numérisation

L'immobilier helvétique a été happé par le tourbillon de la numérisation relativement tard. Pourtant, les portails électroniques comme homegate et ImmoScout24 existent depuis le passage au nouveau millénaire et ont rapidement joui d'une large diffusion. La mise en contact direct des acteurs de l'offre et de la demande est l'un des grands accomplissements de la numérisation. Airbnb et Uber ne sont que deux exemples qui montrent à quel point cette fonction d'intermédiaire a aujourd'hui été perfectionnée grâce au numérique. Malgré cela, l'immobilier n'en est qu'à la phase initiale de son processus de transformation et rares sont les entreprises immobilières qui mettent en œuvre une stratégie numérique dans tous leurs domaines d'activité. L'approche reste bien souvent hésitante. Pour bon nombre d'acteurs, l'immobilier était une branche «analogique» faite de briques et de tuiles. Ils ne voyaient donc aucun besoin d'agir. Pourtant, la numérisation affecte bel et bien l'immobilier, puisqu'elle modifie fondamentalement notre façon de vivre et de travailler. D'autres se limitent à numériser les canaux de vente et les objets, pensant que la commercialisation par Internet et l'installation de certains capteurs dans les bâtiments suffisent à assurer la mutation numérique. Or, les technologies numériques aident non seulement les sociétés établies à agir mieux et plus rapidement, mais modifient aussi le déroulement même des processus commerciaux, investissent tous les échelons d'une entreprise et transforment les chaînes de création de valeur. Depuis environ un an, dans le sillage de la fintech et de l'insurtech, l'immobilier est désormais à son tour au cœur de la numérisation, comme le démontre la création de nombreuses entreprises proptech. L'ambition de nombreux fondateurs de telles startups est non seulement de créer de nouveaux produits, mais aussi de transformer la structure du marché.

Nouveau monde numérique

La révolution numérique repose sur deux développements cruciaux: la miniaturisation des processeurs, qui permet le stockage et le traitement à faible coût d'énormes volumes de données, et l'Internet, grâce auquel ces informations sont accessibles partout et à tout moment. Les répercussions sont prodigieuses. Citons à titre d'exemple le «Building Information Modeling» (BIM), qui, de par la mise en réseau des différents acteurs, modifie la planification, la réalisation et

l'exploitation des bâtiments⁵ – et qui permet de mettre en relation les acteurs de l'offre et de la demande par le biais de plateformes numériques. Ces deux développements entraînent une réduction considérable des coûts de transaction. Les sites de vente comme Amazon et eBay, qui regroupent vendeurs professionnels et semi-professionnels, fonctionnent selon ce principe. De la même manière, Airbnb et Uber servent respectivement d'intermédiaires pour la location de nuitées et de transports en taxi. L'économie collaborative n'est d'ailleurs rentable que grâce à la baisse des coûts de recherche et de transaction, qu'il s'agisse de surfaces de bureaux, de chambres libres, d'appareils à utilisation partagée ou d'autres prestations.

De la nature de la numérisation

L'apparition de tels marchés électroniques et plateformes permet une allocation très efficace grâce à la gestion centralisée des données. Les biens et les services peuvent être ainsi mis à disposition au moment, à l'endroit et dans les quantités souhaitées. Les intermédiaires disparaissent bien souvent, car même les commandes les plus minimes peuvent être traitées avec efficacité. La suppression des intermédiaires, qui va de pair avec une certaine forme de démocratisation et de «déliérarchisation», est sans nul doute l'un des principaux mérites de l'Internet. D'un point de vue historique, la diffusion du savoir a toujours été synonyme d'une répartition hiérarchique inégalitaire des connaissances entre médecin et patient, avocat et client, professeur et étudiant, vendeur de voiture et acheteur, etc. L'Internet a entraîné l'effondrement de cette hiérarchisation. L'éducation est soudain disponible à n'importe quel endroit de la planète, pour peu que l'on dispose d'un accès au Web. Et cette «déliérarchisation» concerne également l'immobilier. Le financement participatif permet p. ex. à des catégories de revenu plus modestes d'investir directement dans l'immobilier – ce qui jusque-là était réservé aux couches aisées.

Conclusions s'agissant de la mutation numérique

Quelles sont les conclusions pour les entreprises disposées à s'engager dans la numérisation? Quelles sont les aptitudes à acquérir? Quelles règles suivre pour perdurer dans un monde numérique? Tout d'abord, une entreprise «analogique» doit se donner les moyens de devenir numérique, ce qui implique une numérisation rigoureuse de tous les processus. Ce n'est que lorsque chaque étape d'un processus est représentée sous forme numérique que l'automatisation peut aboutir. Exemple: seule la numérisation intégrale du suivi des réclamations des locataires permet de réduire le temps de traitement. Certaines étapes peuvent être externalisées, parfois même au client, p. ex. lorsque les locataires remplissent eux-mêmes une déclaration de sinistre via un formulaire électronique – ce qui permet de réduire les coûts. Tant que la numérisation n'est pas totale, l'entreprise ne peut en profiter que partiellement. En outre, il convient d'exploiter systématiquement toutes les données recueillies. Seule une entreprise qui connaît ses clients est en mesure de proposer un service optimal et personnalisé. Et de telles connaissances sont un atout décisif. Bon nombre de sociétés possèdent ici un véritable trésor qu'elles ne peuvent valoriser, par manque de savoir-faire et d'infrastructure concernant l'exploitation des données dont elles disposent.

Miser sur le logiciel

Sur la voie de la numérisation, il est aujourd'hui possible de négliger le côté matériel. De nos jours, les capacités de calcul sont mises à disposition par de grands prestataires internationaux, qui profitent d'énormes effets d'échelle (cf. [complément centres de données](#), p. 65). Exploiter son propre serveur se révèle donc généralement peu judicieux, voire contre-productif. En revanche, il faut porter une attention toute particulière aux logiciels. Dans un monde numérique, l'accent se déplace de plus en plus vers des services orientés vers la clientèle. Les bailleurs peuvent p. ex. compléter leur activité principale par des prestations informatisées ayant trait aux surfaces louées – et ainsi profiter de contrats supplémentaires tout en apprenant à mieux connaître leurs locataires. Les approches sont ici multiples: rachat d'une entreprise de proptech (ou participation), création de filiales ou de joint-ventures, lancement de projets numériques ou sollicitation d'une consultance exhaustive. L'essentiel est d'instaurer une culture promouvant les innovations numériques et apaisant les réticences au sein de l'organisation.

Engouement passager ou tendance durable – une différenciation pas toujours aisée

L'une des grandes difficultés lors du processus de mutation numérique réside dans la différenciation entre engouement passager pour une nouvelle technologie et réelle tendance durable. La technologie blockchain – l'une des innovations les plus discutées ces dernières années – fait sans aucun doute partie de la seconde catégorie. Le potentiel disruptif qui lui est attribué est considérable, raison pour laquelle nous souhaitons vous la présenter. L'application la plus connue de cette technologie est la monnaie numérique Bitcoin. Aujourd'hui, toute activité commer-

⁵ Credit Suisse Economic Research (2016): «Marché immobilier suisse 2016», p. 32 ss.

ciale basée sur des contrats et des processus peut être automatisée à l'aide d'une blockchain et de «smart contracts», ce qui permet un traitement nettement plus rapide et sécurisé.

La blockchain va-t-elle changer la donne?

Dans une blockchain, l'intégralité des données cryptées est stockée sous forme de chaîne, de manière à générer un historique. Un tel registre numérique permet un accès rapide à toutes les transactions effectuées par le passé, et donc une comparaison aisée de celles-ci. La chaîne est stockée sur une multitude d'ordinateurs en interaction, sans requérir l'utilisation d'un serveur central. Ce réseau est crucial, car une partie de ses composants procède à l'authentification des blocs ajoutés à la chaîne. La structure décentralisée permet pratiquement d'exclure toute manipulation de l'historique des transactions (ou la rend extrêmement difficile). Une blockchain est donc un réseau dans lequel chaque utilisateur peut ajouter des données, mais où personne ne peut en effacer, et où l'intégralité de l'historique est transmise à chaque transaction. L'historique complet et non modifiable confère au système une valeur probante. L'Arpanet, précurseur de l'Internet développé à des fins militaires, se basait déjà sur une structure de réseau décentralisée, celle-ci résistant bien mieux aux attaques.

La blockchain rend les intermédiaires superflus

Le traitement classique d'une transaction requiert une instance centrale et indépendante, qui garantit la validité de ladite transaction. Lors d'un achat par carte de crédit, c'est p. ex. la société de carte de crédit qui assume ce rôle. L'énorme atout de la technologie blockchain est de pouvoir se passer de telles instances. La vérification est réalisée automatiquement, par le système décentralisé. Si le registre foncier d'une commune était p. ex. stocké sous forme de blockchain, les personnes intéressées pourraient établir les rapports de propriété d'un bien-fonds en quelques secondes, exécuter une transaction immobilière en quelques minutes après plausibilisation des parties impliquées, et ensuite la faire authentifier en quelques heures.

La technologie blockchain au service du registre foncier

Un registre foncier décentralisé basé sur la blockchain rendrait une bonne partie des services centraux de l'administration publique obsolète, ou les rendrait plus efficaces. Cela aurait des répercussions positives sur les coûts de transaction. Selon une étude réalisée sur le marché américain, le passage à la technologie blockchain ferait économiser environ 75% des coûts juridiques liés aux ambiguïtés du registre foncier⁶. L'utilisation de la blockchain rendrait ainsi inutile la certification notariale, qui permet actuellement de garantir le bon droit de toutes les parties concernées. Certains pays ont déjà franchi le pas et initié la migration de leur registre foncier vers un système blockchain. En Suède, le processus global de transmission nécessite actuellement au minimum un mois, délais que l'on espère rationaliser avec l'introduction de la technologie blockchain. Au Ghana et au Honduras, l'accent est en revanche davantage placé sur la lutte contre les manipulations et la corruption.

La blockchain permet la mise en œuvre de contrats intelligents

Outre le traitement sans instance centrale de transactions, la technologie blockchain peut également être utilisée pour la conclusion de contrats et la gestion des droits de propriété. Les «smart contracts» sont une nouvelle forme de contrats, dont la rédaction et l'exécution se passent de juristes et d'avocats. Il s'agit de protocoles informatiques basés sur le Web qui émulent les clauses contractuelles et supervisent leur exécution sur le plan technique. Ces algorithmes informatiques déterminent ce qu'il convient de faire pour remplir les conditions établies. Ils peuvent ainsi superviser, en temps réel, des contrats et faire respecter automatiquement les droits des partenaires contractuels, ce qui permet d'éliminer le facteur de l'erreur humaine. Si les conditions de mise à disposition d'un bien (p. ex. d'un logement) ne sont pas respectées, parce qu'une des parties est en retard de paiement par exemple, l'utilisation dudit bien peut ainsi être suspendue, p. ex. par le blocage du système d'accès au bâtiment tant que le paiement n'a pas été réceptionné. L'exécution des contrats s'effectue alors de manière entièrement automatisée – y compris leur supervision. Le recours à de tels contrats intelligents peut réduire sensiblement le risque opérationnel pour les parties contractuelles.

Les répercussions sur l'immobilier

La technologie blockchain semble donc en mesure de transformer le commerce et l'exploitation de biens immobiliers. Certains observateurs pensent d'ores et déjà que le négoce de biens-fonds sera à l'avenir aussi simple que celui des titres. La blockchain et les contrats intelligents permettent d'accélérer sensiblement les processus de transaction, d'économiser des coûts liés à la vérification et de réduire l'implication de divers intermédiaires et instances (publiques). La transparence accrue et une authentification particulièrement difficile à manipuler offrent en outre une protection contre les escroqueries, ce qui réduit les coûts liés au risque. Et même la gestion

⁶ Goldman Sachs (2016): Blockchain – Putting Theory into Practise

des objets locatifs peut être simplifiée grâce aux contrats intelligents. L'automatisation intégrale du négoce de bien-fonds requiert cependant de franchir quelques obstacles et, surtout, de modifier les textes de loi, raison pour laquelle l'introduction de la technologie blockchain – si prometteuse – pourrait prendre un certain temps.

Surfaces de vente

La crise se durcit

Le commerce de détail suisse est en mutation. Les ventes en ligne captent chaque année de nouvelles parts de marché et constituent un défi majeur pour la branche. Simultanément, beaucoup d'argent est dépensé à l'étranger – en ligne comme dans les magasins. La demande de surfaces est par conséquent extrêmement modeste et émane surtout du segment alimentaire/«near-food». Seule l'expansion modeste des surfaces empêche des déséquilibres encore plus marqués. La commercialisation reste cependant difficile et la faible demande pèse fortement sur les loyers. L'«ancien» monde semble perdurer uniquement dans les localisations très fréquentées. Partout ailleurs, ce sont les locataires qui sont de plus en plus en position de force.

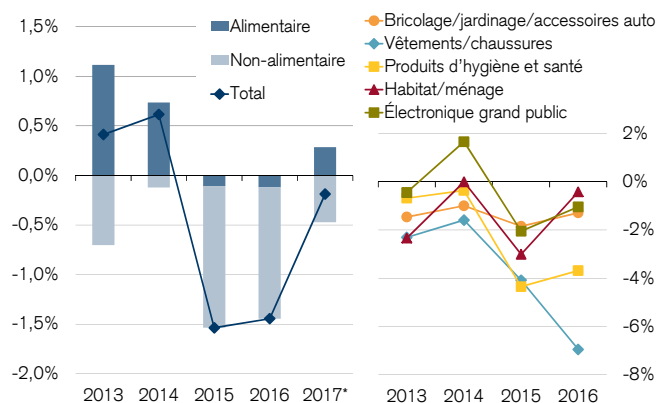
Les achats à l'étranger et en ligne freinent la demande

Nouvelle baisse du chiffre d'affaires dans le commerce de détail

2016 a de nouveau été une année compliquée pour le commerce de détail. Après un repli de 1,5% en 2015, le chiffre d'affaires nominal a encore sensiblement diminué (-1,4%) l'année dernière (fig. 66 gauche). Comme en 2015, le segment alimentaire/«near-food» a été le principal soutien, avec une très légère baisse (-0,2%) du chiffre d'affaires. Dans le non-alimentaire, les détaillants ont en revanche enregistré une chute de 2,9% de leur chiffre d'affaires. Si l'habillement a dévissé avec un recul de 7,0% (fig. 66 droite), la situation s'est également dégradée pour les produits d'hygiène et santé (-3,7%). Dans l'électronique grand public, l'habitat/ménage, le bricolage/jardinage et les accessoires automobiles, la diminution du chiffre d'affaires s'est révélée beaucoup moins marquée.

