

Real Estate Focus

Chief Investment Office WM
2017



Editorial

Chère lectrice,
Cher lecteur,

Les prix des maisons individuelles s'inscrivent en recul dans certaines régions et le nombre d'appartements vacants est en hausse. Les impulsions économiques font défaut dans le segment des immeubles commerciaux. Le niveau de distribution des placements immobiliers cotés est menacé. Pour les investisseurs immobiliers qui se croyaient en sécurité, il est temps de se réveiller. Mais comment? L'auteur argentin Jorge Bucay s'y connaît: «On raconte des histoires aux enfants pour les aider à s'endormir et aux adultes pour qu'ils se réveillent». Une balade dans le monde des contes donne des idées très diverses de la stratégie à adopter dans un contexte risqué.

Prenons par exemple *Les musiciens de Brême*, qui s'enfuient pour éviter une mort certaine et ne reculent devant aucun obstacle, mettant même en échec une bande de voleurs. Une table couverte de victuailles les récompense pour leur propension à prendre des risques. Cependant, ils étaient mus par l'énergie du désespoir. Il en va tout autrement pour le *Roi grenouille*, qui est délivré de son sort après avoir patiemment tenu le coup avant de redevenir le prince Henri. Il n'avait d'autre choix que d'attendre et aucune possibilité de prendre des risques. L'héroïne de *Cendrillon* choisit pour sa part une troisième variante toute différente. Elle atteint son but en agissant au bon moment grâce à une stratégie intelligente pour affronter le risque.

Les achats immobiliers risqués motivés par l'absence d'alternatives semblent être l'expression du désespoir. Attendre des temps meilleurs pour relouer des immeubles ayant fait leur temps ne paraît pas non plus être une stratégie payante. Lorsque les risques augmentent sur le marché immobilier, il vaut mieux disposer de stratégies différenciées afin de saisir les opportunités au bon moment. *UBS Real Estate Focus* devrait vous aider à y voir plus clair.

Nous vous souhaitons une bonne lecture.



Claudio Saputelli
Head Global Real Estate



Daniel Kalt
Chief Economist Switzerland

Sommaire

UBS Real Estate Focus 2017

Ce rapport a été préparé par UBS Switzerland AG. Veuillez consulter les mentions légales importantes au verso. Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Les cours de marché mentionnés correspondent aux cours de clôture sur les marchés de cotation respectifs.

Editeur

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

Rédacteur en chef

Elias Hafner

Rédaction

Viviane Vajda

Clôture de la rédaction

12 janvier 2017

Traduction et correction

24translate GmbH, Saint-Gall

Mise en page

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Photos

Manuel Stettler Fotografie, Burgdorf

Photo en couverture

Parking Sihcity, Zurich

Impression

galledia ag, Flawil, Suisse

Langues

Publié en français, anglais, allemand et italien

Contact

ubs-cio-wm@ubs.com

Commande ou abonnement

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

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

N° SAP 83518F-1701

6 Risque



- 6 **Gestion des risques immobiliers**
La gestion des risques est une chance

En point de mire

- 8 Gérer les risques conjoncturels et spécifiques aux objets immobiliers
Visualiser les risques de portefeuille
- 10 Gestion des risques non systématiques
Ne pas tout miser sur le même cheval
- 12 Gérer les risques de taux d'intérêt lors du financement
Les fluctuations de taux d'intérêt ne sont pas incontrôlables

14 Habitation



- 14 **Logements en propriété**
Dans le sillage des grands centres
- 18 **Immeubles locatifs**
Les logements vacants font partie du jeu

En point de mire

- 22 Taux d'intérêt indicatif
L'abaisser serait jouer avec le feu
- 25 Démographie
Les petits logements, une assurance pour les investisseurs

28

Commercial



42

Bourse



50

Global



28 Surfaces de bureaux
Le marasme de la demande
brouille les perspectives

32 Surfaces commerciales
La concurrence acharnée
s'intensifie

En point de mire

36 Espaces de travail partagés
Une solution pour les
bureaux vides

39 Commerce électronique
Une gestion souple
des surfaces

42 Fonds immobiliers
Manque d'impulsions pour
des hausses de cours

45 Actions immobilières
Proximité avec le locataire et
nouveaux champs d'activité

En point de mire

48 Valorisations des fonds et
actions immobiliers
Les années de surperformance
touchent à leur fin

50 Le marché mondial des
obligations immobilières
Au zénith!

53 UBS Global Real Estate
Bubble Index
Augmentation du risque de
bulle à l'échelle mondiale

59 Aperçu et prévisions

La gestion des risques est une chance

Claudio Saputelli

Peu de catégories de placement en Suisse ont été aussi rentables que la pierre ces dix dernières années. Mais l'air qui souffle sur notre marché immobilier se raréfie. Une bonne gestion des risques professionnelle garantit des rendements attrayants.

Depuis la crise financière, les taux d'intérêt ont connu une baisse unique en Suisse. Après le «Brexit» du Royaume-Uni fin juin 2016, la courbe des taux d'intérêt fédérale est même devenue négative pendant quelques jours. La pénurie de placements, provoquée par les taux d'intérêt bas et renforcée par la politique monétaire extrêmement expansionniste des banques centrales, a stimulé le marché dans des proportions encore impensables il y a quelques années. De plus en plus de voix se sont élevées pour prévenir qu'il y avait risque de surchauffe. Mais, a posteriori, il faut reconnaître que, depuis ces dix dernières années, l'immobilier fait partie des catégories de placement qui enregistrent les meilleures performances. Pourtant, il ne faut pas se voiler la face: l'évaluation des prix est parfois trop optimiste.

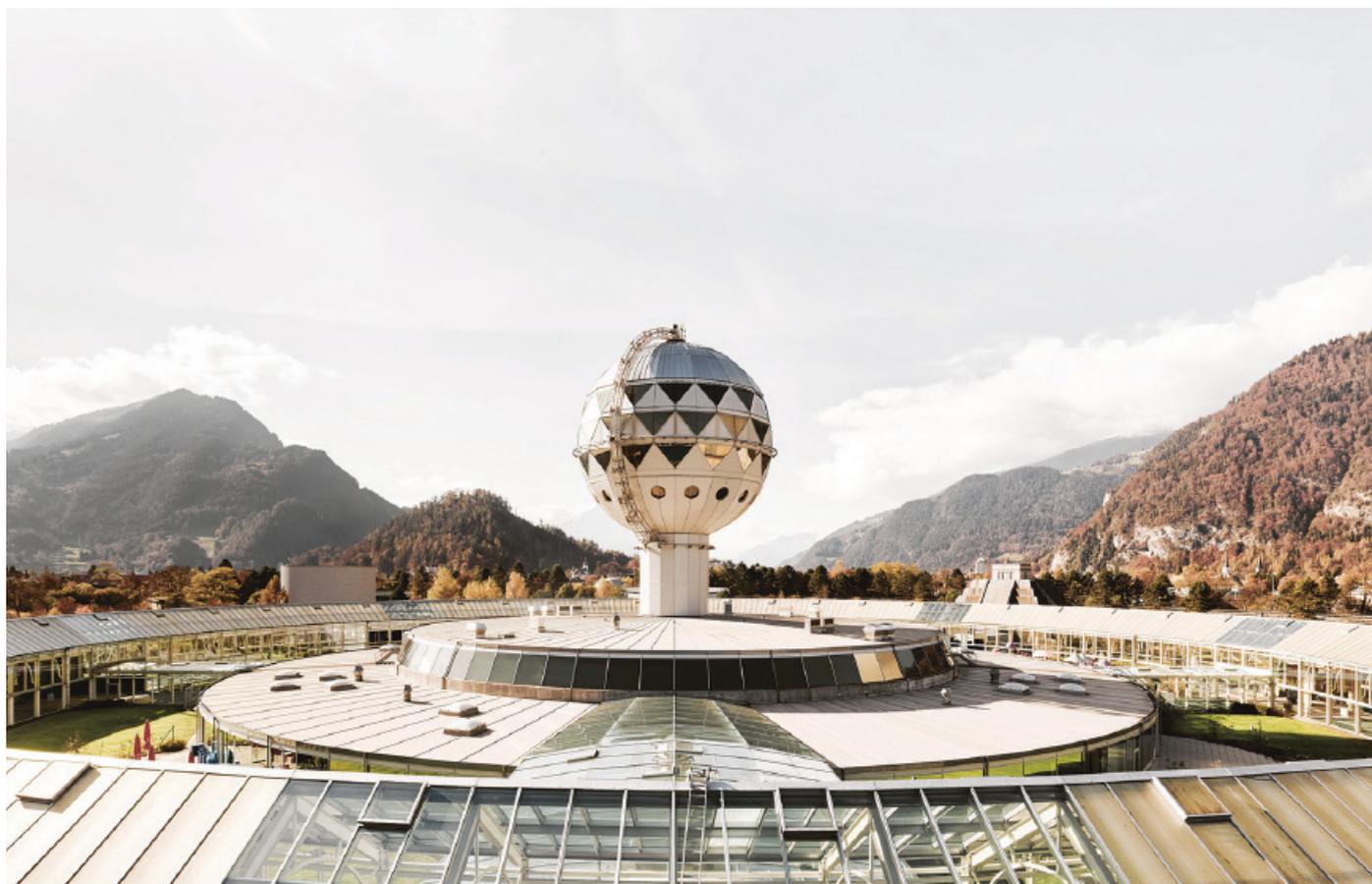
Gérer les risques, au lieu de les traiter dans l'urgence

Pour l'investisseur immobilier, la question est de savoir comment tout cela va se poursuivre. Pour simplifier, il existe trois possibilités: 1) continuer à miser sur l'immobilier, convaincu que sa connaissance du marché lui rapportera toujours de l'argent; 2) se méfier de ces propres estimations parfois trop optimistes et prendre ses bénéfices; 3) renoncer à prendre une décision dans l'urgence et choisir une gestion des risques professionnelle, pour maintenir la valeur à long terme et assurer une appréciation du portefeuille.

Jusqu'à présent, dans l'immobilier, la gestion active des risques n'a jamais réussi à vraiment s'imposer. En effet, pendant des décennies, l'immobilier a fait figure de placement stable et peu sensible à l'inflation. Pourtant, depuis l'éclatement de la bulle immobilière qui a secoué la finance mondiale, les investisseurs institutionnels mais aussi privés s'intéressent de plus en plus à l'étude systématique des risques. Une gestion des risques efficace ne vise pas à les éviter complètement, mais à garantir les objectifs de placement à long terme.

Utiliser le risque comme un facteur de production

Cela fait des siècles que le «risque», dans le cadre des assurances, est défini par sa probabilité et le montant des dommages associés. C'est pourquoi il a une connotation si péjorative et est si souvent synonyme de hasard, de danger et de pertes. Mais, dans beaucoup de domaines, cette interprétation du risque n'est pas suffisante. La perspective plus nuancée apportée par les cultures orientales est nettement plus appropriée. Ainsi, les Chinois désignent le risque par le mot «wei-ji», qui se compose des caractères signifiant «chance» et «danger». L'Empire du Milieu considère le risque non pas comme un piège à éviter mais comme une interaction naturelle entre perte et gain.



JungfrauPark (auparavant Mystery Park) Interlaken

« Une gestion des risques efficace ne vise pas à les éviter complètement. »

Certains économistes vont même plus loin et voient le risque comme un facteur de production, permettant de gagner une prime. En revanche, éviter systématiquement le risque entraîne une paralysie qui équivaut à un recul dans une économie avancée. L'écrivain australien John Marsden fait même remarquer qu'éviter totalement les risques peut en générer de nouveaux: «The biggest risk is to take no risks». Une gestion des risques efficace doit donc gérer les chances et les risques à bon escient afin d'atteindre au mieux les objectifs d'exploitation ou de placement.

L'environnement économique actuel appelle une réflexion sur la gestion des risques

Tant qu'aucun danger ne pointe à l'horizon, l'incitation à gérer les risques est faible, surtout si elle est liée à une charge de travail plus lourde et à des coûts supplémentaires. Pourtant, nous pensons que les investisseurs immobiliers devraient renouveler leur perspective.

Plusieurs facteurs sont susceptibles de nuire à l'évolution future des cours de l'immobilier: premièrement, les taux d'intérêt vont d'abord cesser de baisser, puis vont finir par remonter un jour. Deuxièmement, la tendance à l'augmentation de la surface habitable par tête, qui durait depuis des décennies, a tourné, ce qui limite la demande supplémentaire en Suisse. Troisièmement, en raison des surcapacités, la concurrence d'éviction devrait se durcir, pour les immeubles commerciaux comme pour les habitations. Enfin, l'élan de modernisation affecte de plus en plus de types d'usages – un coup dur pour les anciens immeubles. Tous ceux qui veulent profiter des opportunités sur le marché de l'immobilier ont donc intérêt à regarder la nouvelle réalité en face – dès maintenant.

Le chapitre *Risque* (pages 6 à 13) s'appuie sur: Maier, Kurt M.; Graf, Karl Herbert; Schwatlo, Winfried; Steinbrenner, Hans-Peter (2007): Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen – Ein Leitfaden für Theorie und Praxis. Francfort-sur-le-Main: éd. Knapp.

Visualiser les risques de portefeuille

Claudio Saputelli

Les investisseurs dans l'immobilier se voient confrontés à des risques conjoncturels ainsi qu'à des risques spécifiques aux biens immobiliers. Des modèles de risques professionnels lient ces deux éléments et peuvent guider les décisions stratégiques.

La pénurie de surfaces habitables en période de haute conjoncture alterne en permanence avec l'excédent d'offre en période de récession. Le cycle du marché de l'immobilier – de forme sinusoïdale dans l'idéal – se subdivise en quatre phases: *développement des projets* («expansion»), *construction* («contraction»), *tassement du marché* («récession») et *stabilisation du marché* («reprise»).

La phase d'expansion se caractérise par une forte demande, souvent due à une conjoncture globale ascendante; les taux d'absorption augmentent et les locaux vacants se raréfient. Etant donné que les projets immobiliers s'étendent sur une longue période, le nombre de réalisations se maintient dans des limites raisonnables malgré la forte activité de construction. Puis, l'ambiance positive fait place à la phase de contraction, où la demande s'affaïsse mais de nombreux projets s'achèvent, ce qui augmente le taux de locaux vacants. Il s'ensuit une baisse des loyers qui aboutit à la phase de récession. Dans cette phase, une récession conjoncturelle aggrave la situation au point que la baisse des prix devient inéluctable. Les faibles loyers, couplés à une demande en hausse, conduisent à une phase de relance qui, en conséquence, entraîne une remontée.

Le risque de marché touche tous les biens immobiliers

Sur les marchés immobiliers, l'offre et la demande sont influencées par des facteurs éco-

nomiques, sociaux et politiques. Certains sont quantifiables; des méthodes statistiques permettent de les mesurer et de prédire leur évolution. Des études empiriques montrent que la conjoncture globale, l'évolution des revenus et le marché de l'emploi influent davantage sur le volume de construction que l'évolution de la démographie et des taux d'intérêt, comme on le pense souvent.

Les pronostics sur l'évolution des marchés immobiliers permettent ensuite d'évaluer le risque systémique des investissements; ce risque systémique, ou risque de marché, désigne tous les risques qui affectent également tous les biens immobiliers. Il ne peut donc pas être «éliminé» grâce à un portefeuille très bien diversifié.

Les risques liés à l'emplacement et à l'objet affectent certains immeubles plus que d'autres

Tandis que les risques de marché concernent toutes les catégories de placements, les *analyses spécifiques des sites* permettent de différencier les possibilités de développements et les risques potentiels. On distingue ici les perspectives macroéconomiques et microéconomiques. La situation macroéconomique est le «bassin» dans lequel se situe un objet, avec son potentiel de clientèle et d'activité; les facteurs macroéconomiques typiques sont la structure de l'économie locale, l'offre de surfaces habitables, le niveau des loyers, etc. Le côté microéconomique décrit en revanche l'environnement immédiat d'un

objet, comme la viabilisation, les transports en commun et les nuisances.

Dans l'analyse du bien immobilier en lui-même, on attache plus d'importance à sa qualité et à ses propriétés; le potentiel de revenus et de risque est principalement déterminé par les caractéristiques du terrain, les matériaux de construction, les équipements et la situation juridique.

Une approche bidimensionnelle pour une meilleure visualisation

Les analyses du marché, du site et de l'objet ne peuvent être considérées séparément, mais sont reliées dans une approche bidimensionnelle, du point de vue du portefeuille. Le but n'est pas d'évaluer les biens au cas par cas mais plutôt d'expliquer les interdépendances entre les revenus et les risques. Les points faibles du portefeuille sont alors mis en évidence afin d'établir une stratégie de réduction du risque.

Dans le modèle bidimensionnel, les principaux facteurs de risque sont sélectionnés, pondérés puis notés de 0 à 100. Une note élevée dénote de très bonnes conditions (opportunités prometteuses pour de faibles dangers), et inversement. L'addition des différents facteurs de risques pondérés donne un certain nombre de points qui

peuvent être visualisés dans une matrice composée de neuf champs (voir illustration). Cela permet d'élaborer des stratégies d'investissement ou de désinvestissement spécifiques aux risques.

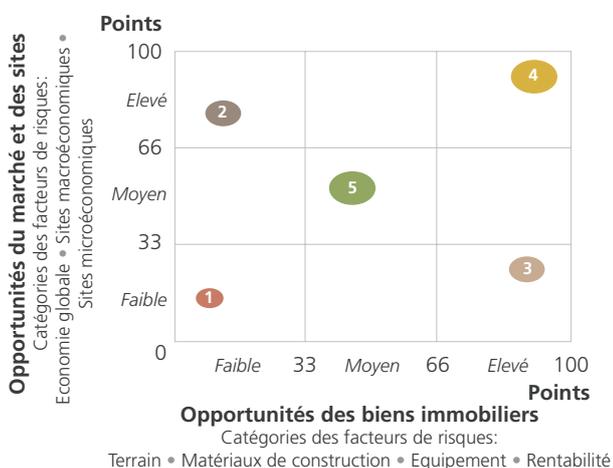
Préparer son portefeuille en vue des périodes difficiles

Lors du développement des stratégies de risques, il faut savoir que les investisseurs ne peuvent guère influencer les «facteurs de marché», contrairement aux «facteurs liés à l'objet». En fonction de la phase du cycle, il peut être difficile d'atteindre un nombre de points élevé. Actuellement, nous sommes dans une phase de contraction, la descente étant freinée par la faiblesse des taux d'intérêt.

Mais, dans les années à venir, il faut s'attendre à une hausse du taux de vacance et à une conjoncture plutôt faible (voir aussi page 6, «La gestion des risques est une chance»). Une modélisation professionnelle des opportunités du marché et des immeubles peut aider à préparer le portefeuille, au moyen de prises de bénéfices ou de mesures visant à augmenter la valeur dans les périodes difficiles. Les investisseurs feraient bien de se préparer dès maintenant, pour faire face à la prochaine phase du cycle de l'immobilier.

La stratégie appropriée: matrice des opportunités

Visualisation des opportunités du marché, des sites et des biens immobiliers



Volumes d'investissement des immeubles

Stratégies possibles

- 1 Vente à un prix équitable si encore possible
- 2 Améliorer de manière ciblée les conditions liées aux biens immobiliers par des mesures de construction
- 3 Concentrations sur les rendements, suivre attentivement l'évolution du marché
- 4 Conservier le bien immobilier à cause des attentes de rendement favorables; garder à l'œil les prises de bénéfices en cas de surchauffe conjoncturelle
- 5 Observer activement l'évolution du marché: si elle est positive, effectuer d'autres investissements dans les biens immobiliers; si elle est négative, envisager de les aliéner

Sources: K. M. Maier et autres «Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen», UBS

Ne pas tout miser sur le même cheval

Claudio Saputelli, Thomas Veraguth et Sandra Wiedmer

Risque

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Pour réduire le risque d'investissement, les investissements directs individuels devraient si possible différer les uns des autres au niveau des caractéristiques d'emplacement et de l'objet. Grâce à l'immobilier coté en bourse, on peut également obtenir une diversification élevée du portefeuille, même avec un capital moins important.

Le risque global d'un investissement immobilier peut être divisé en une composante spécifique au marché et une spécifique à l'objet. Dans la théorie du portefeuille, la première est appelée risque systématique et comprend par exemple le risque de conjoncture, l'inflation, le risque réglementaire et le risque de variation des taux d'intérêt (voir article page 12). La deuxième composante comprend les risques non systématiques qui se produisent localement au niveau économique (comme l'évolution du pouvoir d'achat d'une région) ou au niveau de l'objet (comme le risque de l'emplacement ou de perte des loyers). Puisque les risques non systématiques se concentrent sur un bien immobilier particulier, ils se produisent en grande partie indépendamment les uns des autres. C'est pourquoi ils peuvent être – contrairement aux risques systématiques – diminués au sein d'un portefeuille par la diversification.

Un rendement identique pour un moindre risque

On entend par diversification du risque la répartition des risques (non systématiques) sur des objets d'investissement différents. Ce principe est bien connu: il ne faut pas tout miser sur le même cheval. Mais à quoi ressemble un portefeuille immobilier diversifié de manière optimale? Dans les années 1950, Harry Markowitz a développé une approche analytique des portefeuilles efficaces (sélection du portefeuille). Ainsi, la diversification doit être telle qu'aucune

autre construction du portefeuille ne génère le même rendement (rendement attendu) avec un plus faible risque (écart type) ou plus de rendement à risque identique.

Ce qui paraît simple en théorie, est difficile à mettre en œuvre dans la pratique. Néanmoins, l'investisseur immobilier devrait chercher à diversifier les investissements directs en fonction de différents critères. Il faut essayer à ce niveau de composer le portefeuille immobilier suivant différents critères tels que l'emplacement, le type d'utilisation et les propriétés des objets (âge, taille, état et structure du locataire). Plus les biens immobiliers se différencient les uns des autres dans le portefeuille immobilier, plus les risques spécifiques seront diversifiés.

Des importants volumes initiaux d'investissement, une gestion immobilière onéreuse, et une liquidité immobilisée à long terme constituent cependant des obstacles potentiels pour parvenir à une diversification suffisante en immobilier avec des investissements directs. Mais il est en revanche possible d'investir dans une solution de fonds immobiliers avec des moyens financiers bien moindre.

Diversification au sein des fonds et des actions immobilières suisses

Des fonds immobiliers largement diversifiés offrent l'avantage que les risques spécifiques aux objets sont pratiquement éliminés au

niveau du portefeuille. Selon nos calculs, les rendements des fonds immobiliers suisses cotés en bourse sont cependant fortement corrélés même entre les différentes orientations géographiques ou sectorielles. Cela signifie qu'une diversification régionale ou sectorielle du risque n'est guère possible avec un portefeuille composé de divers fonds immobiliers. La performance des fonds immobiliers est donc principalement déterminée par les risques systémiques tels que la conjoncture et les taux d'intérêt, qui ne peuvent être éliminés par la diversification au niveau des pays. Les calculs pour les actions immobilières suisses conduisent également aux mêmes résultats.

Pour les investisseurs, il est tout de même conseillé de mélanger plusieurs fonds ou actions immobiliers dans le portefeuille car les risques non systématiques, qui existent au niveau du titre, peuvent ainsi être réduits. Cela comprend, par exemple, la stratégie d'investissement et la qualité de la gestion du fonds, respectivement, de sa direction.

Miser sur différentes catégories d'actifs

En raison de leur corrélation imparfaite, une combinaison de fonds et d'actions immobiliers suisses permet de mieux répartir les risques non systémiques. La part d'actions dans le portefeuille est déterminée à ce niveau par la propension et l'aptitude au risque de l'investisseur. En effet, les sociétés immobilières diffèrent notamment des fonds immobiliers par un taux de financement de tiers supérieur et une gestion de portefeuille plus active. Cela conduit au fait que les actions immobilières affichent en moyenne un rendement plus important, mais aussi un risque plus élevé que les fonds immobiliers.

Enfin, grâce aux investissements immobiliers à l'étranger, il existe d'autres possibilités de répartir le risque, car cela diminue le risque spécifique au marché d'un portefeuille. Mais un investissement à l'étranger implique des risques de monnaie, d'inflation ou des risques spécifiques au pays, qui entraînent des coûts additionnels de couverture.

L'entrée par étapes sur le marché est également cruciale pour le profil de risque-rendement d'un portefeuille. Comme les investissements immo-

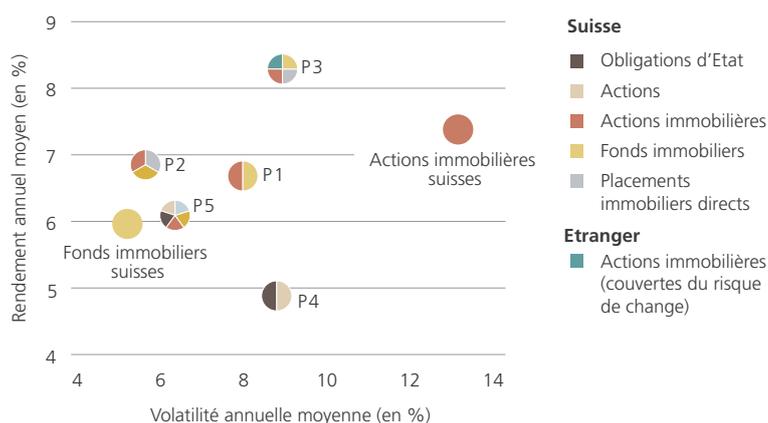
biliers sont fortement cycliques, le risque d'une entrée défavorable sur le marché peut être réduit de la sorte.

Ajouter de l'immobilier au portefeuille traditionnel

Les placements immobiliers peuvent clairement améliorer l'efficacité d'un portefeuille traditionnel d'actions et d'obligations, puisque aussi bien les biens immobiliers en propriété directe que les biens immobiliers cotés en bourse affichent une corrélation relativement faible avec un tel portefeuille. Des études scientifiques, ainsi que l'expérience pratique des investisseurs, suggèrent qu'une part immobilière de 5 à 15% dans un portefeuille mixte constitue une fourchette appropriée pour améliorer le ratio risque-rendement de manière significative. Plus l'investisseur est tolérant au risque, plus l'allocation du portefeuille en immobilier est faible, et inversement.

Réduction des risques grâce à la diversification

Profil rentabilité/risque des portefeuilles équilibrés entre 2000 et 2016



Explication: Dans les portefeuilles immobiliers de 2000 à 2016, un rendement plus élevé pour un risque plus faible a été réalisé en combinant des placements immobiliers directs (comparaison P1 et P2). L'intégration d'actions immobilières étrangères a augmenté les rendements et le risque (P3). Dans le portefeuille mixte, les investissements dans l'immobilier ont contribué à la réduction des risques par rapport au portefeuille traditionnel (comparaison de P5 avec P4).

Remarque: Le profil rentabilité/risque des portefeuilles concernés dépend de la période d'investissement. Par exemple, certains fonds immobiliers suisses ont affiché une très bonne performance grâce à la baisse des intérêts. Mais si les intérêts remontent, leur performance serait nettement plus faible.

Sources: Bloomberg, UBS

Les fluctuations de taux d'intérêt ne sont pas incontrôlables

Claudio Saputelli

Les taux d'intérêt en francs suisses ne devraient pas remonter fortement de sitôt. Une gestion active des taux d'intérêt peut éviter aux investisseurs des surprises désagréables. Ils ont divers instruments à disposition.

Les risques de taux font partie des risques de marché; au niveau du portefeuille, ce sont des risques systémiques qui ne peuvent être éliminés par la diversité des objets immobiliers. Les investisseurs ne sont pas complètement à la merci des fluctuations de taux d'intérêt: ceux-ci peuvent être maîtrisés grâce à une gestion rigoureuse.

La gestion des taux d'intérêt protège contre bien des risques

La gestion des taux vise les objectifs suivants, qui semblent parfois contradictoires: l'optimisation des flux de paiements en fonction des besoins, la maîtrise des risques de fluctuation au moyen d'outils appropriés, et enfin la minimisation des charges d'intérêts.

Ces objectifs peuvent être atteints grâce à des instruments traditionnels aussi bien que des dérivés. Les instruments traditionnels servent à compenser les fluctuations des taux du marché en souscrivant diverses durations de crédit. Les produits dérivés (p.ex. les swaps de taux d'intérêt) permettent, quant à eux, de maîtriser les risques de taux à court et à long terme.

Instruments traditionnels

La couverture du taux d'intérêt se fait grâce à une sélection ciblée des formes de prêt (p.ex. hypothèques à taux fixe ou à taux variable). Avant de contracter une hypothèque, il faut se poser trois questions: puis-je assumer des paiements d'intérêts nettement plus élevés (risque

de fluctuation des taux)? Est-ce que je risque de devoir renouveler l'hypothèque au plus mauvais moment (risque de refinancement)? Combien cela me coûterait-il de résilier prématurément le contrat hypothécaire (risque obligataire)? Avec une hypothèque Libor, le preneur de crédit assume l'entièreté du risque de fluctuation des taux – à la hausse comme à la baisse; mais elle offre une flexibilité relativement élevée. Une hypothèque à taux fixe élimine le risque de fluctuation des taux, mais elle comporte un risque obligataire et un risque de refinancement plus élevés.

Le choix de la durée d'une hypothèque dépend de l'évolution attendue des taux d'intérêt, de la capacité à supporter les risques et de la durée de financement nécessaire. On constitue un portefeuille de crédit en diversifiant les durées des financements hypothécaires. Cela permet de réduire le risque de fluctuation des taux et le risque de refinancement, tout en augmentant la flexibilité en cas de remboursement forcé.

En ce moment, les charges d'intérêts ne diffèrent que très peu entre les différentes durées (courbe de taux plate). Les hypothèques à taux fixe sur dix ans offrent la meilleure protection contre les variations de taux d'intérêt, pour un surcoût relativement faible. Même pour les preneurs d'hypothèque conservateurs (prudents), il vaut la peine d'ajouter au portefeuille des hypothèques Libor, notamment pour contrer le risque de refinancement.

Instruments dérivés

On peut protéger les financements contre les fluctuations de taux d'intérêt au moyen de dérivés sur taux. Cela accroît la prévisibilité et prévient les mouvements de taux d'intérêt défavorables. Les dérivés sur taux d'intérêt sont particulièrement adaptés aux moyennes et grandes entreprises ou aux sociétés immobilières, car ils sont le plus souvent ajustés aux besoins individuels et nécessitent un volume minimal. Parmi les outils de couverture les plus importants dans l'immobilier, on compte les transactions à terme ou « futures » négociables en bourse (taux d'intérêt fixé pour la durée du placement), et les options sur taux d'intérêt (achat d'un droit à compensation, si à certains jours prédéterminés le taux d'intérêt de référence diffère du taux convenu).

Le dérivé le plus populaire – de loin – est le swap de taux d'intérêt. Sur une durée déterminée, le taux d'intérêt variable en vigueur aux jours de référence prédéfinis est échangé contre un taux d'intérêt fixe par avance. Cela permet, par exemple, de « transformer » (sur une certaine durée) une hypothèque Libor en hypothèque à taux fixe. Ainsi, pour le « Payer-Swap » le plus populaire, on paie un taux d'intérêt fixe et on reçoit en contrepartie le taux Libor en vigueur, utilisé en retour pour le paiement variable au prêteur hypothécaire.

Le swap d'intérêts, équilibré même dans un contexte de taux négatifs

Depuis l'introduction des taux directeurs négatifs, les financements variables (avec couverture par swaps d'intérêts) affichent une certaine asymétrie: certes, pour les hypothèques Libor (en raison du plancher de zéro, imposé pour les opérations de crédit comme pour les comptes bancaires privés), les banques ne répercutent pas les taux d'intérêt négatifs; à savoir, pour le Libor actuel (-0,75%), le preneur d'hypothèque ne reçoit pas d'intérêts de la banque. Mais pour les opérations de swap, la banque exige le Libor négatif du preneur d'hypothèque. Ainsi, une stratégie de financement variable couverte s'est renchérie dans un contexte de taux d'intérêt négatifs; plus les taux deviennent négatifs, plus la couverture devient onéreuse.

Cela dit, le risque que les coûts de financement augmentent en cas de relèvement des taux d'intérêt existe aussi dans un contexte de taux négatifs. Dans ce cas, l'opération swap sert également de couverture, et maintient l'équilibre: en effet, les intérêts fixes à payer correspondent à peu près aux taux d'intérêt variables attendus. Aussi, dans le contexte actuel, on constate un taux d'intérêt fixe plus bas, voire négatif. En outre, si les entreprises apprécient tellement ces temps-ci les Payer-Swaps, c'est aussi parce que la courbe des taux d'intérêt est pour l'instant relativement plate; le taux d'intérêt fixe n'est donc pas beaucoup plus élevé que le taux variable actuel (faible prime de durée). Bien que rien ne laisse soupçonner que les taux d'intérêt remonteront bientôt, beaucoup d'entreprises décident, dans le contexte actuel, de ne pas laisser les risques de taux au hasard, mais de les gérer activement.

Asymétrie en cas d'intérêts négatifs en raison du plancher à zéro

Couverture du risque de fluctuation des taux avec Payerswap

Hypothèses: Swap à 10 ans à 0,75% et marge du crédit hypothécaire de 1,00%

Scénario A: Libor en CHF à 3 mois = 0,25%



Scénario B: Libor en CHF à 3 mois = -0,75%



Asymétrie en cas d'intérêts variables:

¹ Plancher obligatoire de 0%: la banque hypothécaire ne paie pas d'intérêts négatifs.

² Pas de plancher: le client paie les intérêts négatifs en vigueur.

Source: UBS

Dans le sillage des grands centres

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

Risque

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Le mouvement de rattrapage des prix des logements en périphérie des grandes villes qui persiste depuis 2012 est en train de s'affaiblir. En l'absence d'impulsions macroéconomiques, l'évolution de ces prix est incertaine. Des règles simples permettent d'identifier les opportunités locales mais aussi les risques.

Les grands centres économiques et leurs étroites agglomérations sont les gagnants du boom des propriétés du logement actuel. De 2004 à 2012, les prix de ces logements en données corrigées de l'inflation ont augmenté d'environ 50%. Les grandes agglomérations ont également enregistré de fortes hausses de prix mais le taux de croissance cumulé était déjà de 15 points moins élevé qu'à proximité des centres sur la même période. Dans l'agglomération périphérique, c'est-à-dire dans les communes situées à environ 30 ou 45 minutes du grand centre économique le plus proche, les prix des logements ont affiché un plus d'environ 25% en moyenne. Rien que dans l'agglomération de Genève ainsi que dans quelques communes des autres grandes villes des alentours, les prix ont progressé plus fortement que dans leurs centres respectifs.

La périphérie a rattrapé son retard

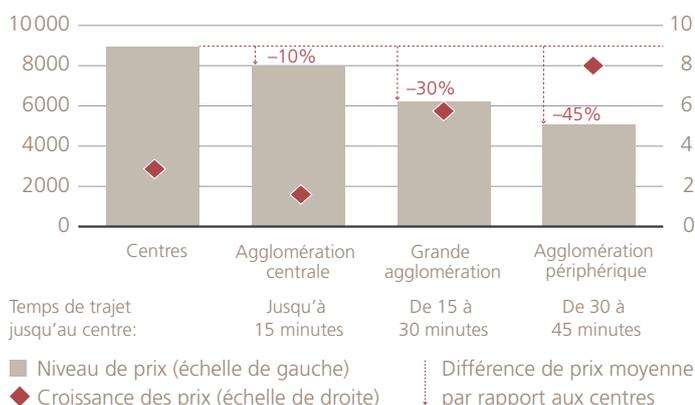
L'évolution des prix divergente a rendu l'achat de biens immobiliers à la périphérie relativement attractif. Pourtant, à partir de 2012, la tendance dans les centres et les agglomérations centrales a fait volte-face et les prix ont à peine augmenté. En revanche, les communes éloignées de plus de 30 minutes des centres se sont avérées encore relativement rentables. Les villes de Berne, Bâle et Saint-Gall relativement bon marché, où les prix dans les centres ont continué à croître plus fortement que dans les agglomérations, font exception.

1% de réduction par minute de trajet

La distance par rapport au centre économique le plus proche a une influence sur le niveau des prix d'une commune. Actuellement, la réduction de prix est de 5 à 15% pour un trajet allant jusqu'à 15 minutes par rapport à un emplacement dans le centre. Mais pour un trajet de 30 minutes, la réduction de prix moyenne passe de 25 à 40%. De plus, cette diminution s'accroît pour atteindre 45% par rapport aux centres. Mais seul un pendulaire sur six investit plus de 45 minutes en temps de trajet. L'évolution des prix dans ces communes périphériques ne semble donc pas être dans le sillage des centres économiques.

Agglomération centrale à faible dynamique

Prix moyen du logement en propriété, en CHF/m²;
croissance des prix depuis 2012, en %



Sources: Wüest Partner, UBS



Bächtelepark Wabern (Köniz)

« En 2017, nous prévoyons une croissance nulle des prix des logements en propriété et uniquement une petite hausse pour les maisons individuelles. »

Un renchérissement des logements en propriété d'environ 1% et des maisons individuelles de près de 1,5% s'est produit l'année dernière. Le marché des logements en propriété a été soutenu par des intérêts hypothécaires en légère baisse. Les coûts inhérents (charges d'intérêts, entretien et provisions) ont baissé de 2 à 3% par rapport à l'année précédente. Mais les taux de croissance des prix ont été plus faibles que ceux de l'année dernière, ce qui confirme la tendance générale à la stabilisation.

Incertitude avant le grand tournant

Cette année, les conditions-cadres plutôt mauvaises ont empêché d'autres augmentations de prix. Premièrement, il ne faut pas s'attendre à des intérêts hypothécaires encore plus faibles. Deuxièmement, la croissance démographique se stabilisera sous le niveau des années précédentes

tandis que la construction de logements se maintiendra à un niveau élevé. Nous prévoyons donc une croissance nulle des prix des logements en propriété et uniquement une petite hausse de 0,5% des maisons individuelles.

Après 17 ans de hausse des prix, l'incertitude quant à l'évolution du cycle immobilier actuel est à son comble. Au vu de la situation macroéconomique globale – l'économie suisse est compétitive à l'international et la Banque centrale européenne demeure expansive – une correction substantielle paraît improbable. Mais, en parallèle, l'heure n'est pas aux impulsions qui pourraient déclencher d'autres hausses de prix dans les centres ou les périphéries.