Fig. 66: Chiffres d'affaires du commerce de détail par segment

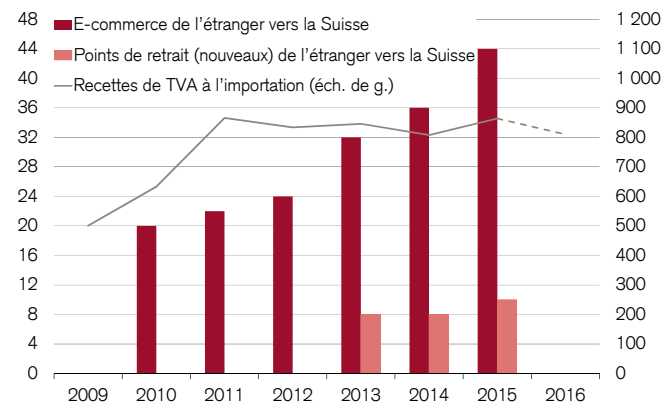
Variation en glissement annuel (corrégée des jours ouvrables), nominale; gauche: contributions à la croissance



Source: GfK, Credit Suisse

Fig. 67: Recettes de la TVA et achats en ligne à l'étranger

En mio. CHF; 2016: estimation



Source: Administration fédérale des douanes, GfK, Association Suisse de Vente à Distance

Stabilisation à un niveau élevé des achats à l'étranger

En dépit de la légère hausse du pouvoir d'achat liée à l'inflation négative en 2016, les consommateurs suisses n'ont guère contribué à remplir les caisses des détaillants. Les chiffres d'affaires se sont même inscrits en repli, le climat de consommation ayant stagné à un faible niveau du fait d'une situation tendue sur le marché du travail. Les achats effectués à l'étranger ont également pesé sur l'évolution de la branche. Si le tourisme d'achat semble s'être légèrement ralenti, comme le suggère la diminution des recettes de la TVA issues du trafic privé transfrontalier (-6%) (fig. 67), cette baisse a été compensée par la progression des achats en ligne à l'étranger. En 2014/2015, l'e-commerce transfrontalier avait déjà augmenté de 23% à près de 1,35 mrd CHF. Selon les estimations d'iBusiness, Zalando et Amazon devraient à eux seuls avoir généré 1 mrd CHF de chiffre d'affaires en Suisse en 2016. Il faut par conséquent s'attendre à ce que cette forte croissance se soit poursuivie au cours de l'année dernière. Au total, près de 10 mrd CHF devraient avoir été dépensés à l'étranger, soit 11% du chiffre d'affaires du commerce de détail helvétique.

L'impact de la croissance démographique sur la consommation s'essouffle

La croissance démographique en tant que pilier de la consommation a un peu perdu de sa dynamique en 2016, privant le commerce de détail de précieuses impulsions. Le solde migratoire s'est replié de 15% en 2016. En outre, la modification structurelle de l'immigration se poursuit et une part croissante des personnes arrivant en Suisse est originaire de pays où le pouvoir d'achat est plus faible (cf. chapitre placements immobiliers directs, p. 71). Ces deux facteurs pèsent sur les chiffres d'affaires des détaillants. En 2017, nous anticipons une stabilisation du solde migratoire et une augmentation du nombre d'immigrants au pouvoir d'achat plus limité.

Accélération de l'e-commerce

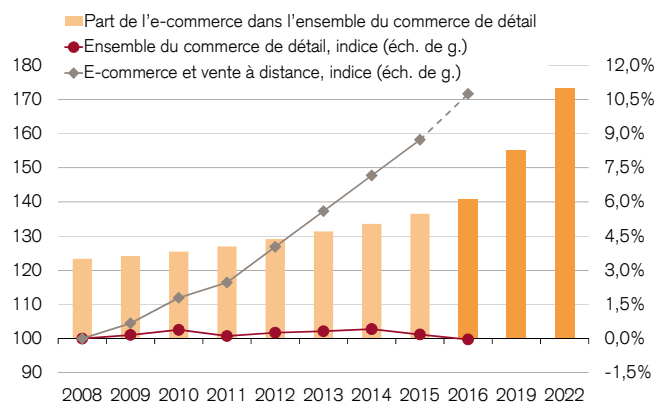
Tout comme celui en provenance de l'étranger et à destination de la Suisse, le commerce en ligne au sein du pays est en pleine accélération (fig. 68). Outre les 1,35 mrd CHF dépensés par les Suisses sur des sites à l'étranger, environ 5,3 mrd CHF ont afflué dans les caisses des e-commerçants helvétiques. La part de l'e-commerce dans le chiffre d'affaires du commerce de détail s'établissait à 5,5% en 2015 et, selon nos estimations, devrait avoir augmenté à 6,1% en 2016. Sans la stabilité de l'alimentaire, cette proportion aurait sans doute été encore plus élevée – seuls 2% des produits alimentaires sont aujourd'hui achetés en ligne. En dehors de ce segment, la part de marché de l'e-commerce est depuis longtemps supérieure à deux chiffres, et devrait continuer de croître. En 2022, la part de l'e-commerce dans le chiffre d'affaires du commerce de détail devrait avoisiner 11% (fig. 68).⁷ L'affinité grandissante des personnes âgées (les «silver agers») pour l'Internet et les smartphones ainsi que la hausse du pouvoir d'achat des «digital natives» et «millennials» contribueront à alimenter le commerce en ligne et à augmenter les sommes qui y sont dépensées. La tendance à l'Internet mobile s'inscrit aussi en soutien de la croissance du commerce en ligne, car les achats sont possibles partout et à toute heure («commerce mobile»). À terme, la moitié des chiffres d'affaires en ligne devrait être imputable à ce canal.

E-Commerce: un marché dynamique, foisonnant d'idées et de concepts novateurs

Le boom du commerce en ligne est un énorme défi pour les détaillants. La dynamique est particulièrement forte dans les domaines où se sont imposés les grands acteurs internationaux. Les grandes entreprises bénéficient d'effets d'échelle inaccessibles à leurs concurrents plus petits – qui ont en outre tendance à temporiser en la matière. L'ergonomie et les fonctionnalités des interfaces utilisateurs doivent évoluer en permanence, ce qui implique des dépenses logicielles importantes. Un autre domaine d'investissement crucial est la logistique, où rapidité et efficacité sont primordiales. L'e-commerce est un secteur qui requiert une attention de tous les instants: Des idées et concepts novateurs sont continuellement développés et testés, p. ex. dans le domaine du conseil, de la gestion de la clientèle ou de la livraison. Il n'existe pas de recette miracle, mais les acteurs qui proposent des délais de livraison réduits, offrent des possibilités de retour et favorisent les achats mobiles misent sans aucun doute sur les bons ingrédients. Le commerce stationnaire et l'interconnexion des deux canaux ne devraient cependant pas être négligés, ce qui nécessite aussi des investissements. L'hypothèse selon laquelle beaucoup de magasins en ligne suisses sont déficitaires ne semble donc pas si fantaisiste.

Fig. 68: Évolution des chiffres d'affaires du commerce de détail stationnaire et en ligne

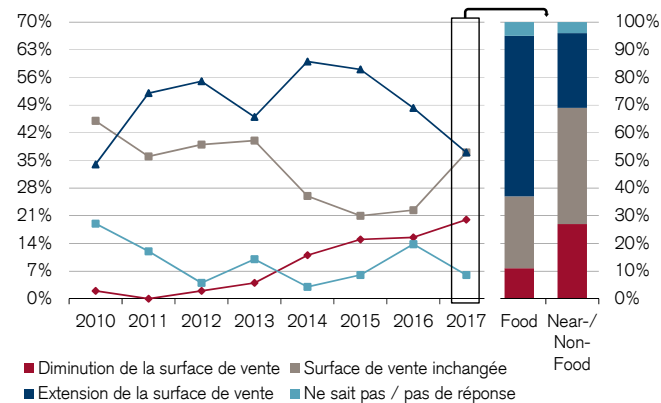
Indice: 2008 = 100 (éch. de g.); 2016, 2019 et 2022: prévisions (éch. de dr.)



Source: GfK, Association Suisse de Vente à Distance, Credit Suisse

Fig. 69: Évolution prévue de la surface de vente

Tous les détaillants (éch. de g.); planification 2017 par segment (éch. de dr.)



Source: Fuhrer & Hotz

⁷ Cf. Credit Suisse (2017): «Retail Outlook 2017: le commerce de détail suisse en mutation»

Faible demande de surfaces en 2017

La situation initiale n'augure rien de bon pour la demande de surfaces. L'économie suisse devrait certes enregistrer une solide croissance en 2017 (1,5%), mais la consommation privée ne devrait progresser que de 1%. Nous n'attendons donc pas d'impulsion, que ce soit du côté de la dynamique démographique ou du climat de consommation. La probable stagnation du pouvoir d'achat sous l'effet de l'inflation de nouveau positive et le tourisme d'achat ne devraient pas améliorer les choses. Nous anticipons une embellie uniquement sur le front de l'emploi. Les chiffres d'affaires nominaux du commerce de détail devraient donc continuer à reculer en 2017, bien que faiblement (-0,2%) (fig. 66 gauche). Au vu de la montée en puissance de l'e-commerce, le chiffre d'affaires généré par les magasins stationnaires va encore diminuer. Cela aura un impact sur le chiffre d'affaires par m², et donc sur la demande de surfaces de vente qui restera faible. Il faut donc s'attendre à des rationalisations et des remaniements structurels dans le commerce stationnaire, qui entraîneront des réductions de surfaces, des fermetures de filiales, voire des faillites. C'est surtout le non-alimentaire qui devrait être concerné par cette évolution. Seuls l'alimentaire et le «near-food», ainsi que quelques acteurs étrangers en pleine expansion et qui s'implantent sur le marché helvétique, vont fournir des impulsions positives.

Le tassement de la demande de surfaces se confirme

L'enquête menée par Fuhrer & Hotz auprès des détaillants fournit une fois de plus de précieuses indications quant à l'évolution de la demande de surfaces (fig. 69). Le pourcentage de commerçants projetant une extension de leur surface de vente diminue année après année, alors que la proportion de ceux qui envisagent de la réduire ou ne prévoient aucun changement augmente. Dans la dernière enquête portant sur les projets en 2017, le nombre de détaillants planifiant une réduction de surface n'a jamais été aussi élevé depuis le début du recensement en 2009. Dans le même temps, le nombre de commerçants indiquant vouloir agrandir leur surface de vente n'a jamais été aussi faible depuis l'année de récession 2009. Les disparités spécifiques aux segments se reflètent également dans la planification pour 2017. La situation dans l'alimentaire semble bien moins compliquée que dans le «near-food» et le non-alimentaire, ce qui n'empêche pas certains détaillants alimentaires d'envisager une réduction de surface.

Pas d'embellie en vue à moyen terme

La situation difficile en matière de demande ne devrait pas s'améliorer à moyen terme, d'autant plus que le marché suisse des surfaces de vente est saturé depuis longtemps déjà. En outre, le commerce de détail n'est pas une branche de croissance, et se trouve en pleine mutation en raison de la concurrence effrénée qui sévit entre les commerçants et les différents canaux (en ligne et stationnaire). Les seules impulsions émanent par conséquent de l'évolution démographique. En l'absence de dévaluation sensible du franc, aucune diminution des achats effectués à l'étranger n'est par ailleurs attendue. Bien au contraire: l'e-commerce transfrontalier – tout comme son équivalent suisse – va poursuivre son essor, les prix et la gamme de produits des commerçants étrangers se révélant bien souvent imbattables.

Le boom du résidentiel alimente l'offre de surfaces

Persistance de la faible activité de planification ...

La crise sur le marché des surfaces de vente s'annonçait dès les années 2013/2014, avec une chute du nombre de demandes de permis de construire. Ce qui, dans un premier temps, évoquait une courte pause après une décennie d'expansion débridée devait finalement refléter la baisse des bénéfices dans le commerce de détail. Affectée par l'appréciation du franc et le commerce en ligne, l'activité de planification ne s'est aujourd'hui toujours pas redressée. En 2016, des permis de construire pour un volume de surfaces de vente de 525 mio CHF ont été accordés (fig. 70), soit un quart de moins que le volume moyen depuis 1995. Les disparités par types de surfaces de vente démontrent que le nombre de magasins, centres commerciaux, boutiques spécialisées et autres magasins de stations-service planifiés a sensiblement diminué. Par rapport à la moyenne à long terme de plus de 450 mio. CHF, le volume total autorisé par an a été divisé par deux, à 220 mio. CHF. Le repli des chiffres d'affaires et les défis qui se profilent incitent les commerçants et investisseurs à la prudence, notamment en ce qui concerne les grands projets dépassant 20 mio. CHF.

... et distorsions liées au boom dans la construction résidentielle

Le fait que l'expansion des surfaces de vente ne se soit pas totalement effondrée est surtout imputable à la construction de telles surfaces dans des bâtiments à usage mixte, parmi lesquelles de petits magasins, qui occupent traditionnellement le rez-de-chaussée d'immeubles résidentiels ou administratifs. La part de tels objets dans le total des surfaces de vente autorisées est passée de 37%, dans la moyenne à long terme, à 58% en 2016. En termes absolus, le volume récemment autorisé atteint 305 mio. CHF, contre 270 mio. CHF en moyenne historique. C'est surtout le nombre de surfaces de vente autorisées dans des bâtiments résidentiels

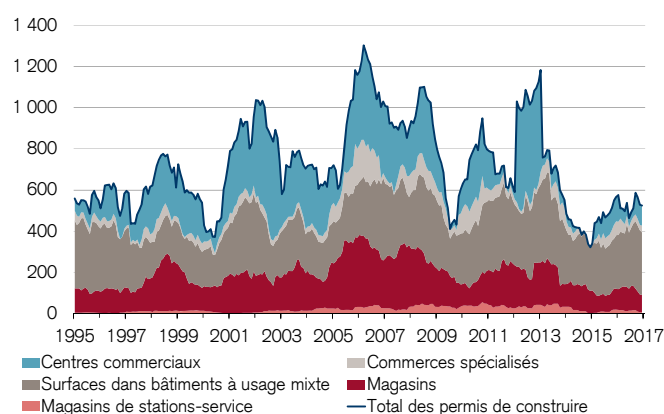
qui a fortement augmenté. Les surfaces planifiées dans les bâtiments de bureaux et autres sont en revanche en baisse. Les activités de planification subsistantes sont donc principalement imputables au boom de la construction résidentielle, lui-même alimenté par les taux plancher (cf. chapitre logements locatifs, p. 24). Sans ce facteur, la planification de surfaces de vente atteindrait un niveau encore plus bas.

Activité de planification trop forte liée à l'inflexibilité des dispositions réglementaires

Sur fond d'un marché des surfaces de vente saturé, de mutations dans le commerce de détail pesant sur la demande de surfaces et de projets de construction ne répondant parfois pas à un réel besoin, ou situés dans des zones peu fréquentées, la commercialisation des surfaces de vente requiert beaucoup de patience et de travail. Le temps nécessaire à l'absorption des grands projets est ici particulièrement long. La clientèle de passage fait au début souvent défaut. Il faut également trouver le bon mix de locataires, et les clients potentiels doivent être informés de la nouvelle offre. Cela dit, le nombre important de surfaces de vente planifiées aux rez-de-chaussée des constructions neuves est en partie imputable à certaines dispositions réglementaires. En maints endroits, les exigences en matière de protection contre le bruit interdisent p. ex. la construction de logements et n'autorisent que les locaux commerciaux. Autre exemple: les plans de zone (comme le règlement sur la construction et la classification des zones de la ville de Zurich, révisé en 2014) qui entendent favoriser l'«utilisation des rez-de-chaussée en vue d'accueillir du public». Les investisseurs sont ainsi bien souvent tenus d'affecter les rez-de-chaussée à des locaux qui vitaliseront le secteur concerné. L'évolution de la demande étant ici trop peu considérée, cette vitalisation va sans doute se révéler plus compliquée qu'espéré par les instances responsables. Les conséquences: une commercialisation difficile, des inoccupations prolongées et une image négative qui pénalise les nouvelles constructions.