Chances et risques locaux

A la fin du cycle des prix actuel, les chances pour que les prix augmentent en raison des diverses évolutions régionales ne seront pas compromises au niveau local. Pourtant, des signes clairs d'exagération se font sentir. Trois critères permettent d'estimer les chances et les risques: acheter est-il plus avantageux que louer?

Est-il encore possible de devenir propriétaire? Le taux de logements vacants est-il faible? Si, dans une commune, il est possible de répondre par oui aux trois questions, les chances de renchérissement sont intactes et le potentiel de correction reste modéré en cas de ralentissement. Par contre, si les réponses sont non, la hauteur de la chute sera nettement plus élevée et une baisse des prix locale sera plus probable.

Les critères varient fortement en fonction des régions

Premier critère: l'achat d'un logement permet-il de faire des économies par rapport à la location d'un logement équivalent?

Si le prix d'achat d'un logement est supérieur à 30 fois le loyer annuel d'un logement en location comparable, l'achat n'est pas moins cher en moyenne. A partir de 35 fois, les loyers sont clairement inférieurs aux coûts inhérents à la propriété du logement – une valeur qui est dépassée dans la plupart des communes des agglomérations centrales de Zurich et de Zoug. Il n'y a qu'à Berne et à Saint-Gall qu'il vaut mieux acheter un logement à proximité du centre. Sinon, l'achat d'un logement ne permet guère de faire d'économies si les temps de trajets sont inférieurs à 15 minutes. Il devient intéressant d'acheter dans les grandes agglomérations. Dans celles-ci, les prix d'achat sont de 25 et 27 fois supérieurs aux loyers. En cas de hausse des intérêts hypothécaires de 1%, il n'y a que dans les agglomérations périphériques que l'achat d'un logement resterait attractif.

Deuxième critère: les logements en propriété sont-ils encore possibles à financer avec les revenus obtenus dans la région?

Si le prix d'un logement en propriété dépasse le revenu brut des ménages de plus de six fois, une avance de 80% n'est plus possible selon les directives sur la capacité financière des banques (voir article page 22). Un logement en propriété moyen n'est donc plus possible à financer avec

des capitaux externes pour un ménage moyen dans les agglomérations centrales (à l'exception de Berne, Lucerne et Saint-Gall). Mais, à partir d'un temps de trajet de 15 minutes et plus jusqu'au centre, la capacité financière est à nouveau remplie avec un financement externe de 80%, sauf sur le lac Léman. Même dans l'agglomération périphérique de Genève, le rapport prix/revenu est toujours presque de six. Dans ce cas, un logement en propriété est difficilement finançable.

Troisième critère: la demande est-elle excédentaire sur le marché de l'immobilier local (ou du moins l'offre n'est-elle pas excédentaire)?

Le taux de logements vacants sur le marché des logements en propriété est de 0,6%. L'excédent de l'offre se limite actuellement au marché des logements en location. Pourtant, il sera difficile d'échapper à la pression des prix sur le marché des logements en propriété car les loyers en baisse dans les constructions neuves rendront les locations plus attractives. Actuellement, les taux de logements vacants (en propriété et en location) dans les agglomérations périphériques ont une valeur médiane sur toutes les communes de 1,6% – près de deux fois plus que dans les agglomérations centrales – et ce sont eux qui ont le plus fortement augmenté ces dernières années.

Des retardataires à fort potentiel

Les régions et les communes où il fait bon vivre et dont l'évolution des prix est à la traîne derrière la moyenne des agglomérations sont typiquement celles qui présentent un fort potentiel de croissance. Dans les ceintures d'agglomération les plus étroites de Zurich, de Zoug et de Saint-Gall, aucune commune ne remplit tous les critères; partout, le taux de logements vacants ou le rapport prix/revenus ou prix/loyers dépasse les plafonds qui ont été fixés.

La ville de Berne est la commune à plus forte densité de population qui remplit les trois critères servant à estimer les chances et les risques. Les ceintures d'agglomération de Bâle, Lausanne et Lugano comptent une concentration élevée de communes à potentiel. Les communes les plus attractives de la région économique de Zurich se situent dans l'Unterland zurichois, le Weinland et le Freiamt.

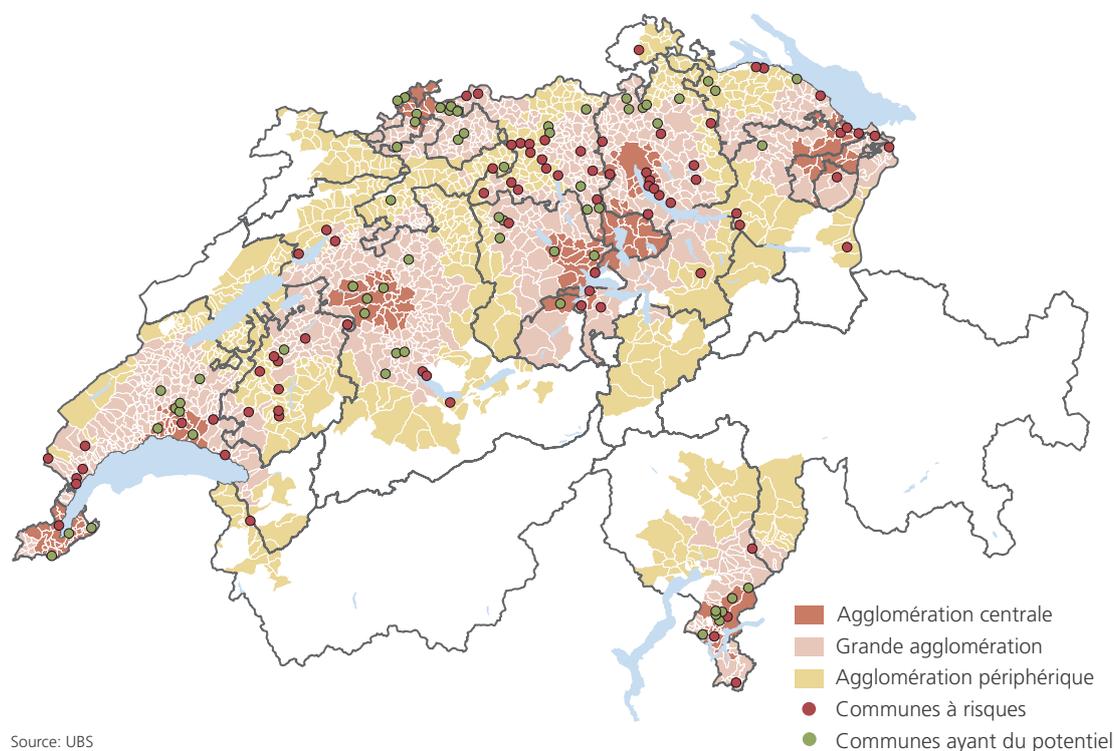
Communes situées autour des lacs surestimées et communes dortoirs à risque

Ce sont surtout les communes situées autour des lacs et proches des centres qui ne remplissent aucun des trois critères. Dans la plupart d'entre elles, les logements en propriété ne sont ni supportables ni attractifs par rapport aux locations pour les ménages moyens. Dans ces communes, le rapport prix/revenu est de 7,5 et le rapport achat/loyer est de 38. De plus, une part supérieure à la moyenne de logements vides augmente le risque de contrecoup des prix à moyen terme.

Les communes pendulaires qui représentent le second groupe ont l'air d'être plus en danger dans les grandes agglomérations et les agglomérations périphériques. Elles sont concentrées dans les régions fribourgeoises de La Sarine, La Gruyère et Glâne-Veveyse, ainsi que dans la région d'Aarau. Dans un grand nombre de ces communes, l'offre devance la demande ces dernières années. Les fortes hausses de prix ont entraîné une disparité entre les prix des logements en propriété, les revenus et les loyers, même si les niveaux absolus ne se rapprochent pas des valeurs des communes proches des centres.

Communes près des lacs comportant des risques accrus

Types d'agglomérations d'après le temps de trajet jusqu'au centre



Source: UBS

Sélection des communes à potentiel et des communes à risque

Afin d'évaluer certaines communes, les trois critères chances/risques sont d'abord jugés en fonction de la moyenne du marché pour le type d'agglomération en question. Ce qui, dans une agglomération centrale, semble difficilement supportable peut déjà être un signal d'avertissement dans une agglomération périphérique. Deuxièmement, les revenus et les taux de logements vacants sont lissés au moyen des distances vers les communes avoisinantes afin que des valeurs extrêmes ne viennent pas déformer le résultat. Troisièmement, une forte hausse des critères de risque sur les dix dernières années équivaut à une valeur très élevée mais stable et est un signal d'alarme. Quatrièmement, la qualité de la situation supérieure à la moyenne est une condition pour pouvoir évaluer les communes à potentiel. Seules les communes de plus de 1000 habitants sont mentionnées.

Les logements vacants font partie du jeu

Matthias Holzhey et Elias Hafner

La pression exercée sur les placements fait s'envoler les prix et le nombre de logements vacants. Mais leur taux est un indicateur imprécis ne permettant pas de mesurer les risques. Malgré ce nombre en hausse, les investissements dans les immeubles locatifs restent attractifs dans les agglomérations. Les rénovations à proximité des centres offrent également des rendements supplémentaires.

En Suisse, plus de 50 000, soit environ 2% de tous les appartements à louer, sont vides. Ce chiffre est deux fois plus élevé que le plus bas niveau de 2009 et se rapproche du record de 1998. Autrefois, le taux qui s'élevait à près de 3%, était encore plus élevé qu'aujourd'hui en raison du nombre de logements moins important.

La chasse aux rendements fait perdre l'équilibre

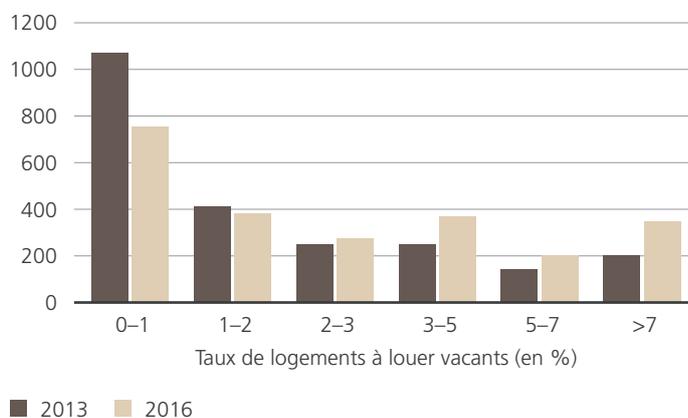
La hausse sensible des logements vacants repose essentiellement sur deux raisons. Premièrement, la croissance de la demande a continué à ralentir en 2016. La croissance de la population a baissé de 1,3% depuis 2013 et ne s'élevait plus qu'à 1% l'année dernière. Pour l'année en cours, nous ne prévoyons une augmentation que de 0,9%. Deuxièmement, le nombre croissant de logements vacants est dû au secteur de la construction qui se porte bien. De 2011 à 2016, de 53 000 à 58 000 logements ont été autorisés chaque année et les chiffres les plus récents des demandes de permis de construire n'indiquent aucun ralentissement.

La demande ininterrompue en immeubles de rapport est un pilier important de la construction de logements. La part des appartements à louer rapportée aux projets de construction a nettement augmenté ces dernières années. Ce sont surtout les investisseurs institutionnels comme les assurances et les caisses de pension qui achètent des projets de développement, et qui paient des

prix de plus en plus élevés en raison de la pénurie de placements. En 2016, les rendements nets supérieurs réalisés dans les grandes villes suisses ont continué à baisser de 2,8% à 2,6% en moyenne, impliquant une augmentation des valeurs en capital de 6%. Depuis l'abandon du cours plancher entre le franc suisse et l'euro début 2015, les valeurs en capital des objets les plus intéressants ont augmenté de près de 15%, voire même de 50% depuis 2008.

Plus de communes avec un grand nombre de logements vacants

Nombre de communes en fonction du taux de logements à louer vacants



Sources: OFS, UBS

Le taux de logements vacants fausse l'évaluation des risques

Etant donné que les rendements des immeubles locatifs situés dans les grandes villes suisses sont très faibles, les investisseurs sont tentés de chercher davantage de rendements dans des lieux moins centralisés. Les pertes de rendement attendues y semblent encore modérées malgré le nombre de logements vides en hausse. Pourtant, ce taux est un indicateur imprécis ne permettant pas de mesurer le risque de défaillance d'un investissement immobilier.

Les pertes de loyer sont plus élevées

Un taux de logements vacants de 2% n'est pas équivalent à une perte de loyer de 2%. La perte de loyer moyenne est de 1 à 1,5 point de pourcentage plus élevée car les défauts de paiement des locataires ou les pertes de loyer dues à des rénovations ne sont pas considérés comme des logements vacants.

Concentration sur des secteurs spécifiques au marché

Le taux de logements vides peut fortement varier d'une région à l'autre. Dans une commune sur quatre, plus de 5% des appartements à louer sont vides: il y a trois ans, ce rapport était de un à six. De plus, les logements vides se trouvent souvent dans des immeubles situés dans de mauvaises micro-situations, dans des sous-segments comme le marché des appartements de luxe ou de vacances ainsi que dans les nouveaux bâtiments. Tandis que le risque lié aux appartements vacants, dont les loyers sont nettement inférieurs aux valeurs du marché, est négligeable, les logements vacants dans les nouveaux bâtiments sont d'environ 10%. C'est justement dans des secteurs spécifiques peu liquides (peu de changement de locataires) que les investisseurs doivent se préparer à une commercialisation longue et coûteuse.

La probabilité de défaillance croît de manière supérieure à celle du nombre de logements vacants ...

Avec un taux de logements vacants en hausse, les pertes de loyer élevées se multiplient aussi. Les données sur les demandes de crédit montrent qu'en 2011 les pertes de loyer se montaient à 10% dans 6% des immeubles. Actuellement, cette part varie entre 9% et 10% bien que

le taux de logements vacants n'ait augmenté «que» d'un demi-point de pourcentage pendant cette période. La fréquence d'une perte de loyer de 20% a même presque doublé et est actuellement de près de 6%.

... avec une taille de portefeuille plus faible

Les petits investisseurs immobiliers insuffisamment diversifiés doivent accorder assez de poids à la gestion des liquidités. En effet, avec un nombre croissant de logements dans le portefeuille, le risque de perte de loyer baisse. Dans un immeuble de cinq appartements, une perte de loyer de 20% se produit presque deux fois plus souvent que dans un immeuble comptant dix appartements. En cas de 20 appartements (dans un immeuble moyennement rentable), il est pratiquement improbable que quatre appartements restent vides la même année, même si le taux de logements vacants est de 10%.

Les loyers sont mis sous pression

Lorsque le nombre de logements vides augmente, les locataires ont plus de marges de négociations et peuvent imposer des loyers plus faibles. Du fait de l'offre plus importante, les loyers sont déjà sous pression. C'est ainsi que les loyers demandés en 2016 ont baissé de 1,3% par rapport à l'année précédente, et ce pour la première fois depuis 2000; les loyers des appartements neufs ont même chuté de 3,4%. De manière générale, un logement restant vacant longtemps fait baisser son loyer. Les communes dont le taux de logements vacants est de 2 points de pourcentage supérieur à la moyenne affichent un niveau de loyer de 10% inférieur aux communes dont le taux de logements vides est moyen.

Pour les investisseurs, le fait de comptabiliser les logements vacants et les pertes de loyer dans le compte de résultats fait à nouveau partie du programme obligatoire. La prime de rendement réalisée en dehors des grands centres offre un matelas de protection suffisant contre les logements vides. Mais le rendement supplémentaire peut fondre si le nombre de logements vides d'une région pèse sur les loyers dans le cas où l'immeuble fait partie d'un segment du marché peu liquide ou si le portefeuille est trop restreint.

Fort potentiel de hausse de la valeur en cas de rénovation

Au lieu d'acheter d'autres immeubles onéreux, le capital peut être investi dans un parc immobilier existant. La rentabilité dépend fortement du potentiel de hausse des loyers et de la part du terrain dans la valeur totale de l'immeuble.

Potentiel de hausse des loyers

Les loyers demandés ont augmenté de 25% ces dix dernières années, voire même de 50% depuis le plancher de fin 1999. Il en résulte un fort potentiel de hausse en cas de changement de locataire, en particulier si le locataire précédent a habité longtemps dans l'appartement concerné. Dans la région lémanique, les loyers demandés sont plus de 50% supérieurs aux loyers en vigueur. Un potentiel de hausse des loyers s'observe également dans le Tessin et autour de la ville de Zurich. C'est justement dans ces endroits que les rénovations accompagnées de nouvelles locations augmentent notablement la valeur des biens. Cependant, certaines lois locales freinent ces stratégies: dans la région lémanique, les fortes majorations sont également le résultat des nombreuses réglementations. En revanche, dans une partie du Plateau et de la périphérie, les loyers demandés ne se situent que légèrement au-dessus des loyers moyens, si bien que le potentiel lié à la rénovation est faible.

Part de la valeur du terrain

Si la valeur du terrain compte pour une grande part dans la valeur totale, une augmentation des loyers liée à la rénovation est incertaine. Une personne achetant un bien immobilier dans un lieu inadéquat acquiert un nombre plus important d'appartements que pour une somme équivalente à proximité d'un centre. Mais elle doit faire face à des frais d'exploitation et d'entretien ainsi qu'à d'éventuels frais de rénovation. Ils peuvent être trois à quatre fois plus élevés que pour une valeur immobilière équivalente. Même en supposant une majoration de loyer de 20%, une rénovation totale (investissement d'un tiers de la valeur du bâtiment) est difficile à effectuer en raison de certains critères économiques. En effet, des revenus locatifs plus élevés ne compensent pas les coûts de construction. A l'inverse, il est possible d'obtenir un bon rendement suite à une rénovation dans une situation centrale. Pour un potentiel de hausse de loyer de 20%, une rénovation totale dans une grande ville peut générer

un rendement sur l'investissement supplémentaire de plus de 5%. Ce taux se situe au-dessus du rendement initial net par rapport à l'achat d'un autre immeuble sur le même emplacement.

Analyse régionale

Face au dilemme entre un rendement en baisse et des logements vacants en hausse, la question se pose de savoir quelles régions offrent le meilleur rapport opportunités/risques pour les immeubles d'habitation de rendement. Une comparaison des valorisations locales, des risques du marché et des perspectives fondamentales est nécessaire. Les régions économiques les plus attractives pour des investissements dans des immeubles locatifs sont celles situées dans les segments de prix *moyens* à *élevés*. Mais, au sein des régions relativement *faibles* ou *haut de gamme*, il convient aussi de faire la distinction entre les régions qui sont attractives et celles qui le sont moins.

Catégorie de valorisation: faible

Loin des centres, les immeubles d'habitation de rapport offrent encore parfois des rendements initiaux bruts nettement supérieurs à 5%. Cette situation a son prix sous la forme de nombreux appartements vides potentiellement à louer; de 2014 à 2016, ce sont les taux de logements vacants dans les régions peu chères qui ont le plus fortement augmenté, avec plus d'un point de pourcentage. Ils s'élèvent aujourd'hui à près de 4%. La Broye, Glâne-Veveyse et Willisau sont des régions économiques attractives. Dans le cadre d'une analyse favorable par rapport à une région où le taux de logements vacants est faible, elles enregistrent également la population la plus jeune de toutes les régions de cette catégorie. En revanche, dans les régions d'Uri, Soleure, Mendrisio, Bellinzone et Sion, la population est non seulement plus âgée mais elle présente également des risques de marché plus élevés et des perspectives économiques plus sombres.

Catégorie de valorisation: moyenne

Sursee-Seetal, La Sarine (Fribourg), Gros-de-Vaud se caractérisent par de bonnes perspectives économiques et une croissance de la population naturellement élevée. De plus, les valorisations d'immeubles locatifs et le taux de logements vacants sont relativement modérés dans ces régions. Dans la région de Gros-de-Vaud, seul un

logement sur 100 est vide; en moyenne des régions faisant partie du segment de prix moyen, ce taux est de trois sur 100 car dans aucune autre catégorie de valorisation, le nombre d'appartements ne croît aussi rapidement qu'ici. A Innerschwyz et Knonaueramt notamment, il a été difficile d'absorber la nouvelle offre d'appartements à louer très élevée. Le rapport opportunités/risques des régions de Locarno, Coire et Saint-Gall n'est pas non plus très attractif.

Catégorie de valorisation: élevée

Ces situations offrent une certaine protection en cas de ralentissement persistant de l'économie et de récession sur le marché de l'immobilier sans pour autant devoir verser des primes trop élevées comme dans les emplacements haut de gamme. Les régions économiques zurichoises de Limmattal et de Glattal-Furttal ainsi que Nyon marquent des points avec un fort potentiel de croissance de l'économie locale ainsi qu'un taux de logements

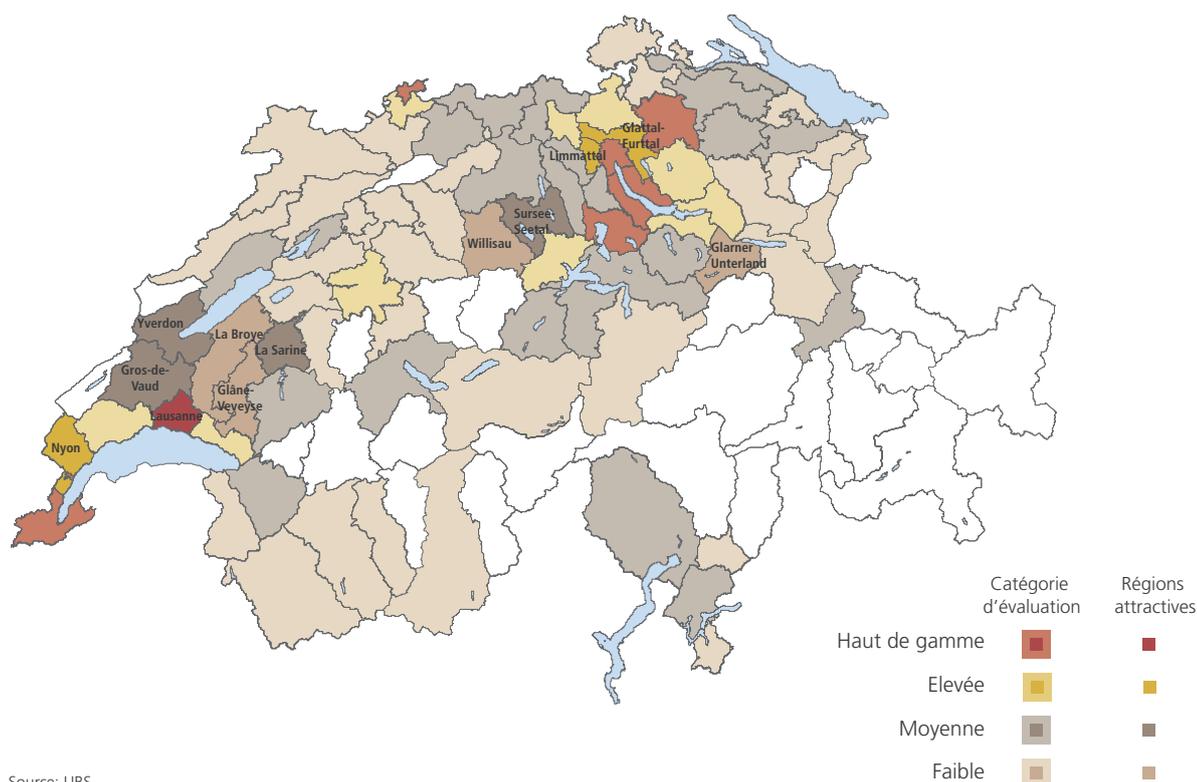
vacants relativement faible. En revanche, les immeubles locatifs de la région économique de Lucerne sont comparativement chers et il faut s'attendre à une hausse sensible des logements vacants en raison de l'activité de construction très intense. Il en va de même pour l'Oberland zurichois qui présente un taux élevé de logements vacants dans cette catégorie de valorisation.

Catégorie de valorisation: haut de gamme

Les rendements dans les emplacements haut de gamme sont insuffisants, raison pour laquelle les investissements dépendent fortement des variations de taux d'intérêt. Parmi les régions les plus chères, Lausanne est l'emplacement le plus attractif pour les investissements dans les immeubles locatifs. La région située autour de la capitale olympique offre de bonnes perspectives économiques et démographiques ainsi que de faibles risques de logements vides.

Régions attractives pour des investissements dans des immeubles locatifs

Au sein des catégories d'évaluation



Source: UBS

L'abaisser serait jouer avec le feu

Matthias Holzhey

Le taux d'intérêt indicatif est considéré comme un corps étranger dans le paysage des taux; en effet, il ne reflète pas les intérêts hypothécaires attendus mais la propension au risque des banques. Le lien réglementaire qui existe entre le volume des prêts hypothécaires et le revenu stabilise le marché du logement en propriété.

L'effet d'une baisse des taux d'intérêt hypothécaires sans limite d'endettement s'observe en Suède: de 2011 à 2015, les taux hypothécaires ont baissé de 4 à 1,6%. Conséquence: les prix des logements en propriété, dont le taux de croissance annuel atteignait 15%, ont explosé, augmentant de près de 50%. Les limites d'avances hypothécaires et le volant anticyclique sur fonds propres bancaires destinés à limiter la hausse des prix sont restés sans effets. En revanche, en Suisse, où les charges d'intérêts ont été presque divisées par deux, l'autorégulation des banques dans l'octroi de crédits hypothécaires a tenu ses engagements: l'effet d'appel d'air de la baisse constante des taux d'intérêt hypothécaires a été atténué, empêchant les risques de taux d'augmenter de manière disproportionnée.

Revers de la médaille: une grande partie de la population a du mal à devenir propriétaire. En dehors des villes, les coûts du logement à l'achat sont moins élevés que la location d'un bien comparable, en raison du faible niveau des frais de financement. Pourtant, les ménages à bas revenus – souvent des jeunes familles – ne peuvent pas profiter de cette possibilité d'épargne car ils ne remplissent pas les critères de capacité financière. Si l'on soutient que ces ménages ne doivent pas être exclus du marché du logement en propriété, la pression en faveur d'un assouplissement des règles d'octroi de crédits s'accroît.

La limite de nantissement perd de sa pertinence

D'une part, la limitation du montant du prêt réduit les éventuelles pertes en cas de défaut de paiement. Les avances supérieures à 80% de la valeur immobilière sont considérées comme à haut risque. Dans le passé, on a assisté à des corrections de prix de plus de 20% tous les 15 à 20 ans, en Suisse comme à l'étranger. D'autre part, l'application d'un taux d'intérêt indicatif réduit la probabilité de non-paiement des hypothèques. Des frais imprévus, une hausse des taux d'intérêt ou une baisse de revenus peuvent rapidement entraîner un défaut de paiement si le preneur de crédit est fortement endetté. Afin de réduire ce risque, les traites hypothécaires ne doivent pas dépasser un tiers du revenu d'après le calcul de la capacité financière, même avec un taux d'intérêt indicatif de 5% (auquel s'ajoutent des frais d'entretien et provisions d'environ 1,5%). Si cette règle est respectée, l'endettement ne devrait pas dépasser cinq fois le revenu brut annuel.

En 2006, la règle de la capacité financière était encore largement théorique: le revenu moyen suffisait amplement à financer un logement de valeur moyenne. L'acheteur devait simplement pouvoir fournir lui-même 20% du prix d'achat. En revanche, dans la situation actuelle, un ménage moyen ne peut bénéficier que d'une hypothèque d'environ 70% du prix d'achat, et doit donc posséder bien plus de fonds propres

qu'il y a dix ans. La limite d'avance de 80% du prix d'achat ne concerne donc plus vraiment la plupart des ménages.

Le taux d'intérêt indicatif: un rocher dans la tempête

Le taux d'intérêt indicatif fait donc l'objet de diverses critiques. A hauteur de 5%, il fait figure de corps étranger dans le paysage des taux. Le 1^{er} juillet 2016, la courbe des intérêts des emprunts de la Confédération affichait un rendement négatif pour la première fois de son histoire: un investisseur devait se préparer à payer 102 francs pour ne récupérer que 100 francs en 2066. Les rendements obligataires à court terme atteignaient eux aussi des planchers impensables encore récemment. A l'heure actuelle, personne n'envisage de forte remontée des taux d'intérêt, car cela pourrait mettre le système financier à rude épreuve, étant donné l'endettement excessif à l'échelle mondiale.

Le niveau du taux d'intérêt indicatif comme volant de sécurité contre une brusque hausse

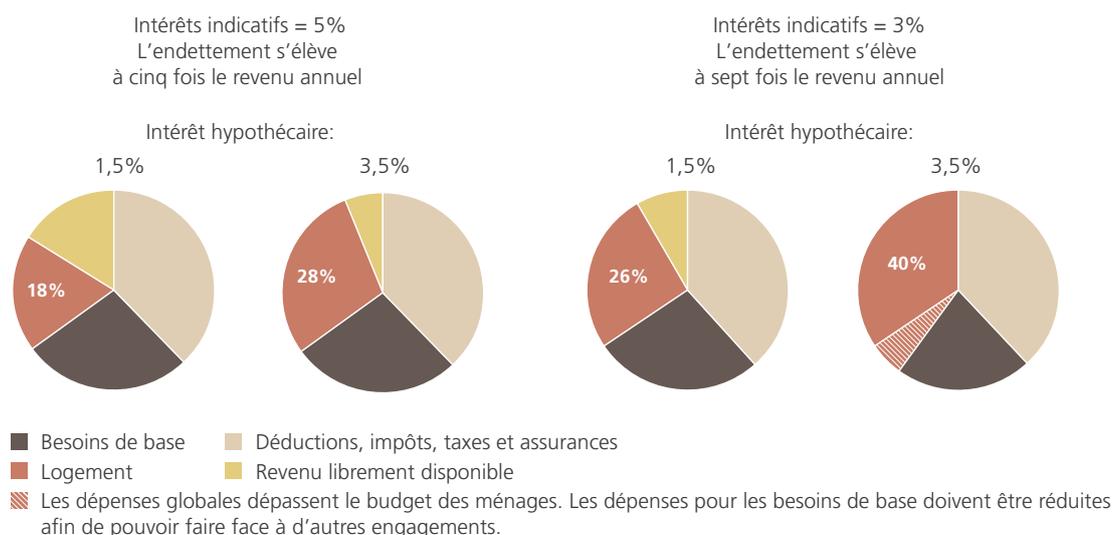
des taux n'est pas exactement précisé, bien que le calcul de la capacité financière ait été officialisé avec l'ordonnance fédérale sur les fonds propres de 2011 et les mesures d'autorégulation des banques. Selon cette autorégulation, le taux d'intérêt indicatif doit s'appuyer sur la moyenne à long terme des intérêts hypothécaires, ce qui offre une marge de calcul relativement large. En fonction de la période d'observation et de la durée, cette moyenne à long terme varie entre 4,5% et 5%. Mais depuis 2000, la moyenne variable des intérêts hypothécaires n'est plus que d'environ 3%; il y a 15 ans, les intérêts hypothécaires à long terme étaient de 5%.

Peu de marge de manœuvre pour des avances plus élevées

Il est généralement accepté que les charges d'intérêts et d'entretien ne doivent pas dépasser un tiers du revenu brut. En effet, ce tiers correspond à environ 50% du revenu disponible, d'après l'enquête fédérale sur le budget des ménages (EBM). Mais si la moitié du revenu disponible est engloutie par le financement et l'en-

Les intérêts en hausse limitent la marge de manœuvre financière

Répartition du budget des ménages en fonction des groupes de dépenses*



*Logements: coûts inhérents à la propriété si 80% d'avance et revenu nécessaire minimal conformément aux prescriptions sur la capacité financière.

Sources: OFS, UBS

retien du logement, les classes moyennes risquent de devoir renoncer aux vacances, aux restaurants, aux loisirs ou encore aux assurances complémentaires. De plus, des dépenses imprévues entraîneraient rapidement un surendettement des ménages. La question du montant optimal du taux d'intérêt indicatif n'est donc toujours pas tranchée.

«Un assouplissement des normes de capacité financière donnerait un élan considérable aux prix des logements en propriété.»

Si ce taux était abaissé à 3%, comme le demandent certains établissements, un ménage pourrait emprunter un montant correspondant à sept fois son revenu brut. Les coûts du logement (amortissement et entretien inclus) s'élèveraient à environ un tiers du revenu brut, aux taux d'intérêt à moyen terme actuels. Aujourd'hui, ceci serait possible sans grande limitation de la consommation, mais il suffirait d'une hausse des taux d'intérêt d'à peine 2 points de pourcentage pour que les coûts du logement dépassent la moitié du revenu disponible et deviennent impossibles à supporter. Avec un financement à long terme, le risque pourrait certes être décalé, mais pas supprimé. Une augmentation de l'amortissement pour compenser l'avance supplémentaire n'est guère possible non plus, au vu de la marge de manœuvre financière très limitée.

Une banque doit définir des exceptions à ses propres consignes pour octroyer des hypothèques avec plus de capital. En pratique, les règles actuelles sur les bases d'avance laissent aux banques une grande marge d'interprétation. Des exceptions sont souvent faites, les banques tablant déjà sur un taux d'intérêt indicatif de 4,5%. Selon la BNS, pour 40% des nouvelles hypothèques, le volume hypothécaire dépasse déjà plus de cinq fois le revenu brut, ce qui implique un taux indicatif inférieur à 5%. Le revenu servant de base au calcul de la capacité financière n'est pas non plus gravé dans le marbre: la définition de «revenus et dépenses durables du preneur de crédit» est laissée à la libre appréciation de chaque institut de crédit.

Un taux d'intérêt indicatif fixe garantit une certaine stabilité

Avec le taux d'intérêt indicatif conservateur de 5%, la marge de sûreté est relativement confortable. Pourtant, en cas d'un épuisement de la limite, une hausse de 2 points de pourcentage entraîne, là aussi, une charge nettement supérieure qui ne peut pas être financée sans réduire la consommation. Des dépenses supplémentaires – pour s'occuper des enfants, par exemple – peuvent vite s'avérer problématiques. De manière générale, plus le taux d'intérêt indicatif est bas, plus le risque d'insolvabilité des ménages est élevé en cas de hausse des taux.

Un assouplissement des normes de capacité financière donnerait un élan considérable aux prix des logements en propriété. Un taux indicatif flexible, revu à la baisse, entraînerait un nouvel équilibre sur le marché du logement avec un endettement plus lourd et des prix plus élevés. Les ménages à faibles revenus seraient de nouveau exclus de ce marché et la dépendance vis-à-vis de taux durablement bas encore plus menaçante. En revanche, un taux d'intérêt indicatif fixe fait dépendre les prix des logements en propriété de l'évolution des revenus des ménages, ce qui stabilise le marché financier et immobilier. En définitive, le taux d'intérêt indicatif reflète la propension au risque des banques en matière de nantissement des logements en propriété, et ne représente pas les taux d'intérêt hypothécaires attendus.

Les petits logements, une assurance pour les investisseurs

Elias Hafner et Matthias Holzhey

Le spectre qui hante certains investisseurs dans l'immobilier est celui de la diminution démographique – voire le dépeuplement. Or, le nombre de ménages ne va pas diminuer à long terme, même sans immigration nette, ce qui soutient les valeurs immobilières. Les investisseurs feraient mieux d'éviter les grands logements dans les zones périphériques.

La demande de logements varie en fonction de la structure des âges de la population et de l'évolution des habitants. Les trois principaux facteurs permettant de pronostiquer la demande régionale de logements sont la formation future des ménages (découlant de la structure démographique actuelle), l'accroissement naturel de la population et les flux migratoires.

Pour l'investissement immobilier, le recul de la population est de mauvais augure; en effet, les logements vacants ne sont pas détruits, ce qui pèse sur les prix. C'est ce que montrent d'ailleurs les statistiques du marché immobilier suisse: depuis 2004, la hausse des prix moyenne dans les communes dont la population diminue ne dépasse pas 20%; dans celles dont la population augmente, la hausse des prix est nettement plus élevée, à 40%. A noter que parmi les communes dont la population augmente, une croissance démographique particulièrement forte n'entraîne pas une hausse nettement plus élevée des loyers ou des prix à l'achat. La croissance démographique est certes une condition importante pour le succès d'un investissement, mais ce n'est pas une garantie.

Une population en croissance à l'échelle du pays, grâce à l'immigration

En Suisse, l'accroissement démographique accélère et ralentit en fonction de l'immigration et de l'émigration. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'immigration nette sur périodes de cinq ans a toujours été positive, sauf

durant la grave crise économique des années 1970. Avec sa haute compétitivité et ses salaires attractifs, la Suisse devrait rester encore longtemps un pays d'immigration. La rapidité de la croissance démographique – à peine positive ou, comme actuellement, à hauteur de 1% – est toutefois imprévisible. Ainsi, l'immigration depuis l'an 2000 avait été sous-estimée de plus de 700 000 personnes.

D'après le scénario de référence actuel de l'Office fédéral de la statistique (OFS), chaque année d'ici 2030 l'immigration nette sera d'environ 60 000 personnes. La population suisse devrait donc passer de 8,4 millions aujourd'hui à 9,5 millions, soit une augmentation de 13%. Dans ce scénario, la population des cantons de Thurgovie et de Vaud croît de 17%, celle du canton de Fribourg de 23%. Quant aux cantons les moins dynamiques démographiquement, Uri et Appenzell-Rhodes intérieures, ils croîtront quand même, à 2% – un signal important pour les investisseurs locaux.

Sans immigration, la population diminuerait dans un canton sur trois

Du fait de la structure démographique actuelle, il est relativement aisé de prévoir l'accroissement naturel de la population. Dans un scénario sans migrations, celle-ci atteindra son pic de 8,6 millions en 2027, pour diminuer ensuite. Mais même dans ce scénario extrême, en 2030, la population sera plus nombreuse qu'actuellement.

Sans immigration, toutefois, près d'un canton sur trois souffrira du vieillissement démographique. Dans les deux cantons bâlois et ceux de Berne, Glaris, Schaffhouse, Soleure, les Grisons et le Tessin, le nombre d'habitants pourrait diminuer de 3,5% d'ici 2030 par rapport au niveau actuel. La demande de logements dans ces cantons dépend donc assez fortement de l'immigration; sans apport de l'étranger, les deux cantons d'Appenzell, le Jura, Nidwald et Uri verraient leur population reculer, les jeunes générations allant probablement continuer d'émigrer vers d'autres cantons.