Fig. 70: Planification par type de surfaces de vente

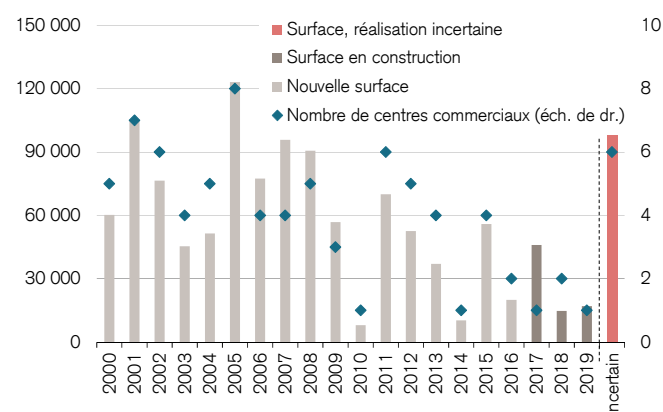
Construction neuve/extension, somme mobile sur 12 mois, en mio. CHF.



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 71: Expansion des surfaces de centres commerciaux

Expansion dans le segment des centres commerciaux (nouvelles constructions), en m², ≥ 7000 m²



Source: Credit Suisse, GfK, Wüest Partner

Les nouveaux centres commerciaux deviennent l'exception

La faible activité de planification de nouveaux centres commerciaux s'est traduite par une arrivée au compte-goutte de nouveaux complexes sur le marché (fig. 71). Après quelque 50 000 m² supplémentaires en 2015, dont la Tissot Arena de Bienne avec près de 30 000 m², les deux centres achevés en 2016 (le PostParc à Berne et le Lipo Park de Schaffhouse) ne totalisent que 20 000 m². Le Mall of Switzerland d'Ebikon – un projet dont les débuts remontent à plus d'une douzaine d'années – va venir s'ajouter à ces surfaces en septembre 2017. Le dernier grand centre commercial (pour le moment) va entraîner une expansion du marché des surfaces de vente de 46 000 m². Deux autres complexes totalisant env. 15 000 m² sont en construction et doivent être inaugurés l'année prochaine, avant l'ouverture de «The Circle» en bordure de l'aéroport de Zurich en 2019. Cela étant dit, le pipeline s'amenuise, car les nouveaux projets se font de plus en plus rares. Pour l'heure, six centres sont encore en planification pour une surface de presque 100 000 m², mais leur réalisation effective est cependant incertaine.

Accent plus marqué sur la revitalisation des centres commerciaux existants

Si la construction de nouveaux centres commerciaux est en déclin, les projets de transformation et d'extension de complexes existants vont bon train. Et de tels projets de revitalisation sont indispensables: l'évolution des chiffres d'affaires dans les centres commerciaux montre en effet

que les replis y étaient plus marqués que sur le reste du marché en 2015 (-3%). En tenant compte de la taille des surfaces, l'écart atteint même -6%. Il ne faut cependant pas remettre en cause le concept même des centres commerciaux. Cette évolution démontre plutôt que la mutation structurelle ne les épargne pas.

Évolution des chiffres d'affaires dans les centres commerciaux: pas d'explication simple

Pour mieux comprendre l'évolution des chiffres d'affaires dans les centres commerciaux, nous avons fait usage d'un modèle économétrique. Nous avons tenté d'expliquer l'évolution des chiffres d'affaires (absolus et par m²) à l'aide de caractéristiques propres à ces complexes (proximité de la frontière, places de parking par m² de surface de vente, année de construction, offre de loisirs, raccordement aux transports publics (TP), accessibilité pour la population résidente et active, zone de chalandise en tenant compte de la concurrence, etc.). Les résultats pertinents sont cependant restés rares. Si les surfaces se situent à proximité immédiate d'une gare (Railcity), le chiffre d'affaires par m² est nettement supérieur. Une meilleure accessibilité avec les TP, le nombre de places de parking et la zone de chalandise (sans tenir compte des centres concurrents) ont également un impact positif sur le chiffre d'affaires par m². Seul l'intervalle qui s'est écoulé depuis la dernière modernisation ou l'année de construction semble avoir des répercussions négatives. En d'autres termes: plus la construction ou la modernisation est éloignée dans le temps, plus la baisse du chiffre d'affaires est importante.

Le succès dépend de nombreux facteurs

L'absence de résultats plus probants s'explique sans doute, d'une part, par un échantillonnage trop limité et, d'autre part, par un manque d'interrelations sans équivoque. En effet, il ne semble pas exister de recette miracle au succès d'un centre commercial. Ce succès dépend en fait d'une multitude de facteurs et de caractéristiques individuelles. Les résultats de cette analyse s'intègrent néanmoins très bien à notre étude. De nombreux centres accusent le poids des années et ne peuvent plus rivaliser avec leurs équivalents modernes en termes d'architecture, de luminosité, d'espace ou encore d'offre gastronomique et de loisirs. Pour perdurer dans un monde de consommation multi-canal, des investissements se révèlent donc indispensables s'agissant des centres commerciaux plus anciens. Le rôle même de ces complexes a par ailleurs évolué ces dernières années. Autrefois temples de la consommation, l'accent se porte aujourd'hui davantage sur la gastronomie et les loisirs pour attirer la clientèle et exploiter toutes les synergies.

La commercialisation reste difficile – avec des différences

La tendance à l'augmentation des vacances se poursuit

La commercialisation des surfaces de vente s'est encore compliquée, et ce, en dépit de la modeste expansion du nombre de nouveaux projets immobiliers et autres centres commerciaux. Pour le commerce stationnaire, l'évolution des chiffres d'affaires était tout simplement trop mauvaise et les défis trop grands. Le taux de vacance des surfaces de vente a par conséquent augmenté pour la troisième année consécutive (fig. 72). Au 1^{er} juin 2016, 89 600 m² de surfaces étaient ainsi inoccupés, soit une progression de 3200 m² ou 3,7% par rapport à l'année précédente. Il s'agit du deuxième niveau le plus élevé depuis 2000, le taux de vacance ayant été encore plus important en 2005.

Les grands centres gèrent-ils mieux les vacances?

Au vu de la situation sur le marché, la hausse des taux de vacance semble plutôt faible. Sur fond de proximité avec l'étranger et d'un tourisme d'achat toujours soutenu, la baisse des surfaces inoccupées de 7000 m² dans le canton de Bâle-Ville a de quoi surprendre. Même chose à Zurich et Lausanne, qui ont enregistré un recul de respectivement 3000 m² et 2000 m² de leurs surfaces vacantes, tandis que le taux d'inoccupation a légèrement augmenté dans la ville de Berne et le canton de Genève. Les réaffectations, qui font disparaître les magasins inoccupés des statistiques, pourraient expliquer ce phénomène. Les efforts de commercialisation et les concessions faites sur les loyers devraient en outre avoir amélioré les conditions de location, ce qui a sans doute été bien accueilli dans les grandes villes bénéficiant, généralement, d'un marché plus dynamique. Dans ces mêmes grandes villes, beaucoup de surfaces de vente sont en outre louées par des micro-entreprises du secteur tertiaire pour être transformées en bureaux, assurant ainsi un minimum de visibilité à leur enseigne. Autre explication possible: le recensement partiel ne couvre qu'un tiers du marché, mais toutes les grandes villes (environ 18% du marché). Or, le nombre de surfaces inoccupées dans les grands centres est inférieur à la moyenne nationale, comme le confirme la Real Estate Investment Data Association (REIDA)⁸ – contrairement aux centres moyens et aux communes suburbaines, dont les taux de vacances ne

⁸ Cf. Credit Suisse (2016): «Marché immobilier Suisse 2016: Expulsion du paradis», p. 59

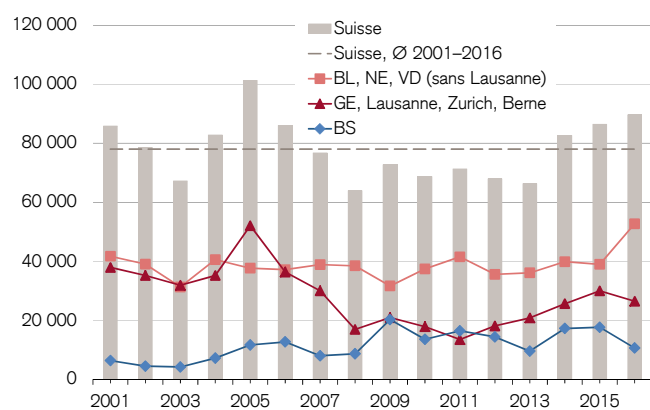
sont que peu recensés et se révèlent supérieurs à la moyenne. Une chose est cependant sûre: dans les grands centres, les surfaces inoccupées ont diminué de 10 500 m² en rythme annuel au 1^{er} juin 2016, tandis qu'elles ont augmenté de 13 700 m² dans les autres régions (cantons de Neuchâtel, Bâle-Campagne et Vaud hors Lausanne).

Les surfaces proposées par le biais d'annonces stagnent à niveau élevé

La commercialisation difficile se reflète également dans le volume de surfaces de vente proposées par le biais d'annonces. Les surfaces ainsi proposées ont longtemps oscillé autour de 100 000 m² à 150 000 m² (fig. 73), ne dépassant les 150 000 m² que brièvement après la crise financière. En 2014, la mutation structurelle liée au commerce en ligne et au tourisme d'achat s'est cependant traduite par une explosion des surfaces proposées dans le commerce de détail. Au 4^e trimestre 2016, presque 220 000 m² étaient ainsi proposés, soit un chiffre 60% supérieur à la moyenne à long terme depuis 2006. La situation dans les grands centres se révèle ici disparate. Si les niveaux restent similaires à la moyenne depuis 2006 à Zurich, Berne et Bâle-Ville, ils ont sensiblement augmenté à Lausanne et surtout à Genève. L'offre de surfaces a progressé de près de 20% par rapport à la moyenne depuis 2006 à Lausanne, et a même plus que doublé à Genève. Simultanément, le volume de surfaces proposées a aussi fortement augmenté dans les régions en dehors des grands centres par rapport aux années précédentes (+60%).

Fig. 72: Surfaces de vente vacantes

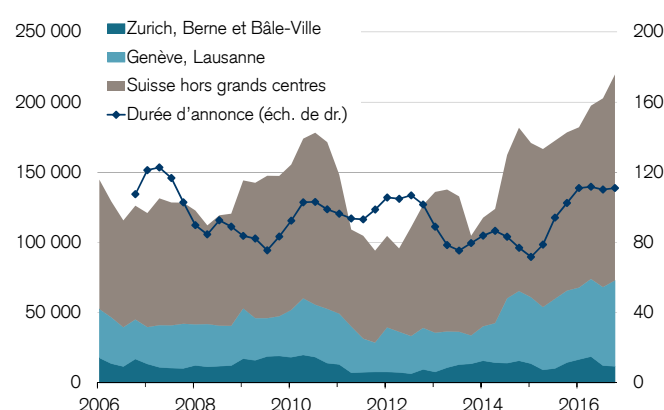
En m², au 1^{er} juin, recensement partiel couvrant environ 33% du marché des surfaces de vente



Source: divers offices de statistique, Credit Suisse

Fig. 73: Surfaces de vente proposées au moyen d'annonces

Offre de surface en m² et durée d'annonce en jours, lissée (éch. de dr.)



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Longues durées de commercialisation

La hausse de l'offre de surfaces se reflète dans l'augmentation du nombre d'annonces publiées, ce dernier ayant atteint un record à la fin 2016 avec 1480 unités. Simultanément, la durée de publication d'une annonce (la durée d'annonce) a aussi augmenté. La commercialisation des surfaces de vente se révélant plus ardue, la durée d'annonce sur les portails en ligne a atteint 111 jours en 2016, soit 16 jours de plus que la moyenne depuis 2006 (fig. 73). Entre temps, une stabilisation est observée, découlant principalement de stratégies de commercialisation plus efficaces s'accompagnant de loyers réduits, de baux moins longs et d'autres concessions (comme l'extension des surfaces ou des loyers gratuits par exemple).

Pression constante sur les loyers

Les difficultés de commercialisation impactent également de plus en plus l'évolution des loyers, tant proposés que contractuels, sur le marché des surfaces de ventes. Selon Wüest Partner, les loyers proposés se sont repliés de 3,2% en 2016, soit leur troisième année de baisse consécutive. Mais les loyers contractuels des investisseurs institutionnels témoignent également d'une évolution négative. Selon la REIDA, le loyer médian des nouveaux baux conclus en 2016 s'établissait à 320 CHF par m² et par an en décembre 2016. Il était encore de 340 CHF par m² et par an en 2015 et de 350 CHF en 2014.

Localisation ou fréquentation?

Sur l'ensemble du marché, le pouvoir de négociation s'est amélioré pour un nombre croissant de détaillants – comme en témoignent les différents indicateurs. La stabilité de cette position pendant les négociations contractuelles dépend cependant de nombreux facteurs. Lorsqu'il s'agit, par exemple, d'une grande superficie et d'un locataire à long terme (comme un magasin alimen-

taire), c'est le détaillant qui est en position de force. Si le bâtiment occupe une localisation très fréquentée, c'est en revanche le bailleur qui aura l'avantage. Les contrats conclus il y a plusieurs années et qui arrivent à échéance devraient quant à eux s'accompagner de niveaux de loyers plus élevés. Dans le contexte actuel, dans lequel les détaillants redimensionnent leur réseau de filiales, les localisations très fréquentées sont privilégiées, car l'évolution des chiffres d'affaires s'y révèle plus robuste. Contrairement au reste du marché, les magasins situés dans les gares (Railcity) ont ainsi enregistré une progression de 2% de leur chiffre d'affaires (et 1,6% en tenant compte de la variation des surfaces).

Perspectives 2017 pour les surfaces de vente

Aucune embellie n'est attendue en 2017 en ce qui concerne la commercialisation des surfaces de vente. Le marché demeure sous l'emprise de la mutation structurelle. Si la croissance des chiffres d'affaires du commerce de détail devrait rester à peine négative, celle du commerce en ligne demeure dynamique, ce qui entraînera pour le commerce stationnaire de nouvelles vagues d'assainissements des réseaux de filiales et de restructurations. La demande en surfaces est timide. Les grandes villes et les emplacements idéalement desservis sont les seuls à afficher une situation plus positive en termes de commercialisation. Le repli de l'activité de planification contribue à soutenir le marché. La demande est cependant si faible que les surfaces vacantes et l'offre de surfaces progressent ou stagnent à un niveau élevé, en dépit d'une expansion des surfaces inférieure à la moyenne. Les loyers devraient eux aussi rester sous pression.