A l'opposé du spectre, on trouve des cantons à la population relativement jeune, comme Fribourg, Genève, Lucerne, Vaud ou encore Zoug et Zurich. Même en cas d'arrêt de l'immigration, ils connaîtront tout de même une croissance démographique positive, et offrent donc une certaine garantie aux investisseurs.

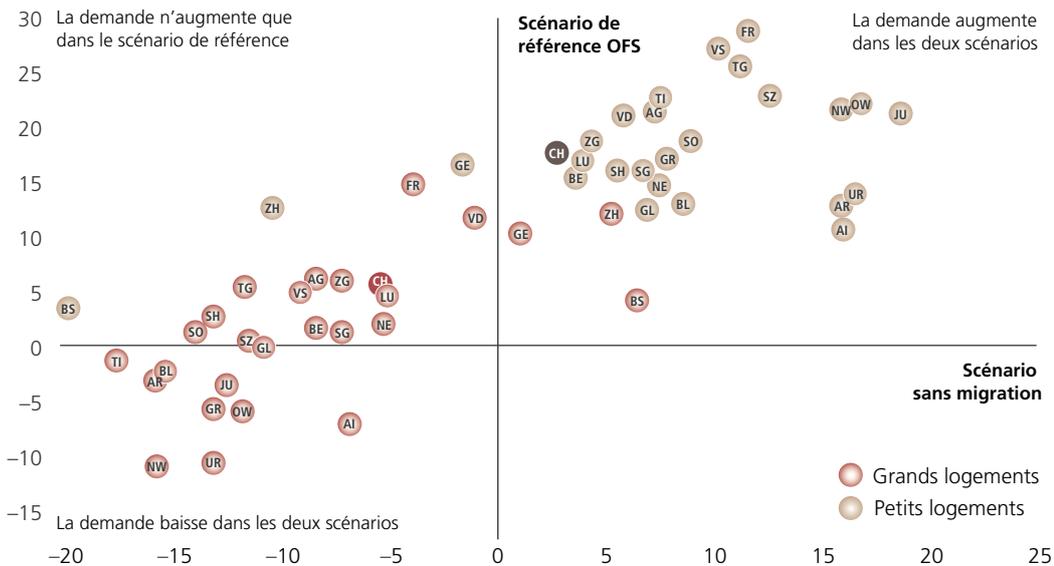
En diminuant en taille, les ménages augmentent en nombre

Même dans les cantons les plus touchés, le vieillissement de la société offre des opportunités aux investisseurs. En effet, le vieillissement des habitants fait que la taille moyenne des ménages se réduit, faisant mécaniquement augmenter la demande en logement par personne; bref, le nombre de ménages croîtra dans l'avenir plus vite que le nombre d'habitants. A l'échelle régionale, même dans les cantons «extrêmes» où la population globale diminue, le nombre de ménages ne devrait pas baisser (la seule exception étant Bâle-Ville). Pour que le nombre de ménages – et donc la demande de logements – baisse effectivement à l'échelle du pays, la population devrait fondre de plus de 5% d'ici 2030.

Avec la baisse de la taille des ménages, augmente la demande de petits logements. Dans le scénario de référence de l'OFS, le segment prin-

Mauvaises perspectives pour les grands logements en périphérie

Changement du segment principal de la demande en fonction de la taille des logements* et scénario de la population jusqu'en 2030, en %



* Le segment principal de la demande envers de grands logements se situe entre 0 à 19 ans et entre 45 à 59 ans; celui de la demande envers de petits logements se situe entre 25 et 39 ans et au-delà de 70.

Exemple de lecture pour le canton du Jura:

Le principal segment demandeur de grands logements (point rouge JU) rétrécit jusqu'en 2030 dans les deux scénarios: de 13% dans le scénario sans migration (axe des abscisses) et de 3% dans le scénario de référence de l'OFS (axe des ordonnées). Le principal segment demandeur de petits logements (point marron JU) grandit en revanche dans les deux scénarios: de 19% dans le scénario sans migration (axe des abscisses) et de 21% dans le scénario de référence de l'OFS (axe des ordonnées).

Sources: OFS, UBS

Un fort potentiel de demande pour les petits logements

En Suisse, les enfants passent le plus souvent les premières années de leur vie dans des logements de taille moyenne (3–4 pièces) ou grande (5 pièces et plus). Par la suite, la taille moyenne du logement familial augmente, les parents se décidant à déménager dans des logements plus spacieux. A la fin de l'adolescence, le pic du nombre de pièces est atteint. Avant le début de la trentaine, beaucoup de ménages célibataires ou de couples emménagent dans des appartements de 1 ou 2 pièces ou en colocation dans un appartement de taille moyenne. Cela fait baisser le nombre moyen de pièces demandé par logement.

Le principal de la demande de petits logements devrait croître trois fois plus vite (+18%) que celui des grands logements (+6%), et aussi nettement plus vite que la population totale (+13%). Même dans un scénario sans aucune immigration, ce segment de la demande devrait croître de 3%, tandis que la demande de logements de grande taille diminuerait de 5%.

Les petits logements sont les plus prometteurs en périphérie

La demande de logements de petite taille et appropriés aux classes d'âge augmentera donc dans tous les cas. Le besoin de logements de grande taille dépend quant à lui en grande partie de l'évolution de l'immigration; sans apport migratoire, il devrait même diminuer. Dans les deux scénarios démographiques (scénario de référence de l'OFS et scénario sans immigration), d'ici 2045, la divergence entre la demande de petits logements et celle de grands logements devrait s'accroître encore.

C'est surtout dans les cantons périphériques que baissera la demande de grands logements. En revanche, la demande de petits logements y augmentera davantage que la moyenne, et restera nettement positive même si la population

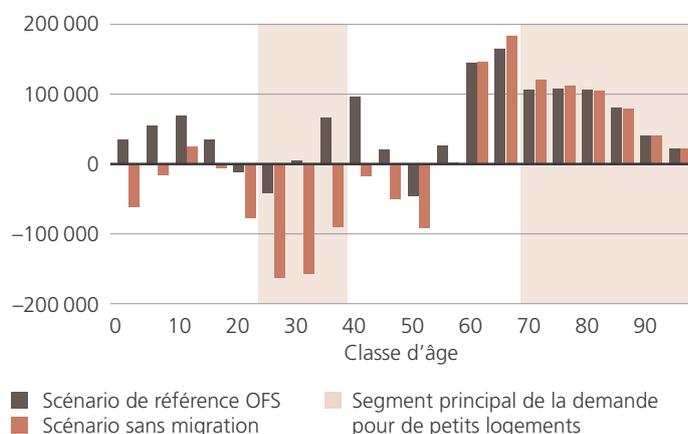
ensuite, le nombre des pièces habitées augmente à l'âge où se fondent les familles. L'âge moyen du premier achat d'un logement est d'environ 40 ans. Le deuxième pic de pièces habitées est atteint au début de la cinquantaine. Ensuite, la part des logements de petite et moyenne taille augmente de nouveau.

Les générations nombreuses des baby-boomers ont aujourd'hui autour de 50 à 60 ans, et se trouvent donc au deuxième pic du nombre de pièces, ou juste avant. Dans les 15 à 30 prochaines années, ce nombre va diminuer drastiquement, ce qui stimulera en retour la demande de petits logements.

absolue diminue. Par conséquent, les petits logements, notamment pour les investisseurs dans les zones excentrées, restent une protection contre la baisse de la demande et les taux de vacance structurels.

Davantage de petits logements demandés en raison du vieillissement

Modification du nombre de personnes jusqu'en 2030 suivant le scénario de la population en fonction de la classe d'âge



Sources: OFS, UBS

Le marasme de la demande brouille les perspectives

Matthias Holzhey

Les loyers, les rendements et les locaux vacants donnent l'image d'une consolidation sur le marché des surfaces de bureaux. Erreur! La faible croissance de l'emploi, le niveau d'activité persistant dans la construction et les gains de productivité empêchent la situation de se stabiliser. Mais la suroffre se limite principalement à Zurich et Genève.

La comparaison des chiffres entre les autorisations de construire et les investissements, et l'évolution des emplois de bureaux n'est guère optimiste. Même avec des hypothèses conservatrices, on a constaté entre 2010 et 2015 au moins un demi-million de m² de plus de surfaces de bureaux construites que demandées. Entre-temps, l'activité de construction s'est stabilisée à un niveau relativement faible. Les autorisations de construire indiquent encore une augmentation annuelle du nombre de surfaces de bureaux de près de 1%. Ce taux correspond au niveau de 2007, avant le début du boom de la construction. Mais en 2016, les emplois de bureau ont augmenté d'environ 0,2%, soit la hausse la plus faible depuis la crise financière et un chiffre qui ne devrait pas beaucoup s'accélérer cette année. Il est donc impossible d'envisager une réduction de la suroffre pour cette année.

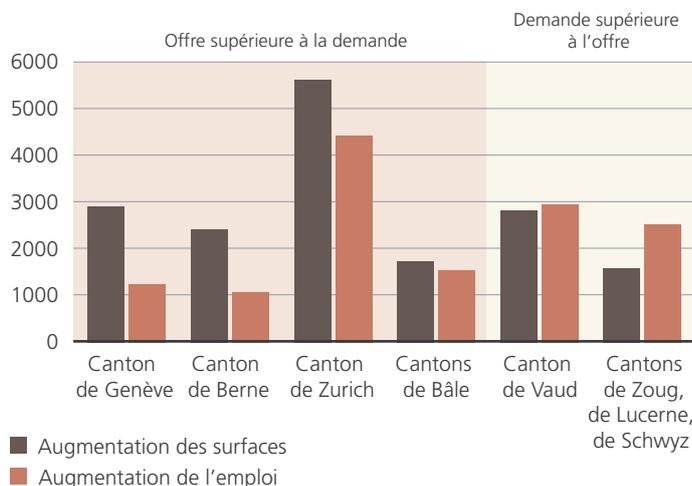
Le marché se sent mieux que prévu

Pourtant au vu de l'évolution des rendements, des loyers et des locaux vacants, le marché des surfaces de bureaux semble relativement en bonne forme. Les rendements primes ont poursuivi leur descente l'année dernière et s'élèvent à 2,4% en moyenne de Zurich et Genève. Comme sur le marché des rendements immobiliers, les acteurs du marché considèrent que les risques sur les meilleurs emplacements sont faibles. Les loyers demandés ont également été majoritairement stables en moyenne suisse sur les trois dernières années. Nous avons certes observé une hausse graduelle des locaux vides,

mais les taux de l'offre et les taux officiels de locaux vides se situent toujours sous les valeurs d'avant la crise financière. Depuis 2011, les locaux vacants ont augmenté au total de moins d'un point de pourcentage. Leur surface est passée à 300 000 m², soit une augmentation de 15 000 à 20 000 places de bureau qui a été absorbée en moyenne sur les cinq dernières années. Le risque de locaux vacants, au moins dans les bons emplacements, semble toujours

Suroffre fortement concentrée

Augmentation annuelle des surfaces et de l'emploi (estimation depuis 2011), nombre d'emplois



Sources: Docu Media, OFS, UBS



Siège principal Sky-Frame Frauenfeld

« Il y a 15 ans, un bâtiment administratif qui accueillait souvent 50 employés peut, aujourd’hui, offrir de la place à une centaine de personnes. »

aussi prévisible, même si la location complète d’un bien immobilier requiert parfois de nettes réductions des loyers. Nous avons donc constaté un recul persistant des loyers primes à Genève et, dans une moindre mesure, aussi à Zurich. Depuis les records des années 2011 et 2012, les loyers ont déjà corrigé jusqu’à 20% dans le segment supérieur.

Peu de raisons de se réjouir

La différence entre les surfaces de bureaux construites et la croissance des emplois a été presque deux fois plus élevée que ce qu’indiquaient les données. Même si une partie des projets de construction autorisés n’a pas été réalisée ou est arrivée plus tard sur le marché, l’excédent d’offre ne devrait pas s’atténuer pour l’instant, même si la croissance des emplois s’accélère. C’est en particulier dans les immeubles des classes B et C que la hausse du nombre de locaux vacants va s’accroître.

A cela s’ajoute le fait que, ces 15 dernières années, la surface par poste de travail s’est nettement réduite. Dans les espaces ouverts modernes, il faut compter environ 12 m² par poste de travail. Dans les bâtiments classiques avec un mélange de bureaux pour une seule ou plusieurs personnes, la surface par poste de travail est bien plus importante, de 15 à 20 m². De plus, sur 100 employés, souvent seuls 80 à 90 postes de travail sont disponibles, ce qui permet d’accroître le taux d’occupation (bureaux partagés). Il y a 15 ans, un bâtiment de bureaux de 1000 m² n’accueillait souvent que 50 employés. Aujourd’hui, il peut créer de la place pour une centaine de personnes.

Une réduction moyenne de la surface par collaborateur de 10% libérerait l’équivalent de dix fois la production annuelle de surfaces de bureaux, ce qui déboucherait sur un marché en faveur des locataires structurel. Certes, aucune

réduction de la surface par poste de travail de cet ordre ne s'est (encore) réalisée, mais la tendance aux surfaces plus petites diminue en particulier le besoin de place des grandes entreprises. Ceci complique la recherche de gros locataires fixes.

Analyse régionale

Les marchés des bureaux des plus gros centres suisses n'ont pas tous évolué de la même manière ces dernières années. A Genève, Berne et Zurich, l'extension de l'offre de surfaces de bureaux a dépassé la demande, tandis que dans les régions de Bâle et de Lausanne et en Suisse centrale, l'offre et la demande se sont équilibrées et la demande a parfois dépassé l'offre.

«A Bâle, l'utilisation propre des grosses sociétés domine dans l'extension de l'offre.»

La comparaison se base sur les autorisations de construire annuelles pour les surfaces de bureaux de 2011 à 2015 et l'évolution des emplois de bureau de 2011 à 2014, une période de solide croissance économique. En raison de la conjoncture plus faible et de l'emploi stagnant dans toute la Suisse, nous pensons que la croissance de la demande a été plus faible ces deux dernières années.

A Genève et Berne, la différence entre la croissance de l'emploi et la hausse du nombre de surfaces de bureaux semble la plus élevée. Avec près de 2%, Genève a affiché la plus forte augmentation de l'offre annuelle des régions économiques analysées. En parallèle, elle a aussi enregistré la croissance de l'emploi la plus faible après Berne. Le fait que le nombre de locaux vacants à Genève se soit multiplié par quatre

depuis 2010 est moins surprenant. A Berne, les surfaces vides ont également augmenté, même si le taux de vacance de 2% ne représente pas une menace.

A Zurich, les données montrent une image hétérogène. L'augmentation de l'offre a nettement dépassé celle de la demande. Cette tendance persiste, mais à Zurich, le taux de locaux vacants est en recul depuis 2014. Dans l'agglomération aussi, les surfaces disponibles sont restées stables. Mais le nombre de locaux vacants devrait s'accroître car de gros projets arrivent sur le marché avec du retard et que des rénovations sont en cours. A Zurich, les sociétés spécialisées dans la rénovation des bureaux sont très occupées. L'indice des prix des rénovations de bureaux y a donc augmenté deux fois plus vite que dans la moyenne suisse depuis 2010.

Les cantons de Bâle et de Vaud ainsi que la Suisse centrale présentent une image plus positive. Les régions économiques de Lausanne et de Suisse centrale font partie des moteurs économiques de la Suisse et les nouvelles surfaces de bureaux y sont donc bien absorbées. A Bâle, l'utilisation propre des grosses sociétés domine dans l'extension de l'offre. Le taux de locaux vacants d'environ 2% signale un manque de grandes surfaces de bureaux. Mais si la croissance de l'emploi ralentit à Bâle, il faudra s'attendre à une hausse des locaux vacants à la suite du mouvement de concentration dans les groupes pharmaceutiques et d'assurance.

Suroffre de grandes surfaces de bureaux à Genève

C'est justement dans les projets de grands bâtiments que les locataires fixes sont essentiels. Les statistiques de l'emploi montrent de grandes différences entre les centres économiques. A Bâle, 90% des nouveaux postes créés ont été proposés par des sociétés de plus de 50 employés. Dans le canton de Genève, les moyennes et grandes entreprises n'ont été responsables que de 7% de la croissance de l'emploi, les surfaces de plus de 1000 m² ont donc été particulièrement difficiles à commercialiser. Dans les cantons de Vaud et de Zurich ainsi qu'en moyenne suisse, la part des moyennes et grandes entreprises dans la croissance de l'emploi était de 50%.

UBS Swiss Office Space Investment Index

L'UBS Swiss Office Space Investment Index mesure l'attractivité des investissements directs dans les surfaces de bureaux en Suisse. Il est actuellement de $-0,3$, ce qui signifie une attractivité des investissements légèrement négative. Nous invitons à la prudence à l'entrée sur le marché. Les perspectives se sont toutefois améliorées depuis le plancher de début 2014.

Perspective d'évaluation: il existe des alternatives plus attractives

Malgré des rendements supérieurs en baisse, l'attractivité des investissements dans les bureaux n'a pratiquement pas changé du point de vue de l'évaluation. Les investissements dans les bureaux sont très rentables par rapport aux rendements manqués des emprunts en francs suisses. Actuellement, les surfaces de bureaux très bien situées offrent un rendement supplémentaire de 2,5% par rapport aux emprunts de la Confédération à dix ans et entre 1,5 et 2% de plus par rapport aux obligations d'entreprise à long terme. Par rapport aux investissements directs dans d'autres villes européennes, les rendements des immeubles de bureaux suisses ne sont pas jugés inintéressants.

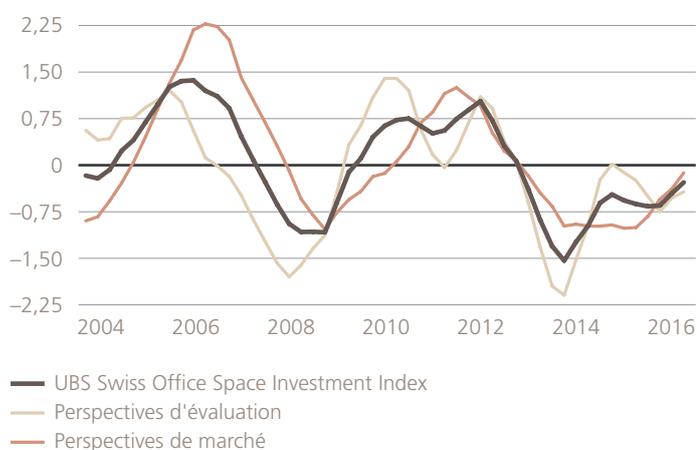
Mais les rendements des surfaces de bureaux sont trop faibles comparés aux rendements sur dividendes du marché des actions suisse. Il y a encore dix ans, les rendements initiaux des bureaux les mieux situés pouvaient être supérieurs de 2% aux rendements sur dividendes. Aujourd'hui, ils leur sont inférieurs de 1%. Les actions semblent donc un placement assez attractif. La comparaison avec les actions ou les fonds immobiliers cotés est encore plus défavorable aux investissements directs dans les immeubles de bureaux. Le rendement sur dividendes moyen est d'environ 4% dans les actions immobilières. Comparée à l'année précédente, la différence par rapport aux rendements initiaux des investissements directs a certes légèrement diminué, mais elle est encore clairement au-dessus de la moyenne.

Perspective de marché: le cap difficile n'est pas encore passé

Même si les perspectives du marché se sont améliorées ces derniers trimestres, elles sont encore négatives. Les projets d'investissement ont certes montré une certaine stagnation, mais les perspectives de l'emploi se sont nettement dégradées en parallèle. L'offre de surfaces de bureaux devrait donc continuer à augmenter plus fortement que la demande. En revanche, le nombre d'annonces est resté constant ces derniers trimestres, ce qui peut être jugé comme un signal positif.

Attractivité légèrement négative des investissements

UBS Swiss Office Space Investment Index et sous-indices



Source: UBS

L'UBS Swiss Office Space Investment Index mesure le niveau d'évaluation sur le marché des surfaces de bureaux. L'attractivité des investissements directs dans les bureaux est évaluée par rapport aux possibles investissements alternatifs (perspective de l'évaluation) et les rendements sont analysés à la lumière de la situation fondamentale du marché des surfaces de bureaux (perspective de marché). La perspective d'évaluation repose sur une comparaison des rendements des investissements dans des bureaux avec les revenus de placements immobiliers alternatifs et avec les coûts d'opportunité d'investissements dans des emprunts obligataires ou d'autres actions. Dans la perspective de marché, nous analysons le potentiel de hausse des loyers sur la base du taux d'occupation.

La concurrence acharnée s'intensifie

Maciej Skoczek et Sandra Wiedmer

La baisse des chiffres d'affaires du commerce de détail fait chuter les loyers des surfaces commerciales et accroît le nombre de locaux vacants. Pourtant, de nouveaux centres commerciaux ouvrent leurs portes. Ceux qui ne répondront pas à l'envie des clients de vivre de nouvelles expériences feront partie des perdants.

Les loyers des surfaces commerciales amorcent leur recul depuis fin 2012. Selon Wüest Partner, ils ont baissé d'environ 10% en moyenne suisse depuis cette date. Les loyers des régions de Berne et Zurich ont eux aussi été fortement corrigés à la baisse. A Bâle, les loyers ont certes encore augmenté jusqu'à mi-2015 mais se sont ensuite retrouvés sous la valeur de 2012. C'est sur le lac Léman que la plus grande correction a été constatée, avec 30%. Un net repli est visible même dans les meilleurs emplacements des grandes villes. Au troisième trimestre 2016, les pics des loyers étaient d'environ 10% plus bas comparés à la moyenne de tous les centres en 2012.

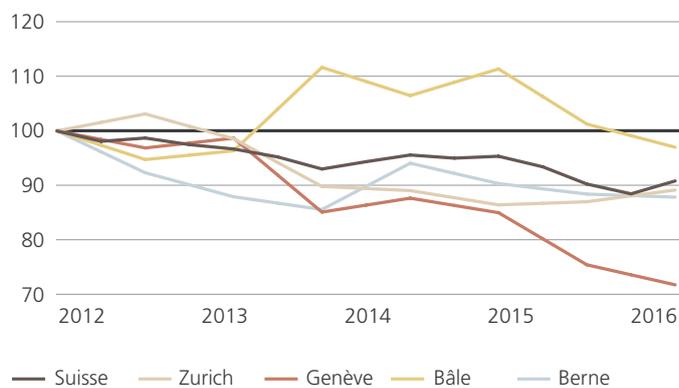
Le commerce en ligne et le tourisme d'achat nuisent au commerce de détail

Les loyers en chute libre sont dus principalement à la capacité de paiement réduite des détaillants. En effet, les chiffres d'affaires corrigés des variations saisonnières du commerce de détail (hors carburant) ont baissé en moyenne de 2,2% en valeur nominale jusqu'en octobre 2016, ce qui représente la valeur moyenne la plus faible depuis 2003. Ce sont les détaillants du secteur non alimentaire qui ont été les plus touchés avec un recul de près de 5%. Etant donné que les prix de ce segment sont restés stables durant cette période, la baisse de leur chiffre d'affaires est due à des pertes de quantités, s'expliquant par l'importance croissante que prennent le commerce en ligne et le tourisme d'achat.

D'après le GfK, le commerce en ligne affiche une croissance du chiffre d'affaires supérieure à 50% depuis 2009 et représente près de 8% du chiffre d'affaires du commerce de détail. Le tourisme d'achat a également été stimulé par la réévaluation du franc par rapport à l'euro et a augmenté de plus de 150% depuis 2007. Selon les premières données de 2016, le tourisme d'achat devrait avoir dépassé son point culminant sans pour autant afficher de nette retombée cette année malgré une légère dévalorisation du franc.

Loyers des surfaces de vente en baisse

Loyers demandés pour la Suisse et les régions de marché, indice du 4^e trimestre 2012=100



Sources: Wüest Partner, UBS

Les loyers continuent leur chute libre

Les détaillants touchés par la baisse du chiffre d'affaires sont à la recherche de surfaces plus petites ou réduisent le nombre de surfaces louées. D'après Wüest Partner, les surfaces commerciales ont augmenté de 60% à environ 530 000 m² en trois ans à la mi-2016; un chiffre supérieur aux 13 plus gros centres commerciaux de Suisse. Cet excédent freine l'enthousiasme des investisseurs. Sur les quatre derniers trimestres, les autorisations de construire ont représenté environ 250 millions de francs au total, un chiffre qui correspond à une diminution de moitié du volume d'investissement en cinq ans. Comme l'effet de la baisse des investissements se fait sentir à retardement, les risques de vacance pour les trois à cinq prochaines années restent élevés.

Les surfaces vides limitent la marge de manœuvre des propriétaires dans les négociations. Les locataires négocient plus tôt des contrats à des prix moins élevés et à des conditions plus souples (loyers rapportés au chiffre d'affaires ou délais de résiliation plus courts). En cette période de salaires réels en stagnation et de chômage en légère hausse, la reprise des chiffres d'affaires du petit commerce risque de se faire attendre, une situation qui limite la propension à payer des détaillants. Nous comptons cette année sur un recul des loyers de 3,0%.

Les loyers en baisse provoquent l'érosion des rendements globaux

La chute des loyers entraîne une baisse des rendements dans les portefeuilles des investisseurs. En 2015, les immeubles à usage commercial ont réalisé un rendement de 5,4% selon l'Investment Property Databank (IPD). Ils ont donc atteint la deuxième valeur la plus faible après 2014 et, pour la première fois depuis 2002, se sont situés sous la moyenne de tous les immeubles, tous types d'utilisation confondus.

Les taux de capitalisation déjà très bas limitent le potentiel de réévaluation, ce qui met davantage l'accent sur les revenus locatifs comme principaux vecteurs de rendement. Pourtant, les rendements de l'ordre de 3,9% avaient déjà atteint un record historiquement bas en 2015. Etant donné que, chaque année, près de 10 à 20% des contrats de bail sont renégociés, les loyers

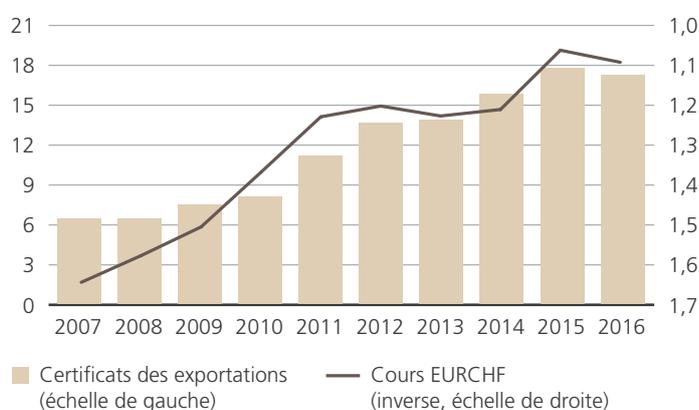
désormais plus faibles réduiront à nouveau les revenus locatifs. Sans augmentations de valeur, ceci conduira à un nouveau repli des rendements des surfaces commerciales.

Centres commerciaux

Les centres commerciaux ne sont pas épargnés par l'environnement économique difficile. Selon les chiffres de GfK, la productivité des surfaces de vente, mesurée en chiffre d'affaires par mètre carré, a baissé de 10%, soit près de 1000 francs, en moyenne de tous les centres de 2010 à 2015. Près des trois quarts de tous les centres ont été touchés par une baisse, dont un centre commercial sur dix parmi les plus grands de Suisse. C'est le «Centro Ovale» tessinois qui a été le plus durement touché en devenant le premier «dead mall» suisse. Les pertes de productivité sont parfois dues au commerce en ligne et au tourisme d'achat mais aussi à l'extension dynamique des surfaces commerciales de ces 15 dernières années.

Apogée du tourisme d'achat dépassée

Nombre de certificats d'exportations* (en millions) et cours du franc suisse par rapport à l'euro



* Dans les déplacements touristiques privés à partir de l'Allemagne (douanes principales de Lörrach et Singen); nombre estimé pour 2016

Sources: Douanes principales de Lörrach et Singen, Bloomberg, UBS

Une expansion sur un marché saturé

Depuis l'année 2000, l'offre de surfaces de vente a presque doublé tandis que la population suisse n'a augmenté que de 15%. Avec environ 1,5 m² de surface commerciale par habitant (dont un cinquième dans les centres commerciaux), la Suisse affiche l'un des chiffres les plus élevés d'Europe. Le réseau de 197 centres commerciaux, représentant une surface de chacun au moins 5000 m², et de cinq magasins d'usine est complété par les surfaces commerciales des pays frontaliers. Cette configuration offre une couverture se concurrençant parfois elle-même. Près de 85% de la population suisse peut accéder à un centre commercial dans les 15 minutes.

Cette expansion a certes nettement régressé ces dernières années mais d'autres centres commerciaux continuent à ouvrir leurs portes. L'année

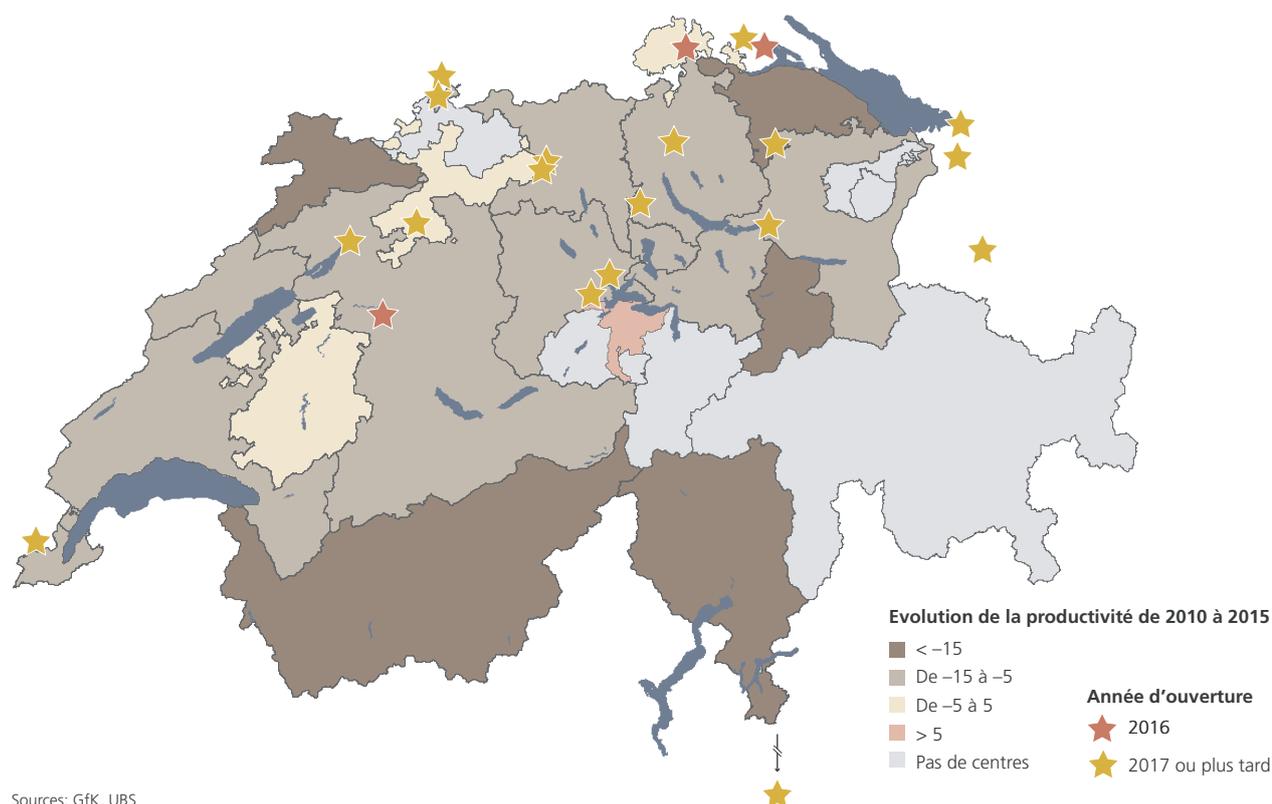
dernière, «Welle 7» à Berne et «Lipo Park» à Schaffhouse ont vu le jour et, cette année, vient s'ajouter le deuxième plus gros centre «Mall of Switzerland» avec près de 50 000 m². A l'horizon 2020, dix autres centres pour une surface de 100 000 m² devraient suivre en Suisse.

Les investisseurs semblent éviter la concurrence avec les centres commerciaux étrangers. A l'exception d'un bâtiment à Bâle, aucun nouveau centre commercial n'est prévu près des frontières. En revanche, au-delà de celles-ci, les investissements vont bon train. Selon GfK, des centres représentant une surface de 300 000 m² devraient sortir de terre dans les pays qui nous entourent ces prochaines années: deux en Allemagne, trois en Autriche et un en France. De plus, le deuxième plus grand centre commercial d'Europe, avec une surface commerciale de

Expansion malgré une productivité en baisse

Evolution de la productivité* (en %) et expansion des centres d'achat (après l'année d'ouverture)

*Evolution de la productivité (chiffre d'affaires/m²) en moyenne de tous les centres en fonction des cantons



Sources: GfK, UBS

170 000 m², est en cours de construction à l'aéroport Linate de Milan, à quelque 45 minutes de Chiasso.

Concevoir les achats comme une expérience

Dans un environnement économique saturé, les centres commerciaux ont pour défi de gagner de nouveaux clients et de se démarquer des autres fournisseurs. Ils s'y emploient en proposant des attractions n'ayant pas de lien direct avec les achats, comme des défilés de mode, des séances d'autographes ou des patinoires. Les centres commerciaux deviennent donc des lieux synonymes d'événements et de repos, tandis que les achats perdent du terrain.

Le mélange de locataires

Le succès d'un centre commercial repose sur le mélange de locataires. Une stratégie permettant d'accroître l'attractivité des surfaces commerciales est le mélange de marques de renom qui attirent les clients et de marques souvent moins répandues. Les petits fournisseurs comme les start-up, les entreprises en ligne ou les sociétés locales bénéficient de surfaces pop-up (réservées à une utilisation temporaire et proposées à un prix réduit, voire même gratuitement). Les centres commerciaux offrent ainsi aux visiteurs une expérience unique et variée, comme la présentation de produits inédits. Grâce à cette stratégie, les locaux vacants, qui ont un effet dissuasif sur les clients, peuvent être évités.

Une offre gastronomique attractive est un autre facteur clé pour gagner des clients. Selon une étude de la société ECE qui exploite des dizaines de centres commerciaux, l'offre gastronomique est le critère le plus important pour environ 40% des visiteurs de centres allemands.

Numérisation

Des offres interactives accroissent l'attractivité. Tout commence dès l'arrivée où un système de gestion des parkings facilite la recherche d'une place. L'emplacement de la voiture peut être saisi dans une application afin de pouvoir le retrouver facilement. A la sortie, le prix du ticket est débité du compte du conducteur et celui-ci n'a plus besoin d'attendre à la caisse. Une autre application permet aux clients de recevoir des informations produits ou des propositions de recettes sur leurs mobiles lorsqu'ils se trouvent devant le rayon en question. Les applications peuvent servir de systèmes de navigation qui connaissent chaque comportement d'achat et pilotent le client dans le magasin. Des stations de rechargement de téléphones gratuites, une couverture WLAN ou un service «Click-and-Collect» (commande de produits en ligne et enlèvement sur place) offrent de nouvelles opportunités pour aménager le commerce en magasin plus «intelligemment».

D'autres fermetures

Les nouveaux centres ont de grandes chances d'aboutir sur un marché saturé s'ils réussissent à se démarquer de la concurrence locale par une offre (événementielle) attractive. Mais un centre plus ancien situé dans une même zone géographique peut alors se retrouver en difficulté. Ceux qui ne répondent pas aux exigences en matière d'expériences et d'événements et se trouvent près des frontières ou dans des zones B et C, pourraient être menacés. Il est à prévoir que différents centres soient obligés de réduire leurs surfaces. Pour ceux fortement menacés par une baisse de leur chiffre d'affaires, la fermeture ou une autre utilisation pourrait être l'ultime stratégie optimale. De nouveaux «dead malls» ne sont donc pas à exclure.

Une solution pour les bureaux vides

Maciej Skoczek

En Suisse, la demande potentielle de surfaces de coworking dépasse l'offre existante. La location de postes de travail à des «coworkers» n'est profitable qu'avec un taux d'occupation élevé, car les loyers sont plus bas que ceux des bureaux classiques. En fonction de la durée des surfaces vacantes, diverses stratégies s'imposent.

La numérisation croissante réduit l'attrait des espaces de bureaux traditionnels. Dans les métiers dominés par les connaissances en particulier, le conseil et la recherche par exemple, ou encore dans les métiers d'indépendants (free lancers) et dans les domaines où l'emploi augmente très rapidement, il est souvent possible de travailler n'importe où. Cela stimule la demande d'espaces de travail flexibles où locaux et équipements de bureau sont partagés.

Les espaces de travail partagés offrent d'une part un accès à des bureaux et salles de conférence modernes, et d'autre part des contrats de location flexibles, y compris à l'heure ou à la journée. Le partage d'espaces et équipements de bureau entre plusieurs professionnels réduit les coûts correspondants pour les locataires. En outre, le partage de bureaux favorise la création de réseaux et l'échange d'idées, un avantage par rapport au travail à domicile.

Une explosion appelée à se poursuivre

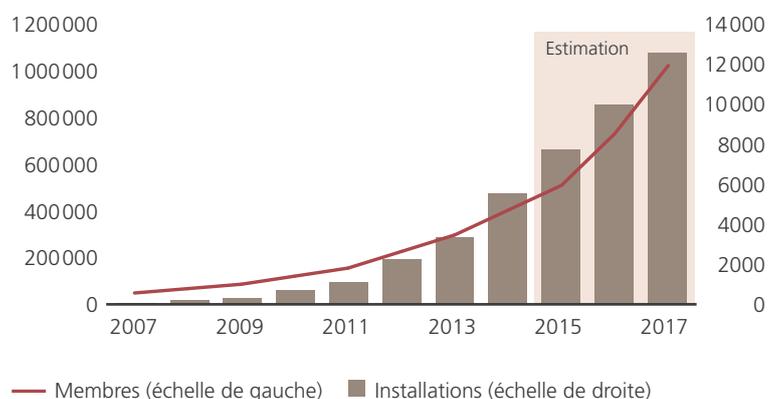
Le nombre d'espaces de travail partagés a fortement augmenté ces dernières années dans le monde entier. Selon un sondage réalisé par Deskmag, le magazine en ligne spécialisé en la matière, il y aura fin 2017 environ 13 000 espaces de travail partagés dans le monde, soit dix fois plus qu'en 2011. Le nombre d'utilisateurs devrait quant à lui être multiplié par six par rapport à 2011, pour dépasser le million. Seuls environ 15% des personnes interrogées ont

répondu que le nombre d'espaces de travail partagés dans leur région était trop élevé; mais ce chiffre a légèrement augmenté depuis 2014.