Chiffres d'affaires du commerce de détail

Situation initiale: ↘ Perspectives: →

L'économie suisse a retrouvé de l'élan et devrait connaître une croissance vigoureuse de 1,5% en 2017. En revanche, la consommation privée ne devrait gagner que 1%. Aucune impulsion positive n'est attendue du côté de l'évolution démographique, du climat de consommation et du pouvoir d'achat, lequel stagnera du fait de la hausse des prix. De même, le tourisme d'achat ne devrait pas s'essouffler. La seule amélioration que nous attendons concerne l'emploi. Nous tablons sur une croissance des chiffres d'affaires du commerce de détail (en termes nominaux) à peine négative en 2017 (-0,2%). Les chiffres d'affaires du segment alimentaire (food) devraient légèrement gagner du terrain (0,5%), et ceux du segment non-alimentaire (non-food) à nouveau s'inscrire en recul (-1,1%).

Demande de surfaces de vente

Situation initiale: ↘ Perspectives: ↘

Au vu de la solide croissance du commerce en ligne, les chiffres d'affaires du commerce stationnaire vont encore baisser et affecter le chiffre d'affaires des surfaces. Le commerce stationnaire devrait donc être le théâtre de nouveaux assainissements des réseaux de filiales et de restructurations, synonymes de réductions des surfaces, de fermetures de succursales, voire de faillites. Le segment non-food devrait être le principal concerné. La demande en surfaces de vente demeurera donc faible.

Offre

Situation initiale: → Perspectives: →

La planification des surfaces de ventes stagne à un niveau inférieur à la moyenne. En 2016, des autorisations de construire ont été délivrées pour un volume de 525 mio. CHF, environ 25% en deçà de la moyenne depuis 1995. La planification des points de vente, centres commerciaux, magasins spécialisés et boutiques de stations-service, en particulier, s'est repliée. À l'inverse, de plus en plus de surfaces de vente sont planifiées dans des immeubles à affectation mixte – du fait du boom dans la construction de logements locatifs. Peu de nouveaux centres commerciaux sont encore dans le pipeline. La planification s'étendant souvent sur des années voire des décennies, davantage de surfaces arriveront sur le marché en 2017 qu'en 2016, d'autant que le quatrième plus grand centre commercial de Suisse va ouvrir ses portes.

Surfaces vacantes

Situation initiale: ↗ Perspectives: ↗

Au 1^{er} juin 2016, 89 600 m² de surfaces de vente étaient vacantes (+3200 m² ou 3,7% en comparaison annuelle) –la deuxième plus haute valeur depuis l'an 2000. Seule l'année 2005 avait compté davantage de surfaces de vente vacantes. Faute d'amélioration sur le front de la commercialisation, le nombre de surfaces vacantes devrait à nouveau progresser en 2017.

Loyers

Situation initiale: ↘ Perspectives: ↘

Les loyers sont sous pression, comme l'illustrent à la fois les loyers proposés et les loyers contractuels. En 2016, la croissance des loyers proposés était en recul (-3,2%). Les loyers contractuels des investisseurs institutionnels témoignent eux aussi d'une évolution négative. La situation sur le front de la commercialisation restant tendue, les marchés devraient rester sous pression en 2017. Seuls quelques sites particulièrement bien desservis devraient afficher un potentiel de baisse limité.

Complément: centres de données

Le «cloud» aussi doit se loger

Les centres de données ou de calcul sont au cœur même de notre infrastructure informatique moderne et jouent un rôle d'une importance critique pour de nombreuses entreprises et organisations. L'évolution actuelle autour de l'industrie 4.0 et l'Internet des objets (IdO) augmentent les exigences posées aux infrastructures et vont dopper la demande de surfaces pour accueillir de nouveaux centres de données. Une aubaine pour les investisseurs en quête de rendements et de perspectives de croissance qui n'hésitent pas à miser de manière ciblée sur des niches spécifiques. Les exigences élevées posées aux bâtiments et aux sites ainsi qu'un groupe de demande relativement restreint rendent cependant indispensable une analyse plus poussée des projets d'investissement.

Industrie 4.0 et IdO – moteurs de la demande de centres de données modernes

Les sites centralisés pour l'administration et le traitement des données sont qualifiés de centres de données. À l'origine, ces centres étaient principalement exploités en régie propre par des entreprises ou des organisations publiques. De nos jours, la tendance va davantage vers un modèle basé sur la prestation de services ou le «cloud», dans lequel l'infrastructure informatique est de plus en plus externalisée auprès de prestataires spécialisés. Ces derniers gèrent les installations ou mettent à disposition des locaux pour accueillir les serveurs de leurs clients. Il y a peu, l'activité principale des exploitants de centres de données consistait en la location de surfaces au sein de leurs installations (colocation), mais se déplace désormais vers des services de «cloud». Le bâtiment reste le même, mais au lieu de louer des surfaces, le prestataire propose un paquet complet de services sous forme de capacités de calcul et de stockage. Ces prestations (IaaS, PaaS et SaaS, cf. ci-après) sont directement mises à disposition par l'exploitant du centre de données, ou par un prestataire «cloud» spécialisé qui sous-loue une partie du centre de données. Les services proposés diffèrent selon l'ampleur de l'externalisation. L'énumération ci-après décrit brièvement les principales offres existantes:

Colocation et «serverhousing»: le centre de données est loué pour accueillir la plateforme matérielle de l'entreprise. Outre les surfaces, il fournit l'électricité, la climatisation, la sécurité et les dispositions en matière d'accès. Bien souvent, l'accès et les services sont garantis 24 heures sur 24.

«Infrastructure as a service» (IaaS): l'ensemble de l'infrastructure informatique est mis à disposition par le centre de calcul. Les utilisateurs rémunèrent les services effectivement fournis et profitent d'une offre de ressources flexible, mais continuent d'exploiter eux-mêmes les plateformes et les applications.

«Platform as a service» (PaaS): en plus de l'infrastructure, une plateforme est mise à disposition de l'utilisateur. Cela lui permet de développer et de tester rapidement de nouvelles applications sans avoir à se soucier de la mise en place et de la maintenance de l'environnement.

«Software as a service» (SaaS): au lieu d'une infrastructure pure, des produits logiciels spécifiques sont proposés sous forme de services. L'utilisateur peut s'abonner à des licences gérées de manière centralisée sans avoir à les acheter. Ce sont souvent des navigateurs Web conventionnels qui sont ici utilisés en tant qu'interfaces.

Centres de données: au cœur de l'infrastructure informatique moderne

Industrie 4.0 et IdO font exploser le volume de données

L'interconnexion entre les technologies numériques et conventionnelles ne cesse de se renforcer, modifiant radicalement notre façon de produire, de consommer et de communiquer. Une palette toujours plus large de produits est directement reliée à l'Internet et génère des données qui doivent être traitées et analysées. L'exemple type est ici l'automobile, où les véhicules connectés produisent aujourd'hui déjà des volumes conséquents de données – lesquels devraient encore sensiblement s'accroître avec l'apparition de véhicules autonomes sur nos routes. Les capteurs d'un tel véhicule devraient ainsi engendrer une masse de données pouvant atteindre un

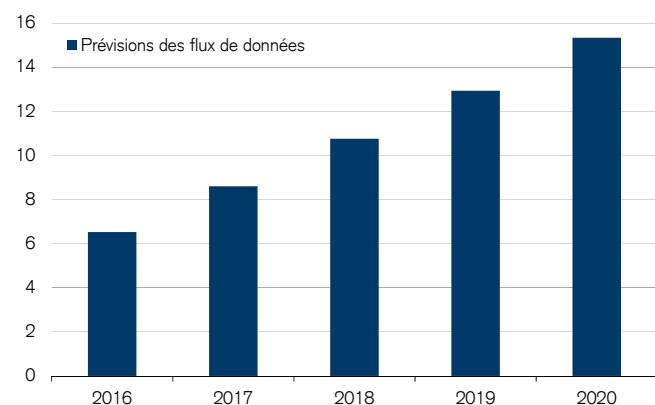
gigaoctet par seconde. La quantité de données produites chaque année devrait croître de 145 zettaoctets (Zo) en 2015 à env. 600 Zo en 2020.⁹ Pour comparaison, un Zo correspond à 1000 milliards de gigaoctets (Go) ou 36 millions d'années de film en qualité HD. Ces énormes volumes de données vont doper la demande de centres de calcul et le volume de données traité par ses derniers va exploser. La figure 74 suggère que la masse de données qui sera administrée par des centres de calcul externes va plus que doubler d'ici à 2020 et dépasser les 15 Zo, soit une croissance annuelle moyenne de 23,8%. Le progrès technologique permettra certes d'optimiser le stockage de ces données, mais cela ne réduira pas la nécessité de créer de nouveaux centres de calcul, la croissance attendue des volumes de données étant tout simplement trop importante.

Le «cloud» permet de se concentrer sur les compétences clés

L'externalisation d'applications auprès de prestataires de «cloud computing» réduit les coûts fixes et les immobilisations d'une entreprise, puisque l'onéreuse infrastructure informatique n'est plus exploitée par cette dernière. Sans externalisation, les systèmes existants ne peuvent souvent pas fonctionner à pleine capacité, car le déroulement des processus doit aussi être garanti pendant les horaires de pointe, ce qui nécessite des réserves. Si la puissance de calcul est utilisée sous forme de prestation, seule la capacité effectivement consommée est rémunérée. La diversification sur différents clients permet aux prestataires de «cloud computing» une exploitation plus efficace des serveurs. Les avantages en termes de coûts (y c. les économies pour les spécialistes en infrastructures) et la meilleure flexibilité du «cloud» convainquent un nombre croissant de responsables. À l'avenir, une part plus importante des dépenses annuelles allouées aux TI ne va donc sans doute plus être investie dans des infrastructures classiques, mais dans l'achat de services informatiques (fig. 75). Les dépenses globales pour les services de cloud computing devraient atteindre 14% (2016: 8%) du total des dépenses informatiques d'ici à 2020. L'externalisation de l'informatique permet aux entreprises de se concentrer sur leurs compétences clés – un avantage de taille dans un monde en perpétuelle mutation.

Fig. 74: Volumes de données dans les centres de calcul

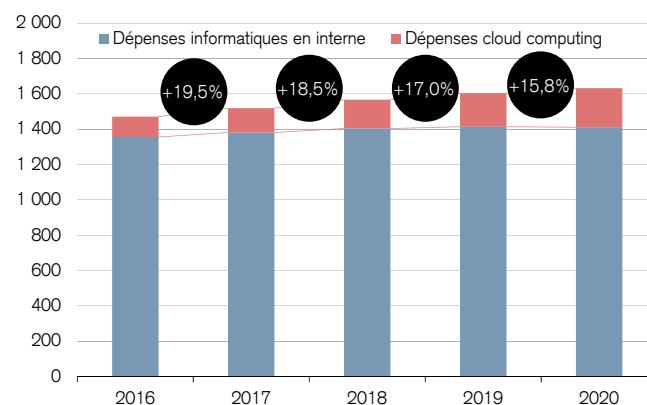
Prévision des flux de données mondiaux dans les centres de calcul 2016–2020, en Zo p. a.



Source: Cisco, Credit Suisse

Fig. 75: Dépenses globales pour services de «cloud computing»

Dépenses prévues des départements informatiques en mrd USD, croissance des dépenses de «cloud computing» en %



Source: Gartner, Credit Suisse

Exigences en matière de sécurité et de flexibilité – un défi pour les exploitants de centres de calcul

L'augmentation des volumes de données et des exigences posées en matière de sécurité, de flexibilité et de disponibilité constitue un défi de taille pour les exploitants de centres de calcul. En outre, le cycle de vie d'un serveur utilisé dans ce cadre n'est que de trois à cinq ans, soit bien moins que celui du bâtiment (estimé à 25 ans). Il ne faut pas non plus sous-estimer les investissements élevés indispensables pour l'exploitation courante d'un centre de données. Les futures évolutions technologiques doivent, dans la mesure du possible, être prises en considération dès la construction, et requièrent une bonne dose de flexibilité. Ces défis se sont entre autres traduits par une consolidation de la branche à l'échelon mondial, et ont encore renforcé la position des géants comme Amazon, Microsoft, IBM et Google. L'emprise croissante des grands prestataires de «cloud computing» sur le marché implique une baisse des marges pour les exploitants de centres de calcul. D'ici à 2020, ces prestataires «hyperscale» regrouperont environ 68% de la puissance de calcul disponible au niveau mondial en centres de données, contre

⁹ Cf. Cisco (2016): «Cisco Global Cloud Index: Forecast and Methodology 2015–2020»

environ 39% aujourd'hui.¹⁰ La tendance à des centres plus grands est surtout observable en Amérique du Nord et en Asie, mais apparaît aussi en Europe.

Suisse: une localisation intéressante, mais pas un pôle d'attraction en Europe

La Suisse: une localisation intéressante pour les centres de données en comparaison internationale

Grâce à sa stabilité politique et économique ainsi qu'à l'excellence et à la diversification de son approvisionnement en énergie, la Suisse est une localisation intéressante pour les centres de données. Cet attrait est d'ailleurs confirmé par le Data Centre Risk Index, dans lequel la Suisse occupe la troisième place derrière l'Islande et la Norvège.¹¹ L'indice identifie et évalue différents facteurs de risque pour l'exploitation de centres de calcul, de l'approvisionnement énergétique aux risques de catastrophes naturelles, en passant par la stabilité politique et l'attractivité fiscale pour les entreprises.

À proximité des centres urbains

Le choix d'un site dépend de la sécurité de l'approvisionnement en électricité, de la bande passante disponible pour l'échange des données, de l'accessibilité, ainsi que des risques de catastrophes naturelles. La figure 76 indique la localisation des centres de calcul existant en Suisse et les zones à risque sismique dont il faut tenir compte. Une grande partie des centres est située à proximité des centres urbains, dans le Mittelland où la probabilité de séismes est faible, mais aussi à Bâle, où le risque est plus élevé. Plus importants encore que les risques de catastrophes naturelles: la proximité géographique avec les clients et une interconnexion la plus directe possible avec les réseaux internationaux, garantissant la rapidité du transfert des données. Pour de nombreuses entreprises, la disponibilité des systèmes informatiques joue un rôle clé et les défaillances sont extrêmement onéreuses. De ce fait, différentes organisations classent les centres de calcul par taux de disponibilité (ou temps d'indisponibilité). Un standard largement utilisé est ici le «Tier Classification Standard» de l'Uptime Institute. Les catégories vont du niveau Tier I, pour un centre de calcul avec un taux de disponibilité moyen de 99,671%, au niveau Tier IV, correspondant à une disponibilité de 99,995%, soit seulement 26 minutes de temps d'indisponibilité par an. La figure 76 illustre les standards de sécurité des centres de calcul existant en Suisse. La majeure partie des centres ne dispose pas de certification officielle, mais affirme remplir les exigences. Pour l'heure, le centre de données Swisscom situé à Wankdorf est le seul site officiellement certifié (niveau Tier IV) du pays.

Les centres de données sont des projets onéreux

Nombreux et contraignants, les critères de sécurité posent des exigences considérables pour la construction des centres de données. Pour les plus modernes d'entre eux, disposant du niveau de sécurité le plus élevé (Tier IV), le raccordement à deux sources d'électricité indépendantes et des contrôles d'accès dotés de systèmes de sécurité dignes des aéroports sont aujourd'hui la norme. La disponibilité peut encore être renforcée par la création d'un deuxième centre redondant dans une autre région géographique. Pour réduire le risque de panne d'électricité, des systèmes de secours sont prévus, capables d'assurer le fonctionnement des serveurs ainsi que leur refroidissement. Au vu de la forte consommation d'énergie, des systèmes de refroidissement efficaces sont indispensables pour l'exploitation de centres de données. La chaleur développée par les serveurs peut être injectée dans un réseau de chauffage urbain. Dans les installations modernes, le refroidissement est assuré par l'air ambiant et les systèmes de refroidissement classiques sont réservés aux cas d'urgence. Les centres de données sont par ailleurs équipés de systèmes automatiques de lutte contre les incendies, qui réduisent le taux d'oxygène dans l'air et évitent ainsi des dommages aux infrastructures. La hauteur et la statique des locaux répondent également à des standards plus stricts que dans les autres bâtiments. Selon l'Uptime Institute, des charges utiles de 730–1220 kg par m² sont ainsi la norme dans les centres de calcul, contre seulement 300 kg par m² pour les immeubles de bureaux helvétiques. La complexité des exigences et l'infrastructure requise pour l'exploitation supposent un mode de construction très spécifique, ce qui se traduit par des coûts supérieurs à la moyenne. Pour un immeuble de bureaux, l'on table en moyenne sur des coûts d'environ 2800 CHF par m² de surface brute, tandis que ceux-ci sont deux à trois fois plus élevés dans le cas d'un centre de données. La planification et la collaboration avec le futur prestataire ainsi que le choix du niveau de sécurité dès la phase de projet revêtent donc une importance cruciale. Du fait de la grande spécificité de sa construction, la réaffectation d'un centre de calcul exige des investissements très lourds et

¹⁰ Cf. Cisco (2016): «Cisco Global Cloud Index: Forecast and Methodology 2015–2020»

¹¹ Cf. Cushman & Wakefield (2016): «Data Centre Risk Index 2016»

la déconstruction se révèle bien souvent la meilleure solution. La transformation de bâtiments existants en centres de calcul est quant à elle possible, comme le démontre l'exemple de HIAG Data: deux nouveaux centres de données doivent voir le jour dans les anciens ateliers d'une entreprise industrielle à Menzikon et Biberist. Mais cela devrait rester une exception. Pour les grands centres modernes, la préférence va en effet à la construction neuve.

La Suisse: pas un pôle d'attraction européen en matière de centres de calcul

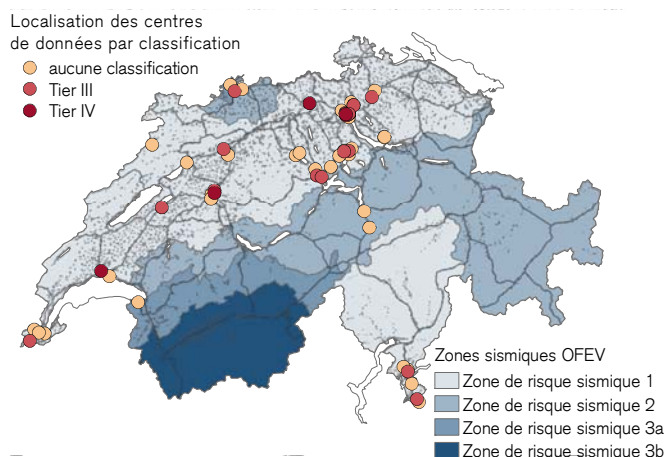
Malgré les conditions-cadres favorables, la Suisse ne semble pas vraiment en mesure de rivaliser avec les principaux sites d'implantation européens. Les investissements se concentrent ainsi surtout sur les pôles autour d'Amsterdam, de Francfort, Paris et Londres. Dans ce contexte, ce sont sans doute la disponibilité et le prix des terrains de grandes superficies, ainsi que l'accès à d'importants hubs de réseau qui jouent un rôle fondamental. Outre green.ch et quelques prestataires plus modestes, c'est surtout Swisscom qui s'est imposée sur le marché helvétique. Par rapport aux infrastructures des prestataires internationaux, même les centres de calcul de Swisscom paraissent cependant petits, et les effets d'échelles réalisables demeurent donc limités. Certaines sociétés internationales comme Equinix et Intexion sont déjà présentes sur le marché suisse avec leurs propres centres de calcul. Les prestataires locaux peuvent toutefois se concentrer sur des niches. HIAG Data (une entreprise du groupe HIAG) travaille ainsi sur une plateforme consacrée à la santé en collaboration avec Microsoft et Noser Health, et met à disposition l'infrastructure informatique et le portail sous forme de services fournis par ses centres de calcul.

Investir dans les centres de calcul et profiter de la tendance mondiale

Les prévisions quant aux futurs volumes de données brossent une image sans équivoque: la demande en centres de calcul s'accroît très rapidement partout dans le monde. Cela dit, l'évolution vers une externalisation de l'informatique n'en est encore qu'à ses balbutiements en Suisse, et demeure moins marquée qu'en Amérique du Nord ou en Asie. Les grands investisseurs ont la possibilité d'investir directement dans les biens-fonds accueillant des centres de calcul. Ceux disposant d'un budget plus modeste et qui souhaitent néanmoins investir dans la niche des centres de données peuvent le faire à l'étranger. En Suisse, seule une petite partie des fonds immobiliers cotés et des actions est en effet investie dans de tels centres. À l'étranger, il existe en revanche des Real Estate Investment Trusts (REIT) qui investissent directement dans les centres de données, voire les exploitent. À une exception près à Singapour, de tels REIT cotés en bourse n'existent pour l'heure qu'aux États-Unis, à l'instar du REIT Equinix (EQIX), qui exploite 146 centres de calcul dans le monde, dont six en Suisse à Zurich et Genève. Ce type de REIT s'est révélé extrêmement rentable ces dernières années, surperformant le FTSE Global Real Estate Index de plus de 109% en moyenne depuis 2014 (fig. 77). Il faut cependant tenir compte du fait que les attentes en matière de croissance du marché du «cloud computing» sont sans doute déjà anticipées dans les valorisations actuelles de ces REIT. Si la croissance se révélait inférieure aux prévisions, des corrections ne seraient pas à exclure.

Fig. 76: Localisation des centres de calcul en Suisse

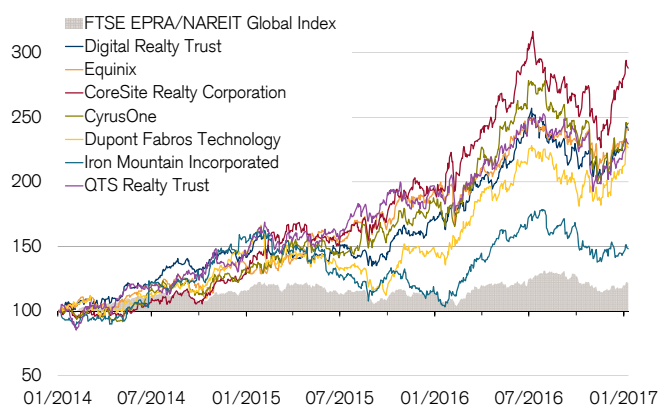
Norme de construction selon la classification de sécurité (indications des exploitants)



Source: Office fédéral de l'environnement (OFEV), Credit Suisse, Geostat

Fig. 77: Performance des REIT spécialisés dans les centres de données

Rendement total en USD; indice: 2014 = 100



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

Source: Bloomberg, Credit Suisse

Placements immobiliers

Un attrait qui ne va pas de soi

Les placements immobiliers ont toujours la faveur des investisseurs. La «ruée vers la pierre» se reflète dans la construction ininterrompue de logements locatifs, la part croissante de l'immobilier dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels et la performance, allant de bonne à excellente, réalisée en 2016 par les actions et les fonds immobiliers. Nous expliquons pourquoi ces investissements devraient rester prisés malgré des risques en hausse. Plus cet engouement se prolonge, plus ses bases s'en trouvent fragilisées. Combien de temps les taux négatifs doperaient-ils encore le marché des placements immobiliers? Et quelles sont les options permettant d'éviter des conditions de plus en plus difficiles sur les marchés de la location?

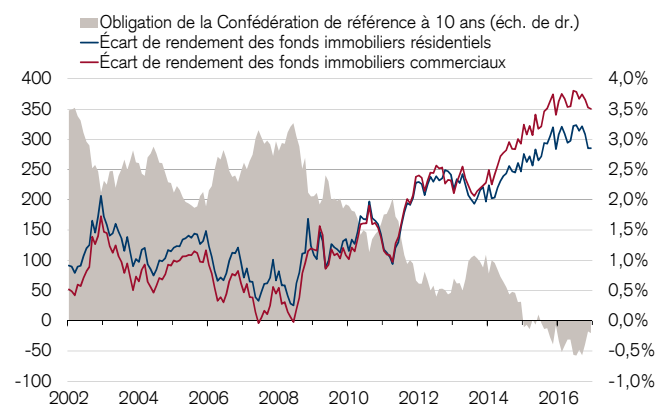
Placements immobiliers directs: forte demande en dépit de vents contraires

Le marché offre toujours des primes de risque élevées

Pour la première fois depuis de nombreuses années, tous les marchés de la location sont en repli. Au marché des surfaces de bureaux et commerciales est ainsi venu s'ajouter celui du résidentiel en 2016. La commercialisation de nouveaux logements locatifs se complique du fait de la constante progression des taux de vacance, et se révèle moins lucrative car les loyers n'augmentent plus (cf. chapitre logements locatifs p. 21 ss.). Malgré cela, la confiance des investisseurs dans l'immobilier semble intacte. La raison: le contexte de taux négatifs, qui génère des écarts importants entre les rendements de l'immobilier et ceux des placements obligataires (fig. 78). En dépit d'une forte hausse des taux d'intérêt aux États-Unis après l'élection de Donald Trump, les taux longs en CHF demeurent en territoire négatif. À la fin 2016, les rendements de distribution des fonds immobiliers suisses axés sur le résidentiel dépassaient en moyenne de 300 points de base ceux des emprunts de la Confédération à 10 ans. Les fonds à orientation commerciale ont même surperformé de 350 points de base. Et les écarts sont encore plus marqués sur les placements directs. Le marché offre donc toujours des primes de risque élevées aux investisseurs, ce qui semble les convaincre – comme le démontre l'activité de planification soutenue. En 2016, un nombre record de demandes de permis de construire pour de nouveaux logements locatifs a ainsi été déposé. Le volume d'investissement prévu dans les autres secteurs du bâtiment (surtout les surfaces de bureaux et commerciales) s'établissait à 20% au-dessus de sa moyenne à long terme, malgré une importante suroffre dans diverses villes (cf. chapitres surfaces de bureaux, p. 35 ss. et surfaces de vente, p. 57 ss.).

Fig. 78: Écart de rendement par segment

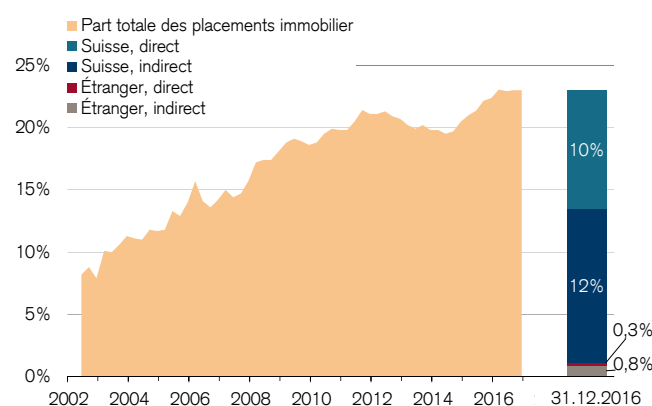
Écart de rendement des fonds immobiliers (en points de base): rendement de distribution moins rendement de l'obligation de référence



Source: Credit Suisse, Datastream, Baublatt

Fig. 79: Part de l'immobilier chez les caisses de pension

Évolution de la part de l'immobilier dans les bilans des caisses de pension, constitution du portefeuille immobilier au 4^e trimestre 2016



Source: Credit Suisse

Pas d'inversion de tendance en vue sur le marché des placements

À plus long terme, la légère hausse des attentes inflationnistes en Suisse et la meilleure perception des problèmes de commercialisation sur le front de la location devraient avoir un effet modérateur sur la forte demande de placements immobiliers directs. Étant donné que la normalisation

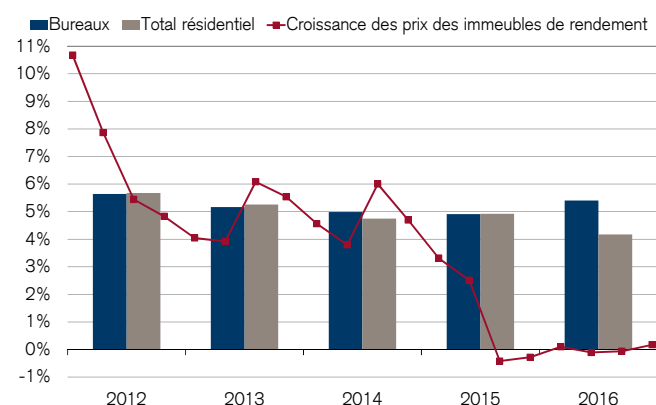
de la politique monétaire sera sans doute plus longue en Europe qu'aux États-Unis, nous anticipons une correction du marché. Les investisseurs institutionnels comme les assurances et les caisses de pension ont notamment renforcé leur exposition à l'immobilier – et devraient encore l'accroître faute d'alternatives. Selon l'Indice Credit Suisse des caisses de pension suisses (fig. 79), celles-ci ont augmenté la part des placements immobiliers dans leur portefeuille à 23,0% en 2016. Ces deux dernières années, les placements indirects ont été davantage étoffés (+2,1% par rapport à la fin 2014) que les investissements directs (+0,4%) – une approche qui devrait toutefois se justifier par la progression parfois importante des cours. L'année dernière, 31% de la performance de placement globale des caisses de pension étaient imputables à l'immobilier. L'engagement dans les marchés immobiliers étrangers est quant à lui resté étonnamment faible (1,2%). Cette «distorsion nationale» s'explique en partie par les exigences réglementaires, les risques de change ou encore par la méconnaissance de ces marchés. Au vu du cycle immobilier très avancé dans tous les segments, les placements à l'étranger devraient pourtant s'imposer, ne serait-ce que dans un souci de diversification des risques. Les organismes de petite et moyenne importance devraient ici privilégier les placements indirects, comme les fonds et les Real Estate Investment Trusts (REIT).