En Suisse, il existe actuellement une centaine d'espaces de travail partagés, dont plus de la moitié à proximité directe des cinq plus grandes villes du pays. Le nombre total de postes de travail offerts serait d'environ 3000. Ils sont estimés à un millier dans la zone économique de Zurich, à près de 500 à Genève. Dans ces villes, de même qu'à Lausanne, la demande d'espaces de travail partagés est particulièrement élevée. En effet, la taille et la structure économique de

Le coworking augmente rapidement

Nombre de membres et d'installations dans le monde



Sources: Deskmag, UBS

ces centres ainsi que leur proximité avec les universités et les grandes écoles sont idéales pour les travailleurs indépendants et le développement de technologies de pointe et de nouveaux services. En outre, les coûts de location des bureaux traditionnels y sont les plus élevés, ce qui accroît l'attrait relatif des offres de bureaux partagés.

Certes, les statistiques d'occupation sont rarement publiées, mais les espaces de travail partagés semblent bien fréquentés en Suisse. Ce type d'établissement étant de plus en plus connu, la demande va continuer à augmenter. Une poussée supplémentaire de la demande devrait émaner des grandes entreprises, qui encouragent de plus en plus leurs collaborateurs à travailler dans ces établissements.

L'occupation, facteur clé de la rentabilité

La location de surfaces de bureaux à l'exploitant d'un espace de travail partagé est en général associée à une réduction du prix de la location pour le propriétaire. En contrepartie, l'exploitant assume les dépenses liées à la location; Wüest Partner estime que les fournisseurs d'espaces de travail partagés paient en moyenne 230 francs par mètre carré et par année, soit environ 35% de moins que le loyer offert dans le segment de milieu de gamme à Zurich. Dans la mesure où de nombreux espaces de travail partagés sont bien situés, la différence de prix devrait être encore plus importante.

Une baisse du loyer est probable même en cas de location directe d'un poste de travail. Alors que des espaces de bureaux traditionnels à Zurich coûtent entre 400 et 650 francs, voire 600 à 900 francs à Genève, les loyers pour un poste de travail fixe dans un espace de travail partagé s'élèvent en moyenne à 400 francs par mois. Les prix varient très fortement entre les différents établissements, même si les loyers moyens entre les grandes agglomérations et les autres emplacements ne sont pas vraiment différents. Pour les bailleurs, la facturation à l'heure est très intéressante car les professionnels qui n'utilisent qu'occasionnellement ce service sont prêts à payer cher. Les tarifs horaires peuvent atteindre 10 francs, soit un gain potentiel de 1800 francs par mois si le poste de travail est occupé en permanence.

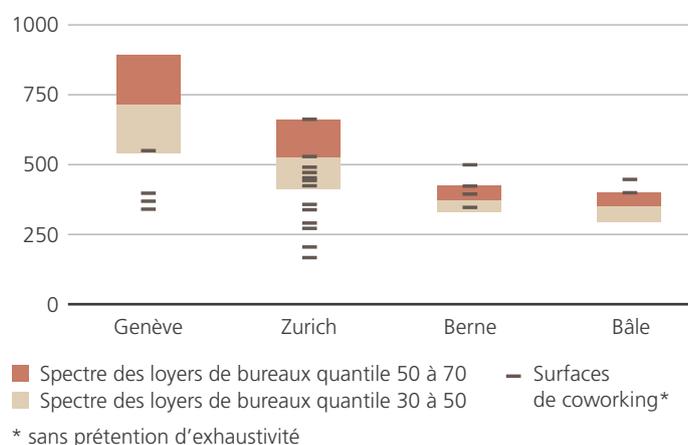
Pour qu'un espace de travail partagé soit intéressant par rapport à la location de bureaux traditionnelle, il doit non seulement couvrir les coûts fixes, mais aussi générer un rendement positif. Dans la mesure où les locataires occupent rarement leur poste en permanence, le nombre d'utilisateurs dans un établissement peut dépasser le nombre de postes de travail proposés. Si le bailleur connaît les habitudes de travail de ses locataires, il peut optimiser le taux d'occupation de ses locaux par une tarification appropriée et ainsi maximiser ses revenus locatifs. C'est là le facteur clé de la rentabilité à long terme. Un nombre élevé d'utilisateurs à l'heure peut accroître considérablement les revenus locatifs.

Le partage de bureaux pour lutter contre le vide

Les investisseurs qui misent sur les surfaces de bureaux suisses sont confrontés depuis quelques années à une augmentation du taux de vacance. Les taux d'offre ont en effet sensiblement augmenté dans les zones économiques de Zurich et Genève ces dernières années. Alors qu'en 2010 encore entre 2 et 3% des surfaces de bureaux étaient proposées à la location,

Dans les grands centres, les postes de coworking sont moins chers que dans les espaces de bureaux

Loyers demandés dans les bureaux traditionnels et dans les installations de coworking, par poste de travail fixe, en CHF par mois



Sources: Wüest Partner, UBS

ce chiffre atteint aujourd'hui les 5 à 6%. Dans ce contexte, les autres formes d'utilisation des locaux gagnent du terrain. La hausse de la demande d'espaces de travail partagés peut être une solution pour combler le vide. Selon la durée de vacance attendue, plusieurs stratégies sont possibles.

«Un changement n'est souvent pas rentable si les logements restent vacants moins de deux ans.»

Vacance de courte durée

La conversion de surfaces de bureaux vides en espaces de travail partagés requiert des investissements préalables: la construction d'une cuisine ou d'espaces communs, l'installation d'équipements informatiques et de bureau fiables, la création d'un environnement de travail agréable. Un établissement de qualité élevée a de meilleures chances de location, mais coûte aussi plus cher au bailleur. Si les surfaces de bureaux sont vides pendant moins de deux ans, un aménagement lourd n'est souvent pas pertinent dans la mesure où les revenus locatifs temporaires ne parviennent guère à couvrir les dépenses engagées. En cas de vacance de courte durée, il est donc plus opportun de louer des postes de travail «pop-up». Il s'agit de postes et espaces de travail uniques, sobriement équipés, qui sont la plupart du temps proposés à l'heure ou à la journée à des tarifs relativement bas. Cette stratégie est envisageable également quand seule une partie de la surface de bureaux n'est pas louée. Les coûts d'investissement restent ainsi raisonnables et les pertes de loyers diminuent.

Vacance de longue durée

Si le propriétaire d'une surface anticipe une longue période de vacance, sa lourde transformation en espace de travail partagé est une bonne solution. Par rapport aux simples bureaux «pop-up», les revenus locatifs sont plus élevés. Des études montrent que le succès du projet dépend fortement de l'emplacement et de la taille de l'espace de travail partagé. Dans les quartiers centraux ou les nœuds de communication (aéroports, gares, etc.), les bailleurs peuvent pratiquer des loyers plus élevés et mieux occuper les postes. Ces sites intéressent les utilisateurs très mobiles, prêts à payer cher une utilisation courte (à l'heure) et irrégulière. En outre, les surfaces situées en centre sont représentatives et conviennent particulièrement pour rencontrer des clients ou même comme sièges d'entreprise. Selon une estimation de Wüest Partner, plus de 80% des centres se trouvent à moins de 500 mètres du centre d'une ville, et environ la moitié se trouve dans un périmètre de 500 mètres autour d'une gare. De même, les établissements de taille moyenne semblent mieux réussir. Enfin, une bonne ambiance attire les locataires et les fidélise.

Friches industrielles

Les friches industrielles peuvent aussi être reconverties en espaces de travail partagés. Dans les quartiers périphériques, les coûts des postes de travail sont inférieurs, donc les prix des abonnements nettement moins élevés qu'en centre-ville. Dans les quartiers urbains modernes notamment, ces établissements s'adressent aux utilisateurs locaux aux moyens financiers plus limités.

Bureaux traditionnels passés de mode?

Les espaces de travail partagés font concurrence aux bureaux traditionnels et pourraient faire baisser les loyers de ces derniers. Mais l'idée partiellement dominante que les espaces de travail partagés remplaceront bientôt les bureaux traditionnels semble toutefois exagérée. Dans les secteurs fortement régulés par la protection de la propriété intellectuelle et les droits relatifs à la protection de la personne et des données, la délocalisation du personnel dans les espaces de travail partagés est limitée.

Une gestion souple des surfaces

Nena Winkler et Elias Hafner

L'e-commerce se développe rapidement et semble faire disparaître les limites géographiques et temporelles. En ce qui concerne l'emplacement du bien immobilier, l'adage selon lequel meilleur est l'emplacement, meilleures sont les perspectives, est toujours valable. La relocalisation du commerce de détail sur Internet impose une gestion plus active des surfaces.

Le chiffre d'affaires du commerce en ligne dans le monde a doublé au cours des cinq dernières années. Mais actuellement, seulement 7% des ventes au détail sont réalisées en ligne dans le monde. Au cours des dix prochaines années, l'e-commerce devrait croître annuellement de 15 à 20%, ce qui représente à nouveau un doublement du commerce mondial en ligne jusqu'en 2021.

Les biens immobiliers doivent répondre aux nouveaux besoins

Un basculement des commerces fixes vers Internet s'opère dans le commerce de détail, ce qui occasionne un fort impact sur le marché immobilier des surfaces commerciales et de logistique. Mais l'e-commerce ne comporte pas seulement des risques pour les investisseurs immobiliers, il ouvre également la voie à des opportunités.

Les surfaces de commerce de détail

Les détaillants se concentrent sur un petit nombre de commerces et au total sur moins de surfaces commerciales. Dans le même temps, la demande en surfaces de qualité augmente cependant dans les centres urbains et aux emplacements représentatifs, ainsi que celle en surfaces à forte fréquentation de la clientèle, telles que les gares ou les aéroports par exemple. L'interaction du client dans le magasin évolue actuellement vers ce que l'on appelle l'expérience d'achat. Dans un magasin phare ou d'exposition, les clients peuvent voir les produits et les tester, puis également les commander

depuis la maison ou en ligne quand ils sont en déplacement. De plus, jusqu'à présent, les commerces en ligne purs ouvrent toujours plus de commerces physiques, ce qui accroît encore la demande en surfaces dans les bons emplacements. Afin que le modèle «Click-and-Collect» fonctionne efficacement (commande en ligne suivie par un enlèvement au magasin ou à une station de livraison), les surfaces doivent souvent être réorganisées ou modifiées.

Les surfaces commerciales plus petites et moins centrales voient la pression augmenter sans cesse face à ce développement. Si l'opportunité de poursuivre l'exploitation de la surface commerciale en tant que telle diminue, un changement dans sa fonctionnalité devient alors de plus en plus probable. Parallèlement à la vente ou à une transformation en une autre forme d'utilisation, les surfaces commerciales désaffectées peuvent être entièrement transformées en stations d'enlèvement dédiées à la mise en œuvre d'une stratégie multicanaux dans le commerce en ligne ou en centres de distribution pour des livraisons. En général, les propriétaires de surfaces commerciales devront faire preuve de plus de flexibilité à l'avenir, ce qui se traduira par des contrats de bail à loyer de durée plus courte et réalisés sur mesure, parallèlement à des travaux de transformation plus importants. En mélangeant le chiffre d'affaires du commerce et des ventes en ligne, le loyer basé sur le chiffre d'affaires devrait en outre devenir moins important.

Les surfaces de logistique

Le commerce en ligne augmente la demande en surfaces de logistique modernes et sur mesure, de sorte que les bâtiments conçus spécialement pour le commerce en ligne augmentent de plus en plus la pression sur les biens immobiliers obsolètes. Les centres d'e-commerce ont par exemple besoin de trois fois plus de surfaces que les centres logistiques traditionnels pour la même quantité de produits vendus car ils stockent plus d'articles contrairement aux livraisons de gros volumes au commerce, emballent les commandes des clients une par une, et gèrent les retours. Ainsi, environ la moitié des commandes d'articles de mode achetés en ligne est actuellement retournée. En général, le traitement des opérations de commerce en ligne exige beaucoup plus de personnel ou de robots

par rapport à une logistique traditionnelle. Enfin, l'équipement technique d'immeubles et la connexion Internet pour les surfaces logistiques gagne en importance en raison du processus de commande numérique et des systèmes de stockage électroniques.

La dernière étape (la livraison depuis le dernier centre de transport vers le client final) constitue un autre défi logistique, principalement en raison de l'important trafic généré par cette partie de la livraison. Cela se reflète aussi dans les coûts élevés: des estimations pour les Etats-Unis montrent que cette étape concerne près de la moitié du coût total de livraison. L'urbanisation croissante devrait continuer à faire croître ces coûts, ce qui déplace la demande en grandes surfaces de stockage et en centres de distribu-

La Chine en train de doubler

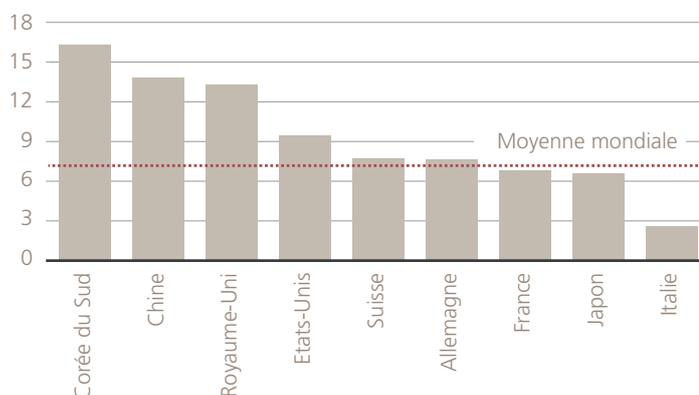
L'Empire du Milieu abrite non seulement le plus grand marché du commerce électronique au monde, mais se situe en deuxième position en termes de chiffre d'affaires de ventes au détail réalisé sur Internet avec 13,9%; en 2011, ce chiffre se montait encore modestement à 2,5%. Seule la Corée du Sud possède une plus grande part de chiffre d'affaires du commerce en ligne avec 16,4%. Après la Chine viennent le Royaume-Uni et les Etats-Unis, et loin derrière les principaux marchés d'Europe continentale. Globalement, la part a augmenté de 3,6 à 7,4% entre 2011 et 2015.

La croissance doit à l'e-commerce une offre en augmentation de produits disponibles en ligne ainsi que des innovations techniques. La forte croissance démographique, l'urbanisation grandissante et l'augmentation de la pénétration d'Internet et du smartphone jouent un rôle particulièrement important dans les marchés émergents. En général, près de la moitié des achats en ligne est effectuée par l'intermédiaire d'appareils mobiles tels que les téléphones mobiles et les tablettes; et la tendance est à la hausse, car ces dispositifs deviennent plus puissants et plus abordables. En Chine, la pénétration des smartphones a presque triplé passant d'environ 33% à 90% entre 2010 et 2015, aidée par la baisse des prix des appareils mobiles et une classe

moyenne en croissance rapide. La croissance de l'e-commerce en Chine a été également accélérée par le leader Alibaba, qui offre divers services dans le domaine du commerce en ligne tels que des marchés et systèmes de paiement en ligne. Grâce à une part de marché de plus de 70%, de nouveaux produits et services sont mis immédiatement à disposition d'une énorme clientèle, ce qui contribue de manière significative à la forte croissance.

Les marchés asiatiques sont en tête du commerce en ligne

Proportion des chiffres d'affaires du commerce en ligne et de détail traditionnel en 2015, en %



Sources: Euromonitor, GfK, UBS

tion encore plus proches des centres. Les emplacements centraux d'e-commerce bénéficient ainsi le plus de cet effet parmi les surfaces logistiques.

Le marché suisse de l'e-commerce

L'e-commerce croît également en Suisse et continue de gagner des parts de marché. Depuis 2009, le chiffre d'affaires du commerce en ligne, a augmenté d'environ 7,5% par an, nettement plus rapidement que le produit intérieur brut avec 1,7%, tandis que le chiffre d'affaires a même stagné pour l'ensemble du commerce de détail. Avec une part de chiffre d'affaires du commerce en ligne d'environ 8% du total du commerce de détail, la Suisse se situe dans la moyenne au niveau international.

En supposant un niveau de saturation de 20%, des parts supplémentaires du chiffre d'affaires des ventes au détail devraient migrer vers le canal en ligne au cours des années à venir. Une partie importante de l'offre actuelle en surfaces commerciales ne sera ainsi plus utilisée. Ce processus de migration est en plein essor et est responsable, en plus de la force du franc, de la difficile situation actuelle du marché des surfaces commerciales (voir l'article en page 32).

En revanche, la croissance du commerce en ligne devrait faire croître la demande en immobilier de logistique dans le pays. De nouveaux biens immobiliers de logistique sont notamment créés en tant que grands centres de distribution ou de traitement à des bons emplacements au niveau trafic sur le Plateau suisse. Actuellement, les cinq plus grands centres sont construits le long du principal axe autoroutier A1, d'où il est possible de livrer dans toute la Suisse en quelques heures (Same Day Delivery). Mais entre 2009 et 2015, le nombre d'embouteillages sur les routes nationales suisses a presque doublé, et la concurrence s'accroît pour livrer certains produits au client dans les plus brefs délais (en trois heures par exemple). De ce fait, la proximité des centres logistiques par rapport aux centres reprend de l'importance. En général, il en va de même pour l'immobilier de logistique que pour les surfaces commerciales: meilleur est l'emplacement, meilleures sont les perspectives. En outre, les principaux détaillants sur le plan international ont commencé à construire des centres de logistique dans les

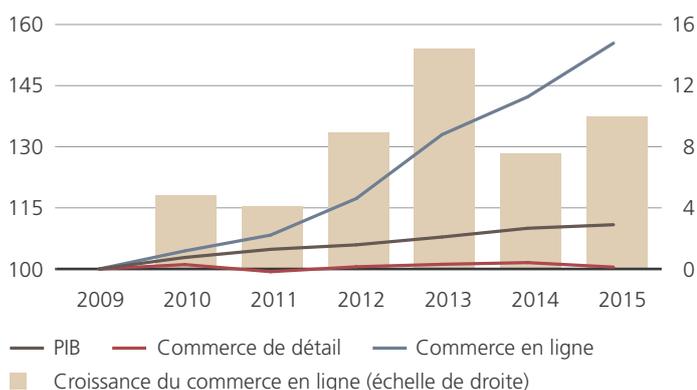
pays voisins qui sont meilleur marché, ce qui devrait peser encore plus sur les zones frontalières suisses.