Trois approches pour augmenter la part de l'immobilier

À l'instar des caisses de pension, les assureurs sont aussi en quête de rendement et ont par conséquent considérablement renforcé leur engagement dans l'immobilier. Le volume des placements immobiliers des dix principales compagnies d'assurance du pays – dont nous avons analysé les rapports annuels – a ainsi augmenté de 35% entre 2010 et 2015. Dans une première phase, culminant en 2012, les investisseurs institutionnels ont de préférence investi dans des objets existants, comme en témoigne la forte hausse des prix de transaction des immeubles de rendement sur cette période (fig. 80). Au vu des prix élevés et de l'assèchement du marché, les investisseurs ont par la suite de plus en plus développé leurs propres projets immobiliers, ou repris des projets de partenaires une fois la phase de planification achevée (cf. demandes de permis de construire, fig. 32). La troisième méthode, la plus rapide pour étoffer la part de l'immobilier, s'observe plus fréquemment ces derniers temps: le rachat de portefeuilles immobiliers complets, que ce soit en Suisse ou à l'étranger. Citons à titre d'exemple l'offre de rachat par AXA des actions en circulation de Zürcher Freilager AG, ou encore l'acquisition par la Bâloise d'une participation majoritaire dans la société immobilière Pax Anlage AG. Sur fond de persistance de la pénurie de placements, il est ainsi possible d'augmenter de manière ciblée la part de l'immobilier et d'éviter les onéreuses procédures de soumission attirant des dizaines d'entités intéressées. Il faut donc s'attendre à d'autres opérations de ce type.

Fig. 80: Rendements bruts initiaux et croissance des prix

Rendements basés sur les prix de transaction (pondérés, corrigés pour la qualité de l'objet) des investisseurs institutionnels; croissance des prix des immeubles de rendement résidentiels et mixtes (YoY)



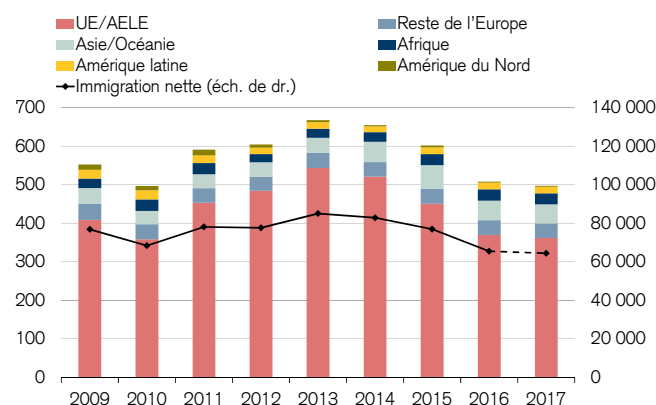
Source: Real Estate Investment Data Association (REIDA), CIFI, Credit Suisse

Rendements initiaux: creux de la vague dépassé pour les surfaces de bureaux?

Selon la base de données des transactions de la Real Estate Investment Data Association (REIDA), les rendements bruts initiaux des transactions effectuées pour des immeubles de rendement résidentiels par les investisseurs institutionnels ont baissé à un niveau plancher de 4,2% en 2016 (fig. 80). Comme les loyers ont majoritairement marqué le pas l'année dernière, cela implique une nouvelle hausse des prix de transaction. Cependant, les transactions se font rares en conséquence du faible niveau des rendements initiaux. Une autre source de données, l'indice

Fig. 81: Rendements locatifs liés à l'immigration

Estimation des rendements locatifs liés à l'immigration nette (nette, en mio. CHF/an); éch. de dr.: immigration nette de la population résidente étrangère, 2017: prévision



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

SWX IAZI Investment Real Estate Price, fait ainsi état d'une stagnation des prix de transaction depuis la fin 2015. Nous pensons que les rendements initiaux des immeubles de rapport résidentiels vont se stabiliser avec le temps. Pour 2017, nous tablons cependant sur une nouvelle baisse des rendements et une augmentation des prix. L'impact positif des loyers, qui vont peut-être même légèrement reculer cette année, est en revanche de moins en moins perceptible. La hausse des prix semble donc de plus en plus découler de la pression sur les placements, et de moins en moins des fondamentaux. S'agissant des surfaces de bureaux, plus avancées dans le cycle, les données de la REIDA suggèrent l'imminence d'une inversion de tendance. Entre 2015 et 2016, les rendements bruts initiaux ont ici augmenté de 4,9% à 5,4%. Cependant, la pression sur les prix de transaction ne devrait pas être généralisée, mais plutôt concerner les immeubles en dehors du segment principal. Dans les localisations clés, qui sont encore plus dans le collimateur de la demande du fait de la situation actuellement difficile sur le marché, les prix pourraient stagner, voire légèrement augmenter.

Le recul de l'immigration engendre une baisse de 170 mio. CHF des revenus locatifs

Depuis l'introduction de la libre circulation des personnes entre la Suisse et l'Union européenne en 2007, l'immigration a été l'un des piliers de la demande de logements locatifs. Plus de 85% des immigrants optent pour une location pendant les deux premières années de leur séjour. Sur la base des données du Relevé structurel de l'Office fédéral de la statistique, nous avons calculé le loyer net moyen des nouveaux arrivants par groupe de nationalité.¹² Combinés aux chiffres relatifs à la taille des ménages, à la part de logements en propriété, à l'évolution et à la structure de l'origine de l'immigration nette, ainsi qu'à l'évolution des loyers, ces calculs nous permettent d'évaluer les revenus locatifs issus de l'immigration (fig. 81). Selon nos estimations, les 85 000 immigrants nets enregistrés en 2013 – année record à ce jour en termes d'immigration – ont généré un revenu locatif supplémentaire de 670 mio. CHF sur l'année. 81% de cette somme étaient imputables aux ressortissants de l'UE et de l'AELE. Jusqu'en 2016, ce montant a diminué à 510 mio. CHF (-24%), la part des pays de l'UE et de l'AELE tombant à 73%. En 2017, nous prévoyons un nouveau repli d'environ 10 mio. CHF.

Les locations bon marché en passe de devenir le segment le plus attrayant

Le recul des revenus locatifs est non seulement lié à la réduction quantitative de l'immigration, mais aussi à une modification de la structure de cette dernière. L'augmentation de l'immigration en provenance d'Asie et d'Afrique n'a pas suffi à compenser la baisse de la demande des ressortissants de l'UE, que ce soit sur le plan quantitatif ou qualitatif. Le revenu locatif moyen par immigrant et par an originaire d'Afrique (environ 5300 CHF) ou d'Asie (6700 CHF) est en effet bien inférieur à celui des ressortissants de l'UE ou de l'AELE (8800 CHF). En 2013, le revenu locatif moyen par immigrant s'élevait encore à 7850 CHF, contre seulement 7760 CHF en 2016 (-1%). Or, ce repli – qui devrait se poursuivre sur l'année en cours – n'est pas négligeable. Sur la même période, les loyers à la conclusion ont augmenté de 2,8%. Pour les investisseurs, cela signifie qu'ils doivent s'adapter à une évolution non seulement quantitative, mais aussi qualitative. De ce fait, ce sont les logements locatifs bon marché à distance pendulaire acceptable des grands centres qui seront les meilleurs débouchés pour les investisseurs, comme en atteste l'évolution relativement stable des loyers proposés dans ce segment (cf. chapitre logements locatifs, p. 21).

Réaffectation de locations en logements en propriété – une alternative intéressante

L'environnement du marché devient plus exigeant. Les propriétaires d'immeubles de rendement en dehors des localisations les plus prisées font davantage d'efforts pour leur commercialisation, travaillent avec des incitatifs et doivent parfois même se résoudre à réduire les loyers. Mais que faire si de nombreux logements restent vacants en dépit de telles mesures? L'une des options à la disposition des propriétaires est la vente de certains appartements, d'étages, voire d'immeubles entiers en tant que logements en propriété. Le succès de cette stratégie dépend dans un premier temps du marché régional. Ce sont les régions possédant les caractéristiques suivantes qui semblent offrir le meilleur potentiel pour une telle démarche: de faibles taux de vacance dans le segment du logement en propriété, une évolution durable des prix et une activité de construction qui ne dépasse pas le potentiel d'absorption du marché local de la propriété. Diverses régions remplissent au moins partiellement ces critères, tout en affichant des taux de vacance plus élevés dans le locatif. Certaines parties de la Suisse du Nord-Ouest, le nord de l'Argovie, le Weinland zurichois et quelques régions alpines disposent ici du meilleur potentiel. Dans les régions alpines, c'est notamment le cas des logements soumis à l'ancien droit, qui peuvent également être utilisés en tant que résidences secondaires.

¹² Credit Suisse (2016): «Marché immobilier suisse 2016 – Expulsion du paradis», p. 70

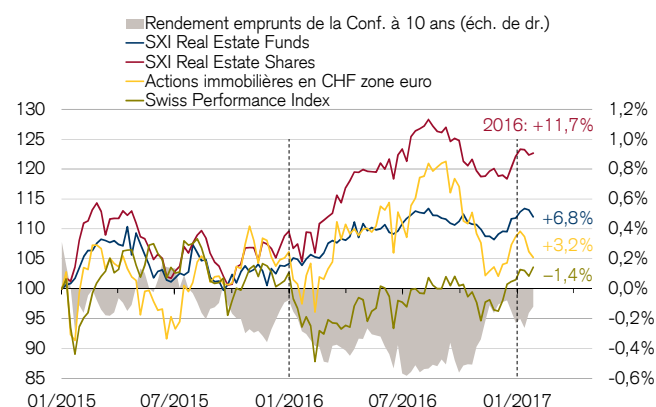
Placements immobiliers indirects: la pénurie laisse des traces

2016: année fructueuse malgré un ralentissement sur les marchés de la location

En dépit de l'assombrissement des perspectives sur les marchés de la location et des fortes fluctuations des taux au cours de l'année, 2016 a été un grand cru pour les placements immobiliers indirects suisses, actions en tête avec un résultat exceptionnel de +11,7% (fig. 82). Cette bonne performance s'explique par les baisses des taux d'intérêt opérées au 1^{er} semestre 2016 et l'étonnante résistance des titres immobiliers lorsque les taux ont corrigé au 4^e trimestre. Les fonds immobiliers helvétiques, qui ont clôturé 2016 sur un rendement global tout aussi remarquable de +6,8%, sont même restés plus résilients à la hausse des taux à long terme en fin d'année: en janvier 2017, les cours de ces fonds étaient temporairement revenus à leurs sommets d'août 2016. Tant les actions que les fonds ont ainsi surperformé les titres immobiliers de la zone euro (+3,2%) et devancé le Swiss Performance Index (SPI, -1,4%). Cette évolution montre que le marché ne croit pas encore à une inversion durable de la tendance sur le front des taux d'intérêt en Suisse, bien que le plancher semble ici avoir été franchi. Nous partageons cet avis, et n'anticipons pas de relèvement des taux directeurs par la BNS cette année. Les rendements des obligations de la Confédération à 10 ans devraient par conséquent se maintenir en territoire négatif en 2017.

Fig. 82: Performance des placements immobiliers indirects

Performance totale; indice: 01.01.2015 = 100, rendement des obligations de la Confédération à 10 ans

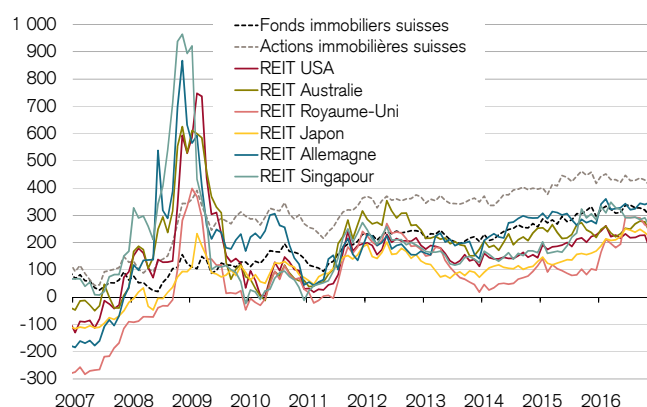


Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de résultats futurs. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Datastream, Credit Suisse

Fig. 83: Écarts de rendement en comparaison internationale

Écart entre les rendements directs des véhicules de placement immobilier et les emprunts d'État à 10 ans du marché respectif



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

Source: Credit Suisse, Bloomberg, Datastream

Investisseurs pour l'heure peu impressionnés par la hausse des taux longs

La performance des placements immobiliers indirects suisses a de quoi surprendre au regard de la hausse des taux longs. De même, le ralentissement observable sur les marchés de la location devrait s'opposer au succès des fonds immobiliers et des sociétés anonymes immobilières. À court et moyen terme, la situation des segments du marché immobilier revêt moins d'importance que l'offre et la demande sur le marché des investisseurs. Sur celui-ci, les placements immobiliers sont concurrencés par les véhicules à revenu fixe comme les obligations, les rendements relatifs et les écarts de rendement guidant ici les décisions d'investissement. La figure 83 montre l'attrait toujours élevé des placements immobiliers indirects suisses, qui affichent non seulement des écarts de rendement proches de sommets historiques face aux emprunts d'État à 10 ans, mais aussi des performances convaincantes en comparaison internationale. Depuis 2015, cet écart de rendement s'inscrit à plus de 400 points de base pour les actions immobilières helvétiques. Il atteignait 290 points de base pour les fonds à la fin 2016, seules les actions immobilières allemandes le dépassant parmi les pays considérés.

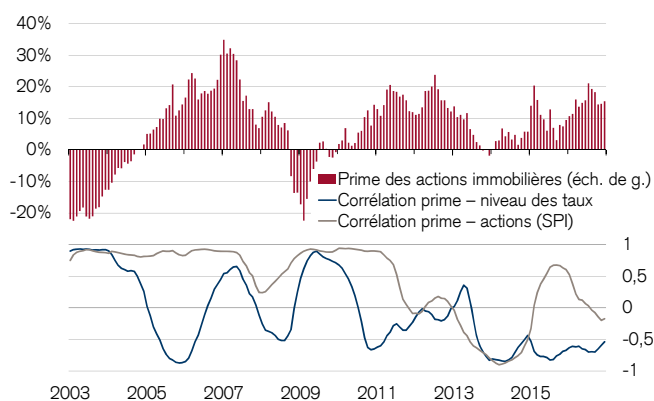
Primes des actions immobilières fortement corrélées aux taux d'intérêt

Les placements immobiliers indirects étant généralement des véhicules cotés en bourse, le climat sur le marché d'actions influe également sur leur performance. Cela vaut tout particulièrement pour les actions immobilières: depuis 2003, le coefficient de corrélation entre le SPI et leur prime moyenne par rapport à la valeur nette d'inventaire (VNI) s'établit à +0,53. Dans les faits, la phase de forte hausse des primes des actions immobilières (2003–2007) a coïncidé

avec une période d'euphorie sur les marchés des actions, durant laquelle le SPI a progressé de plus de 100%. La fluctuation marquée de la corrélation avec le marché des actions depuis 2011 est cependant aussi frappante. La corrélation négative entre les primes et les rendements des emprunts d'État à 10 ans s'est stabilisée, bien qu'à une valeur inférieure à la moyenne depuis 2003 de $-0,23$ (fig. 84). Cet aspect hybride de la corrélation des actions immobilières apparaît également sur d'autres marchés. Nous observons que les actions immobilières plus avancées dans le cycle deviennent plus sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt, la corrélation négative augmentant. C'est pourquoi les taux d'intérêt négatifs ont remplacé le climat régnant sur le marché des actions en tant que principal moteur de l'évolution des primes au cours de ces deux dernières années. Tant que cette situation perdurera, nous n'attendons pas de correction plus marquée, puisque les taux négatifs ne sont pas une option pour les investisseurs institutionnels. Dans ce contexte, les primes n'ont que relativement peu pâti de la hausse des taux intervenue à la fin 2016.

Fig. 84: Primes des sociétés anonymes immobilières

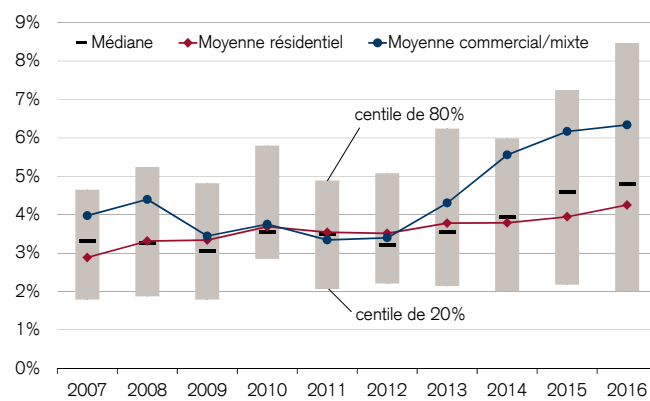
Primes moyennes des actions immobilières cotées; corrélation (mobiles sur 24 mois) avec le niveau des taux (rendement des obligations de la Confédération à 10 ans) et le marché des actions (SPI)



Source: Credit Suisse, Datastream, rapports annuels et semestriels des fonds

Fig. 85: Taux de vacance des fonds immobiliers

Taux de vacance (taux de perte sur loyer) des fonds immobiliers suisses cotés; moyenne: pondérée selon la VNI au 31.12.2016; 2016: provisoire



Source: Credit Suisse, Datastream, rapports annuels et semestriels des fonds

L'augmentation des taux de vacance dans les portefeuilles des fonds immobiliers...

La tendance à la hausse des taux de vacance n'épargne pas les portefeuilles des fonds immobiliers (que nous avons analysés en détail) et les sociétés anonymes immobilières (fig. 85). Sur 2007–2012, le taux moyen des perte sur loyers a oscillé entre 2,9% et 3,5% pour les fonds axés sur le résidentiel, et entre 3,3% et 4,4% pour leurs pendants du secteur commercial. La tendance s'est inversée à compter de 2013: dans un premier temps, le taux de vacance a surtout fortement progressé dans les fonds commerciaux, atteignant en moyenne 6,3% en 2016. La hausse a été moins soutenue pour les fonds axés sur le résidentiel, mais s'est accélérée au cours des deux dernières années (2016: 4,3%). L'augmentation marquée de l'écart des taux de perte sur loyers entre les différents fonds, depuis 2012, est aussi notable. En 2016, le taux des perte sur loyers était inférieur à 2,0% pour un cinquième des fonds (centile de 20%) – tout comme durant les années précédentes. Les taux de vacance se sont toutefois envolés dans une grande partie des fonds, dépassant 8,5% pour un cinquième d'entre eux en 2016.

... devrait principalement concerner les véhicules axés sur le résidentiel en 2017

Avec des pertes sur loyer moyennes de 9,3% en juin 2016, les sociétés anonymes immobilières enregistrent des taux de vacance encore plus élevés que les fonds, essentiellement du fait de leur orientation plus marquée sur les biens commerciaux. La tendance à la hausse des taux d'inoccupation devrait se poursuivre sur l'année en cours et peser davantage sur les fonds et les sociétés immobilières affichant une plus grande part d'objets résidentiels. Les logements vacants ont un impact négatif sur les rendements directs, ce qui peut aussi entraîner des corrections de cours. Les baisses effectives de rendements devraient être supérieures aux pertes sur loyers puisque les efforts accrus de commercialisation et d'assainissement engendrent également des frais supplémentaires.

Placements immobiliers mondiaux non cotés et basés sur la VNI

Au regard de la détérioration des conditions sur les marchés de la location en Suisse et dans un souci de diversification, il semble opportun de cibler davantage les placements immobiliers à l'étranger. Alors que les placements immobiliers hors de Suisse étaient jusqu'à présent dominés par les véhicules cotés en bourse, les Real Estate Investment Trusts (REIT) en tête, les formes d'investissement basées sur la VNI ont récemment gagné en popularité.

Principal avantage des placements immobiliers internationaux: leurs faibles corrélations et leurs rendements attractifs

Les placements immobiliers suisses et internationaux ont pour avantage de présenter des corrélations relativement limitées avec les classes d'actifs traditionnelles comme les actions et les obligations. Cette dépendance réduite aux cycles des marchés mondiaux s'explique par le caractère local des immeubles. Les valeurs immobilières sont en grande partie déterminées par des facteurs tels que la demande, l'offre de surfaces et les conditions de financement à l'échelle locale. Les corrélations entre les différents marchés immobiliers, p. ex. entre les États-Unis et la Suisse, sont donc très faibles. Les objets bien situés avec une structure de locataires favorables, souvent qualifiés d'immeubles «Core», génèrent en outre des cash-flows stables à long terme, qui offrent une prime ajustée du risque (écart de rendement) attrayante face aux autres classes d'actifs, même en période de bas taux d'intérêt. Ces 10 dernières années, les placements immobiliers mondiaux ont enregistré un rendement annuel moyen de 6,5% qui, une fois couvert en CHF, ne s'en est trouvé que légèrement amoindri (5,9%). Ce rendement est encore plus intéressant si l'on considère que la principale crise financière depuis les années 1930 s'est produite sur cette période et que la volatilité de tels placements s'est élevée à 7,3% seulement (7,0% dans le cas d'une couverture en CHF).

Les actions dominent jusqu'à présent les placements immobiliers internationaux

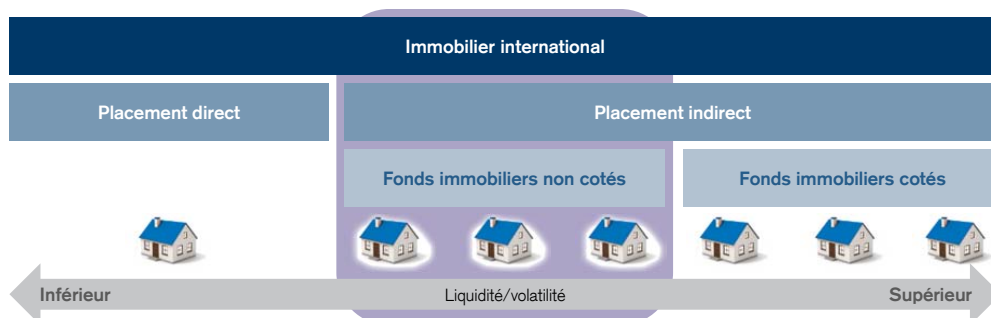
Bien que l'immobilier constitue la principale classe d'actifs dans le monde, les investisseurs helvétiques n'avaient à ce jour que des possibilités restreintes d'investir dans l'immobilier à l'étranger. La plupart des produits de placement se concentrent sur les véhicules immobiliers cotés en bourse. Les actions immobilières, en général émises par des REIT cotés, sont certes très liquides, mais sont soumises à des fluctuations boursières souvent importantes. Ces dernières alimentent la volatilité des cours des actions et diminuent, par conséquent, les avantages des placements immobiliers que sont la stabilité des cash-flows et les faibles corrélations avec les autres classes d'actifs. En outre, il existe également certains fonds non cotés dont les transactions hors bourse sont assurées par une banque de dépôt, permettant ainsi la monétarisation des primes et des décotes de ces produits d'investissement (agios/disagios).

Les fonds immobiliers non cotés: une alternative intéressante

C'est pourquoi les placements immobiliers non cotés et basés sur la VNI (fig. 86), reflétant ainsi la performance réelle de l'immobilier, ont gagné en attrait ces dernières années. Les investisseurs profitent de faibles corrélations, de fluctuations de valeur (volatilité) moindres, de rendements ajustés du risque attractifs et de l'absence de prime ou d'agio à l'achat. Ces avantages des fonds immobiliers non cotés s'acquièrent néanmoins au prix d'une liquidité comparativement réduite. Ces fonds n'étant pas négociés en bourse et investissant directement dans l'immobilier, les investisseurs doivent composer avec des délais de remboursement plus longs – de trois à douze mois généralement selon le volume, le pays de domicile et le type de placement.

Fig. 86: Univers des placements immobiliers internationaux

Liquidité et fluctuations de valeur (volatilité)



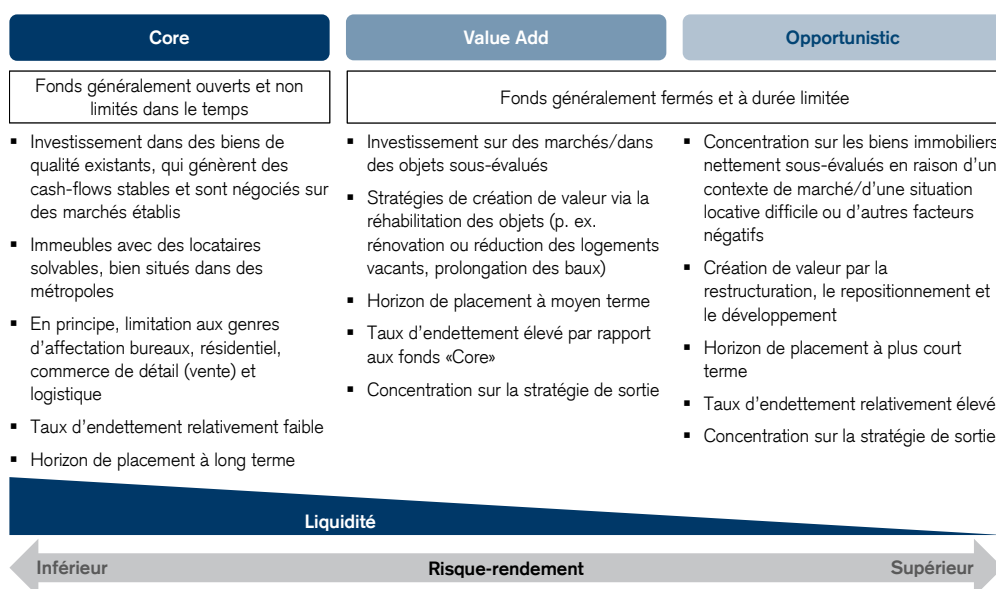
Source: Credit Suisse

Univers des placements immobiliers internationaux non cotés

On dénombre aujourd'hui plusieurs centaines de fonds immobiliers internationaux non cotés, dont beaucoup sont réservés aux investisseurs qualifiés du fait de leur négociabilité restreinte. Outre les fonds qui investissent dans l'immobilier «Core» et sont en principe non limités dans le temps, il existe des fonds immobiliers avec des profils risque-rendement dits «Value Add» et «Opportunistic», qui ont généralement une durée de vie allant de sept à dix ans (fig. 87). Alors que les fonds «Core» ciblent les rendements courants issus des recettes locatives (rendements des cash-flows nets), leurs homologues «Value Add» et «Opportunistic» visent à réaliser un rendement global le plus élevé possible – composé du rendement des cash-flows nets et des revenus liés à l'évolution de la valeur – pendant leur durée de vie. À l'inverse des fonds «Core», pour la plupart gérés selon l'approche «buy and hold» (acheter et garder), les fonds «Value Add» et «Opportunistic» suivent des stratégies similaires au secteur «private equity» reposant sur le principe «buy, fix and sell» (acheter, revitaliser et vendre).

Fig. 87: Univers des placements immobiliers internationaux non cotés

Selon la stratégie d'investissement



Source: Credit Suisse

Quels fonds pour quels investisseurs?

Les fonds «Core» conviennent le mieux aux investisseurs qui n'ont pas de connaissances spécialisées des marchés immobiliers internationaux ou sont relativement réticents au risque. Détenant essentiellement des biens existants de qualité qui présentent des faibles taux de vacance, ces fonds sont diversifiés en termes de locataires, de bâtiments, de localisations et de durées des baux. Au regard de la liquidité restreinte et du cycle relativement long du marché immobilier par rapport aux actions et obligations, un horizon de placement à long terme est ici recommandé. Les investisseurs dotés d'une tolérance au risque plus élevée peuvent envisager des investissements dans des fonds «Value Add» et «Opportunistic». L'investissement dans de tels fonds n'est possible que pendant un à deux ans après le lancement, à la suite de quoi ils restent fermés jusqu'à leur liquidation. Dans le meilleur des cas, les parts peuvent être vendues à d'autres investisseurs dans le cadre de transactions sur le marché secondaire. Face aux fonds «Core», les véhicules de type «Value Add» et «Opportunistic» ont pour inconvénient de devoir constituer leurs portefeuilles, de sorte que les investisseurs misent dans une certaine mesure sur un «blind pool». Le choix du gestionnaire revêt par conséquent une grande importance.

Processus et critères de sélection

La transparence sur le front des placements immobiliers mondiaux a nettement augmenté ces 15 dernières années dans le sillage de la professionnalisation croissante de cette classe d'actifs. Le succès de tels investissements repose cependant sur un vaste réseau international de gérants, courtiers, intermédiaires et autres acteurs du marché. Avant toute souscription d'un fonds immobilier non coté, un processus rigoureux de «due diligence», plaçant l'accent sur l'historique de performance du gérant, la qualité et la valorisation du portefeuille de biens immobiliers ainsi que l'analyse du marché sous-jacent, est par ailleurs indispensable. De même, il convient également de clarifier les aspects juridiques, fiscaux et réglementaires. Des connaissances spéciali-

sées des systèmes légaux et fiscaux respectifs sont à cet égard non seulement utiles, mais absolument nécessaires.

Fonds individuels avec investissement direct ou produits multi-gestionnaires?

Les investisseurs ont la possibilité d'investir soit dans des fondations de placement basées sur la VNI, qui possèdent des biens immobiliers de manière directe, soit dans des produits multi-gestionnaires. Ces derniers présentent l'avantage d'offrir une très large diversification en termes de gérants et de régions, et ce à des conditions attractives. De plus, les investisseurs ne sont pas tenus d'analyser les différents fonds et leurs portefeuilles immobiliers, et peuvent donc se concentrer sur la sélection des prestataires de ces produits.

Le moment est-il opportun pour investir?

Les marchés immobiliers mondiaux ont nettement rebondi depuis la crise financière. En Suisse mais aussi ailleurs, certains observateurs du marché se demandent si les valorisations immobilières actuelles justifient encore un investissement. La plupart des marchés immobiliers affichent certes des valorisations élevées en comparaison historique, mais celles-ci nous semblent légitimées par les fondamentaux dans nombre de cas. Notre évaluation repose sur trois facteurs: 1) depuis la crise financière mondiale, l'activité de construction s'inscrit à des plateaux historiques sur de très nombreux marchés, d'où la pénurie d'objets de qualité régnant actuellement en maints endroits. En d'autres termes, rares sont les marchés immobiliers qui sont aujourd'hui confrontés à une suroffre. 2) Malgré les conditions favorables en matière de crédits hypothécaires, le recours à des fonds de tiers est réduit, voire très faible, dans les fonds immobiliers non cotés que nous avons analysés. Les fonds «Core» présentent un endettement modéré de 21% en moyenne¹³. 3) Sous l'effet d'une croissance économique bien que modeste, mais positive, à l'échelle mondiale couplée à une offre limitée de surfaces, les loyers devraient connaître une évolution favorable sur de nombreux marchés internationaux au cours des prochaines années. Divers instituts de recherche indépendants tablent sur une croissance parfois à deux chiffres des loyers dans les années à venir, ce dont devraient profiter les futures valorisations immobilières des fonds.

Perspectives 2017 pour les placements immobiliers

Placements immobiliers directs toujours prisés, mais de plus en plus complexes

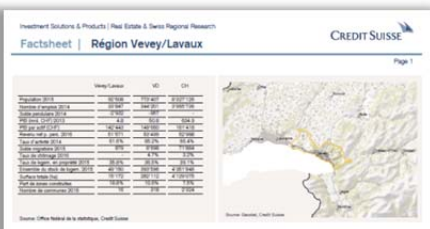
Les investisseurs devraient continuer de plébisciter l'immobilier en 2017. Bien que les écarts de rendement par rapport aux autres placements aient dépassé leur zénith, l'intérêt pour la «pierre» devrait rester soutenu – notamment chez les investisseurs institutionnels – tant que les taux négatifs demeureront d'actualité. Les alternatives à faible risque susceptibles de résoudre les problèmes de rendement font tout simplement défaut. En Suisse, renouer avec la bonne performance des années passées devrait être de plus en plus difficile. La croissance des prix des immeubles de rapport résidentiels et des surfaces de bureaux du segment «Core» ne semble certes pas à son maximum, mais les rendements liés à l'évolution de la valeur vont probablement chuter. Simultanément, le recul et la modification de la structure de l'immigration pèsent sur le potentiel de gain et donc sur le rendement des cash-flows nets. Dans l'ensemble, investir dans l'immobilier direct deviendra ainsi plus complexe. L'investissement en dehors des segments de loyers supérieurs dans les immeubles résidentiels de rapport situés dans les grands centres demeure peu risqué, mais les rendements initiaux y sont inférieurs à la moyenne.

Placements immobiliers indirects toujours soutenus par les taux d'intérêt négatifs

Si l'on considère le laps de temps qu'il a fallu à la Fed pour relever ses taux directeurs, on peut en conclure qu'une normalisation des taux d'intérêt en Europe n'est pas pour demain. En pareille situation, la BNS n'a guère d'autre choix que de maintenir les taux d'intérêt en territoire négatif. Selon la théorie de l'arbitrage, des capitaux additionnels seront injectés dans le marché immobilier relativement rémunérateur, d'où une pression constante sur les rendements. Seul un repli vers des segments de niche, une sélection réfléchie d'objets ou un engagement sur les marchés immobiliers internationaux permet de se soustraire à cette pression. Dans une optique de diversification et de rendement, miser sur la classe d'actifs émergente de l'«immobilier à l'étranger» peut aussi se révéler judicieux. Ce type de placement présentant toutefois des obstacles pour les petits investisseurs. Il est conseillé d'examiner attentivement les caractéristiques de risque, de rendement, de corrélation et de liquidité des divers types de produits d'investissement de ce segment. Les produits multi-gestionnaires, ainsi que les fonds d'investissement direct et les fondations de placement se concentrant sur l'immobilier international, peuvent ici constituer une bonne alternative.

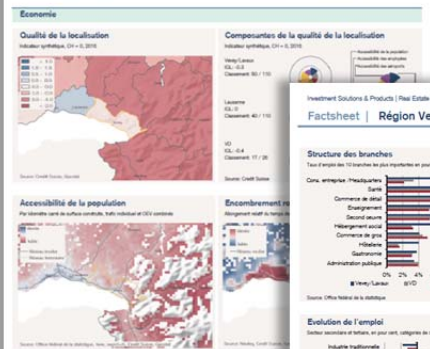
¹³ INREV, Global Real Estate Fund Index au 30.06.2016

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 Vevey/Lavaux? 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.



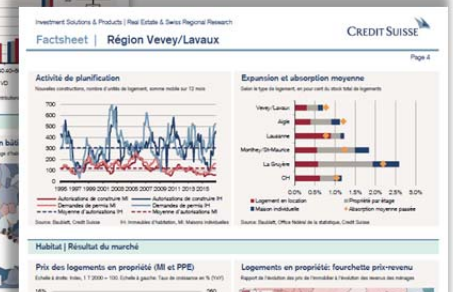
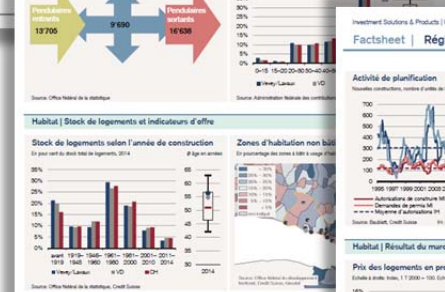
Economie régionale et démographie

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.



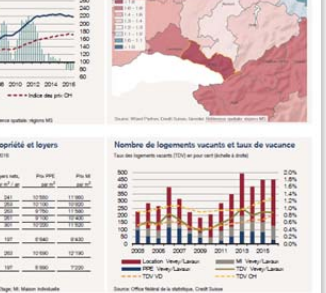
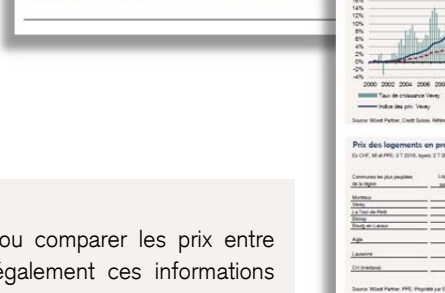
Marchés régionaux de l'immobilier

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:

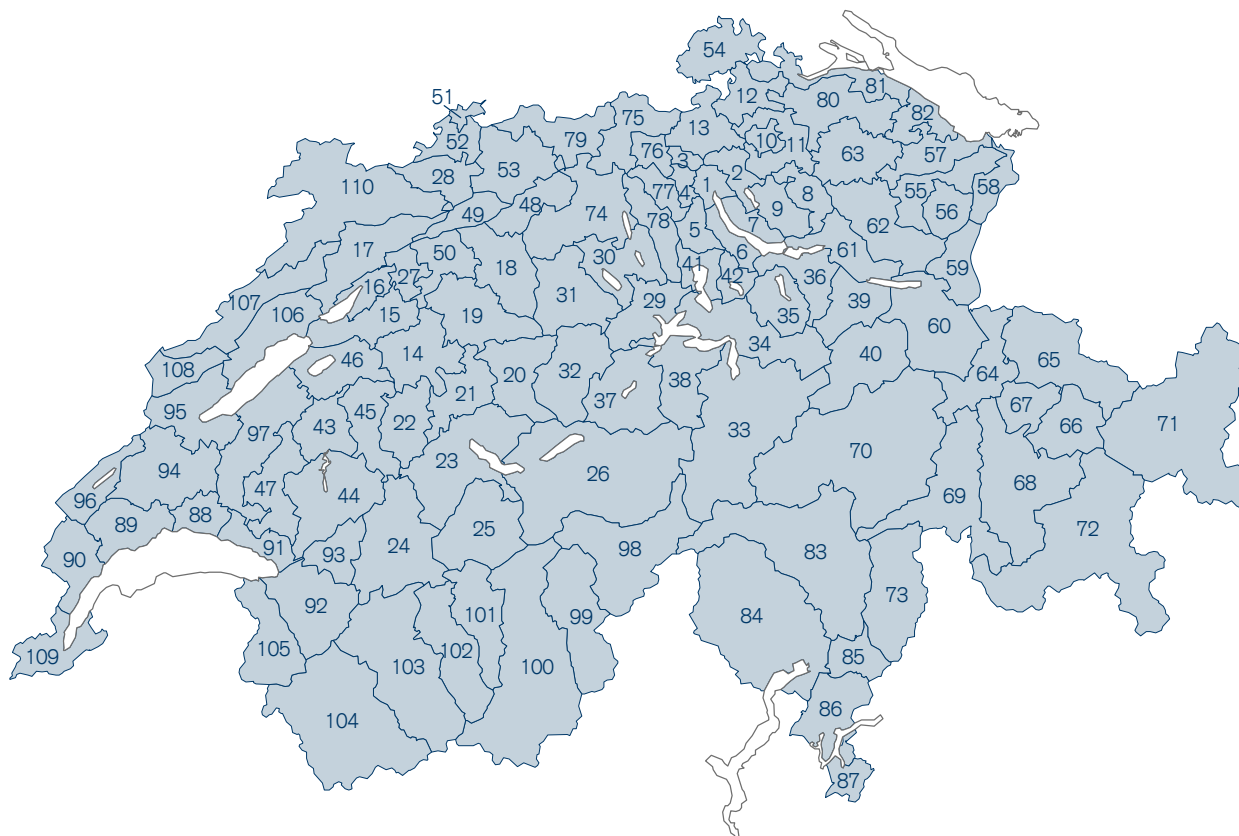
Les clients du Credit Suisse peuvent commander des factsheets sur les différentes régions économiques dans la langue souhaitée (français, allemand, italien ou anglais) sous le lien suivant: www.credit-suisse.com/immobilienstudie

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 Glattal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittelbünden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 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 de 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 taux de change et les taux d'intérêt au comptant et à terme), la maturité résiduelle, la volatilité et les conditions de marché ainsi que la solvabilité de l'émetteur ou de l'émetteur de référence. Tout investisseur intéressé par l'achat d'un produit structuré doit effectuer sa propre recherche et analyse du produit, et consulter ses propres conseillers professionnels quant aux risques associés à un tel achat.

Certains des investissements décrits dans ce rapport présentent une forte volatilité. Les investissements soumis à une forte volatilité peuvent subir des baisses importantes et soudaines de leur valeur susceptibles d'occasionner des pertes au moment de la vente des titres concernés. Ces pertes peuvent égaler votre investissement initial.

Pour certains produits, les pertes peuvent même excéder le montant de l'investissement initial et vous pourriez alors devoir 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 considéré comme une partie du rendement.

Certains investissements peuvent ne pas être immédiatement liquides et s'avérer difficiles à vendre ou à réaliser. De même, il pourrait vous être difficile d'obtenir des informations fiables sur la valeur de certains investissements ou sur les risques qui y sont associés. Pour toute question, veuillez contacter votre Relationship Manager.

Les performances historiques ne sauraient préjuger des résultats futurs. La performance peut être affectée par les commissions, frais ou autres charges ainsi que par les variations des taux de change.

Analyse de sensibilité

L'analyse de sensibilité porte sur les variations de la valeur de marché (p. ex. le cours) d'un instrument financier à la suite de la variation d'un facteur de risque et/ou d'une hypothèse du modèle. Plus précisément, la valeur de 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 taux de change et les taux d'intérêt au comptant et à terme), la maturité résiduelle, la volatilité

et les conditions de marché ainsi que la solvabilité de l'émetteur ou de l'émetteur de référence.

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 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 International Wealth Management du Credit Suisse au moment de la rédaction du présent rapport et sont susceptibles d'être modifiées 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.

La présente documentation peut faire référence à des changements de recommandations et de notations issues de la recherche, parfois présentées sous forme de listes. Tous les articles et rapports de Research relatifs aux changements de recommandations et de notations des entreprises et/ou des différents instruments financiers peuvent être consultés sur le site suivant: <https://investment.credit-suisse.com>

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

La politique du CS consiste à publier et à mettre à jour ses rapports de recherche / recommandations à la fréquence qu'il juge appropriée, lorsqu'il estime que l'évolution d'une entreprise, d'un secteur ou d'un marché est susceptible d'avoir des répercussions sensibles sur les points de vue et opinions exprimés ici. 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

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

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

L'analyste responsable de la rédaction de cette brochure se voit rétribué en fonction de plusieurs paramètres parmi lesquels la totalité des revenus touchés par le 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/>

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 importants 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. Le CS est signataire d'un accord avec l'émetteur relatif à la fourniture de services aux sociétés d'investissement. **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 recommande 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. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **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. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **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 Bahrein. **Dubai:** 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, Dubai, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée 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 placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **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 Guernsey 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:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceeraj House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +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 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 les règles et réglementations de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Arabie saoudite:** Ce document ne peut pas être distribué dans le Royaume sauf aux personnes autorisées conformément aux réglementations relatives aux fonds de placement. Credit Suisse Saudi Arabia porte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document et confirme avoir fait toutes les vérifications raisonnablement nécessaires avec le plus grand soin et en toute bonne foi, et qu'il n'y a pas d'autres faits dont l'omission pourrait rendre toute déclaration contenue dans le présent document comme trompeuse. L'Autorité des marchés financiers n'assume aucune responsabilité quant au contenu de ce document, ne saurait être tenue responsable ni de l'exactitude ni de son exhaustivité et décline expressément toute responsabilité quant aux pertes qui pourraient résulter ou être induites par l'utilisation d'une partie quelconque de celui-ci. **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. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **EAU:** Ce document et les informations qu'il contient ne constituent en aucune façon une offre publique de valeurs mobilières aux Émirats Arabes Unis, et ils ne doivent par conséquent pas être interprétés comme tels. Les services ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs sophistiqués aux EAU qui (a) sont désireux et capables d'effectuer un examen indépendant des risques associés à l'investissement dans lesdits services et (b) y procèdent sur demande expresse de leur part. Les services n'ont pas été approuvés ou agréés par, ni enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, l'Autorité de supervision des marchés financiers ou toute autre autorité compétente ou agence gouvernementale des EAU. Ce document est réservé exclusivement à l'usage du destinataire nommé ; il ne doit donc pas être remis ou montré à quiconque (à l'exception des employés, agents ou conseillers impliqués dans l'étude de l'investissement par le destinataire). Aucune transaction ne sera conclue aux EAU. **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 © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

17C033A_R

Autres publications du Credit Suisse Economic Research



Moniteur Suisse 1^{er} trimestre 2017

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

15 mars 2017



Étude sur les caisses de pension suisses 2017

Pour la quatrième fois, le Credit Suisse analyse le paysage des caisses de pension suisses. Cette étude repose entre autres sur une enquête de grande envergure menée auprès d'environ 200 caisses de pension et portant sur les défis actuels que doit relever le système du 2^e pilier.

4 mai 2017



Indice de la construction 2^e trimestre 2017

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.

24 mai 2017



Moniteur immobilier 2^e trimestre 2017

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'Étude immobilière du Credit Suisse.

8 juin 2017

La prochaine étude sur le marché immobilier paraîtra en mars 2018.

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