De l'innovation pour la dernière étape

Les micro-hubs (stations de livraison, par exemple dans les gares, kiosques ou bureaux de poste) dans les centres-villes ont fait leur preuve quant à une livraison efficace dans le cadre de la dernière étape. Des bâtiments partiellement désaffectés ont ainsi pu être reconvertis. L'utilisation de nouvelles technologies est également examinée. Plusieurs partenaires privés planifient par exemple conjointement un système de distribution souterrain (cargo souterrain) pour éviter la circulation dense sur les routes et les voies ferrées. Un premier tronçon partiel doit être mis en service à partir de 2030 pour la liaison Härkingen/Niederbipp avec la ville de Zurich. La Poste Suisse teste déjà l'envoi avec des robots et des drones autonomes, qui pourraient être mis commercialement en service avant 2020. L'utilisation d'objets volants raccourcirait justement les délais de livraison et pourrait redéfinir de manière optimale les sites logistiques, à savoir réduire leur dépendance au parcours du réseau ferroviaire et routier.

Le commerce en ligne devance le commerce de détail traditionnel et l'économie mondiale

Evolution du PIB suisse et des ventes au détail traditionnelles et en ligne, indice corrigé de l'inflation (2009=100); taux de croissance annuels réels des chiffres d'affaires du commerce en ligne (en %, échelle de droite)



Sources: GfK, SECO, UBS

Manque d'impulsions pour des hausses de cours

Elias Hafner

Risque

Habitation

Commercial

Bourse

Global

Les agios plus élevés des fonds immobiliers suisses ne reflètent pas nécessairement une surévaluation vis-à-vis du marché direct. Les distributions de dividendes sont compromises en raison des afflux d'argent frais qui diluent les rendements sur fond d'augmentation des taux de vacance et de baisse des loyers.

2016 a été une année de rendements positifs supplémentaire pour les fonds immobiliers suisses cotés en bourse. Jusqu'en juillet, surtout après le référendum britannique sur la sortie de l'UE, les cours ont grimpé pour atteindre un rendement global de 9% depuis le 1^{er} janvier. Les taux à long terme ont fait fondre la performance jusqu'à la mi-novembre; pourtant, grâce à une bonne fin de course, le rendement (dividendes inclus) a de nouveau augmenté à 7% en fin d'année. Certes, ce taux était légèrement en-dessous de la moyenne des sept dernières années (8%), mais il dépassait nettement la performance globale des obligations en CHF l'an dernier (2%) et surtout celle du Swiss Performance Index (-1%).

ventaire. L'agio s'explique donc en partie par la diminution des risques liés au portefeuille et à la structure.

Deuxièmement, la fortune nette du fonds est présentée après déduction des impôts estimés (surtout sur les gains immobiliers) appliqués lors de la liquidation du portefeuille. Or chaque année, très peu d'immeubles sont vendus, ce qui fait que la fortune nette du fonds est sous-estimée. Avec l'enchérissement de ces dernières années, ces impôts latents ont augmenté. Ainsi, une moyenne pondérée des plus gros fonds montre que la part des agios due à l'impôt de liquidation latent a augmenté de près de 2 points de pourcentage entre 2010 et 2016.

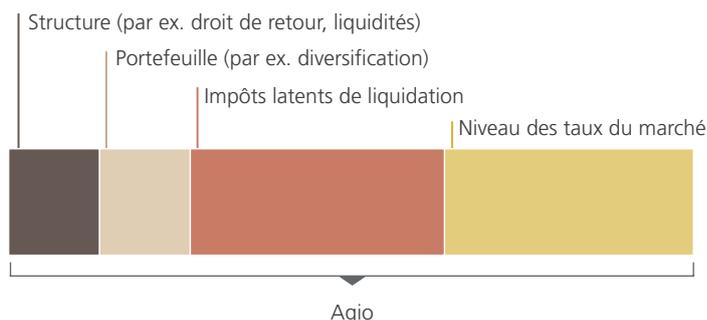
La hausse des agios reflète le marché des transactions

Fin 2016, les agios (surcote boursière par rapport à la valeur nette d'inventaire) s'élevaient à 26% en moyenne pondérée du marché, dépassant ainsi largement leur moyenne à long terme d'environ 18%. Le secteur est donc cher mais, pour diverses raisons, les investisseurs semblent prêts à payer ce surcoût.

Premièrement, les valeurs nettes d'inventaire sont la simple somme des valeurs des différents immeubles, dettes déduites. Or les fonds immobiliers cotés offrent des avantages par rapport aux investissements directs, comme une liquidité plus élevée, une meilleure diversification et le droit de remboursement à la valeur nette d'in-

Agios ajustés à l'évolution des taux d'intérêt

Composantes des agios des fonds immobiliers suisses cotés en bourse



Source: UBS



Suurstoffi Rotkreuz (Risch)

« Les investisseurs doivent examiner la composition des agios à la loupe. »

Pour l'ensemble des fonds, cette part est aujourd'hui un peu inférieure à 10 points de pourcentage.

Troisièmement, les cours boursiers réagissent plus vite aux évolutions des marchés de transactions que les valeurs comptables. Certes, le taux d'escompte sur la valorisation des fonds a régulièrement baissé et devrait atteindre une moyenne d'à peine 4,0% pour 2016, mais des portefeuilles comparables sont échangés actuellement à des taux inférieurs sur le marché des transactions. Nous pensons qu'avec un taux d'escompte inférieur de 10 points de base, l'agio baisserait en moyenne de 3 points de pourcentage.

En conséquence, nous ne discernons pas de surestimation notable des fonds immobiliers cotés par rapport aux investissements directs. En moyenne, les agios plus élevés reflètent la situation sur le marché des transactions. Comme il existe tout de même de fortes différences de valorisation entre les fonds immobiliers, les investisseurs devraient examiner soigneusement

la composition des agios. Pour les fonds dont l'agio élevé n'est pas dû à l'impôt de liquidation ou pour lesquels un taux d'escompte (trop) faible est appliqué, nous recommandons de ne pas augmenter l'exposition, voire de réduire les positions existantes.

Les achats durables deviennent plus difficiles

En réaction à la forte demande de placements immobiliers, plusieurs fonds immobiliers cotés ont, cette année, émis des parts supplémentaires. A travers ces augmentations de capital, plus de 1,5 milliard de francs suisses – plus de 4% de la capitalisation boursière – ont afflué dans ce secteur. En raison des prix très élevés des transactions, il devient toujours plus difficile d'effectuer de nouveaux investissements contribuant durablement au rendement. L'achat de nouveaux immeubles devrait donc diluer les rendements plutôt que de les renforcer.

Le contexte fondamental est, lui aussi, difficile. En 2015, le nombre de locaux vacants a sensiblement augmenté et le taux de non-paiement

des loyers était de 4,5%. L'année dernière, ce taux ne s'est élevé qu'à 4,6%, une situation qui a cependant nécessité des mesures commerciales supplémentaires ou des réductions de loyers. L'augmentation des surfaces vacantes – résidentielles et commerciales – pèsera sur les prix cette année aussi. En outre, le probable abaissement des taux de référence en juin 2017 limite le potentiel d'augmentation des rendements.

Seuls les financements à court terme sont bon marché

Faute d'alternatives, le faible niveau des coûts de financement reste le principal moteur de rendement potentiel. Ces dernières années, la rémunération moyenne n'a cessé de diminuer; dans le dernier rapport de gestion, elle se situait à 1,4% pour les six fonds les plus importants. Cela dit, on relève de nettes différences: la fourchette va de 1,6% pour une durée de financement de cinq ans à 0,75% pour la durée la plus courte, moins de deux ans. Comme le refinancement se fait en général par roulement, les coûts devraient continuer à baisser légèrement. Dans les 12 prochains mois, toute baisse notable des frais de financement ne sera envisageable que pour les durées les plus brèves.

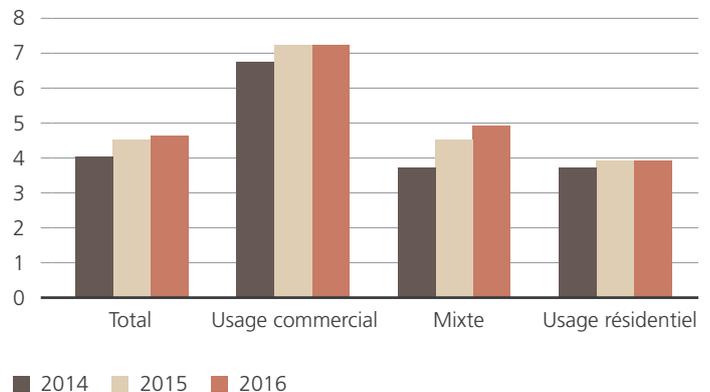
Mais les taux d'intérêt bas ont aussi des avantages. Certains fonds payaient, ces deux dernières années, des taux d'intérêt négatifs sur leurs dépôts bancaires. Cela les a poussés à se prêter de l'argent les uns les autres, parfois gratuitement. Une situation «gagnant-gagnant»: les fonds disposant de liquidités excessives ne paient pas de taux d'intérêt négatifs, tandis que ceux qui en manquent se financent à moindres frais.

Les dividendes attrayants pourraient diminuer

Sur les 12 prochains mois, les taux d'intérêt devraient stagner à un faible niveau, avec toutefois une tendance à la hausse. Cela devrait stimuler l'intérêt pour les fonds immobiliers. Mais sans baisse supplémentaire des taux d'intérêt, on ne voit guère de possibilités d'appréciation; les dividendes versés sont donc d'autant plus importants. A 2,7%, le rendement sur distribution reste attrayant, face à la rémunération nulle des emprunts d'Etat à long terme. Dans le contexte actuel, avec des possibilités nettement restreintes en matière de placements immobiliers, des taux de vacance en hausse et des loyers en baisse, et enfin des coûts de financements à peine plus faibles, il faut s'attendre à ce que les distributions de dividendes deviennent moins généreuses.

La hausse des locaux vacants a été freinée

Taux de perte de loyers des fonds immobiliers par usage, en %



Sources: rapports annuels et semestriels de divers fonds immobiliers suisses cotés en bourse, UBS, au 30 décembre 2016

Proximité avec le locataire et nouveaux champs d'activité

Stefan R. Meyer

En 2016, les sociétés immobilières suisses ont surperformé le marché des actions dans un contexte de plus en plus difficile. Les sociétés ont réduit les taux de vacance et étendu la chaîne de création de valeur. Le revenu sur dividendes prend le pas sur les gains de cours, qui se feront rares.

L'évolution des actions immobilières suisses l'an dernier a de nouveau été attrayante. Les sociétés immobilières ont donc réalisé un rendement global (gains de cours plus dividendes) de près de 12%. Au premier semestre, ces titres ont surpris par une forte hausse. Puis a suivi une légère consolidation, notamment parce que le marché attendait une hausse des taux d'intérêt. Parmi les gagnants l'an dernier figure l'aéroport de Zurich (+30%), avec, entre autres, une forte hausse du trafic passagers. L'Investis Real Estate Group a intégré les actions immobilières suisses le 30 juin 2016. La société nouvellement cotée, fondée en 1994, est le plus grand propriétaire coté d'immobilier résidentiel en Suisse romande et un grand nom de la gestion immobilière et du gardiennage dans le pays.

Ses résultats n'étaient pas encore connus à la clôture de la rédaction. Nous tablons sur des chiffres robustes en dépit de l'environnement de marché exigeant. D'une part, l'intérêt pour les surfaces locatives est en baisse. D'autre part, la nouvelle offre générée par l'excès de demande des années précédentes n'a pas été complètement absorbée par le marché. Ce surplus devrait peser sur les revenus, y compris cette année.

Des hausses de valeur de plus en plus dispendieuses

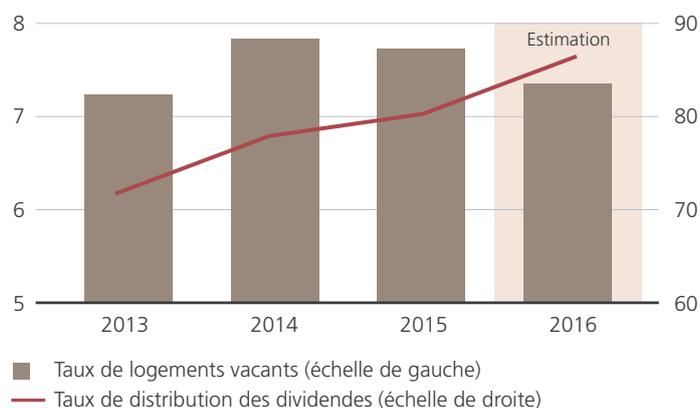
Ces dernières années, les sociétés immobilières ont toujours pu compter sur de grandes contributions des réévaluations à leurs bénéfices,

notamment celles justifiées par la hausse des prix sur le marché immobilier. Or, celles-ci sont de plus en plus réduites, voire négatives. En outre, les sociétés immobilières ont largement abandonné les nouveaux projets de construction face à la situation du marché.

En revanche, les investissements dans les transformations, les rénovations et la concentration créent encore de la valeur, augmentant le potentiel de location. Mais pour en tirer parti,

Le taux de logements vacants baisse, le taux de distribution des dividendes augmente

Valeurs moyennes des sociétés d'actions immobilières, en %



Sources: Entreprises, UBS

il faut mobiliser des capacités de gestion et investir de l'argent alors qu'une simple hausse des prix sur le marché a un effet positif sur le compte de pertes et profits sans générer de coûts. Les gains de valeur sont donc de plus en plus dispendieux et rares.

De 2005 à 2015, les sociétés immobilières que nous avons analysées ont réalisé en moyenne 27% de leurs bénéfices nets par des réévaluations, PSP Swiss Property en tête avec 41%. HIAG Immobilien et Zug Estates dépassent aussi la moyenne depuis leur entrée en bourse. La part des bénéfices nets générés par les réévaluations devrait cependant s'être réduite de moitié dans le secteur l'année dernière.

Priorité à la proximité et aux nouvelles sources de revenus

En raison de la focalisation de HIAG Immobilien et Zug Estates sur des projets de développement pour la plupart déjà commencés, la contribution des réévaluations restera relativement élevée dans leur cas. Allreal, Aéroport de Zurich, Mobimo, PSP Swiss Property et Swiss Prime Site (SPS) affichent aussi des projets de développement en partie volumineux et prometteurs pour les prochaines années. Mais, dans les deux ou trois prochaines années, elles devraient dépendre principalement des hausses des revenus de location et des services.

Dans l'environnement actuel, les sociétés immobilières sont contraintes de trouver de nouveaux champs d'activité. La plus grande proximité avec les locataires et les nouvelles sources de revenus sont prometteuses. Une extension de la chaîne de création de valeur peut être obtenue par de nouvelles offres de nature immobilière ou complémentaires. SPS a ajouté à son offre les logements et services pour personnes âgées ainsi que la gestion des placements immobiliers pour caisses de pension. HIAG construit pour sa part une infrastructure informatique avec des centres de données, un réseau de données et des services de cloud computing. Elle a aussi lancé un projet de parc d'affaires avec un modèle flexible «pay-as-you-use» (espace de travail partagé, voir l'article en page 36).

Une meilleure compréhension des locataires permet de mieux entretenir les biens immobi-

liers et fidélise davantage les locataires. En effet, les investissements dans l'entretien peuvent ainsi être mieux adaptés aux besoins spécifiques des locataires, ce qui augmente leur satisfaction. A ce propos, Allreal, Mobimo et Investis développent leur propre gestion immobilière. La gestion, souvent encore complètement externalisée il y a quelques années, est désormais de plus en plus intégrée, permettant un contact direct avec les locataires.

La pérennité l'emporte sur la croissance

La gestion immobilière proactive implique aussi l'entretien des biens immobiliers et des relations avec les locataires, deux aspects qui influent sur les loyers et les taux de vacance. Fait encourageant, les surfaces vacantes moyennes des sociétés immobilières que nous

Baisse sporadique du coût des emprunts

Le coût moyen des emprunts des sociétés immobilières a sans cesse diminué de 2007 à 2014. Mais ils ont stagné à 2% en 2015. En contrepartie, la durée résiduelle moyenne s'est légèrement allongée à cinq ans un quart. Le plus faible coût des emprunts a été constaté chez HIAG (1%), suivie de PSP Swiss Property (1,53%). Les durées résiduelles les plus longues ont été constatées chez Zug Estate (9,2 ans), suivie par Mobimo (7,7 ans), tandis que HIAG et PSP, qui paient le moins d'intérêts, affichaient comme prévu les durées résiduelles les plus courtes (2,1 et 3,4 ans).

Seules les deux plus grandes sociétés purement immobilières PSP et SPS ont encore réduit le coût de leurs emprunts en 2015 et 2016. A cet effet, SPS a émis en avril 2016 une obligation 0,5% à neuf ans en francs, suivie quatre mois plus tard par PSP avec une obligation 0% à sept ans. Mais, dans l'ensemble, le potentiel de réduction du coût des emprunts diminue.

Dans l'environnement de marché actuel difficile, il s'agit avant tout d'ajuster la durée des financements aux échéances des contrats dans les portefeuilles de locataires et de présenter des bilans solides. A ce propos, une quote-part des fonds propres d'au moins 40% est généralement jugée solide. Allreal, HIAG, Aéroport de Zurich, Investis, PSP et Zug Estates affichent même des taux de 50% et plus.

avons analysées en 2015 sont en légère baisse sur un an. D'ici fin 2016, le taux de vacance aura probablement encore baissé, à un rythme plus soutenu qui plus est. Allreal, SPS et Zug Estates afficheront sans doute les progressions les plus marquées. Intershop et PSP devraient, quant à elles, faire état d'une légère détérioration de leurs taux d'occupation. L'aéroport de Zurich affichera encore clairement le taux de vacance le plus bas, proche de 1,5%.

Quand la croissance s'avère plus difficile, les investisseurs accordent une plus grande importance au montant et à la pérennité des dividendes. Bien qu'un taux de distribution élevé traduise une position favorable aux investisseurs, la stabilité de la distribution peut être compromise si la pression augmente sur les bénéficiaires. Pour ces mêmes raisons de péren-

nitité, les entreprises dont la part des bénéficiaires est plus volatile distribuent souvent une faible part de dividendes. En revanche, plus les revenus de location, donc les bénéficiaires, sont stables, plus le taux de distribution est élevé. HIAG et SPS affichent les plus hauts niveaux de distribution. La croissance attendue des dividendes pour les trois prochaines années se situe à présent à zéro ou juste au-dessus pour la plupart des entreprises. Seules les sociétés en croissance HIAG et Zug Estates pourraient afficher encore un petit pourcentage de croissance des dividendes.

En raison de la valorisation des actions et des perspectives de croissance actuelles, il est fort probable que les actions immobilières évoluent moins bien que le marché des actions suisses pendant l'année en cours.

Chiffres clés des plus importantes actions immobilières cotées en Suisse

Sauf mention contraire, toutes les valeurs sont indiquées en %

	SPS	Flughafen Zürich	PSP	Allreal	Mobimo	Intershop	Zug Estates	HIAG	Investis
Capitalisation boursière¹	5 618	5 198	3 913	2 266	1 476	984	847	830	715
Taux de vacance									
2014	6,6	1,6	10,0	7,9	5,4	11,0	4,4	15,8	–
2015	6,7	1,5	8,5	7,5	4,7	11,5	5,4	16,0	3,3
2016 ²	6,0–6,1	1,5 ³	9,5	<5,5	4,9 ³	>12	<4,0	15,9 ³	3,2 ³
Croissance des dividendes									
2010–2015	1,1	34,7	3,3	0,9	2,1	0,0	–	–	–
2015–2018 ⁴	0,0	1,6	0,8	0,5	0,4	0,0	5,4	5,4	–
Coefficient de couverture du dividende⁵									
Stratégie en matière de dividendes ²	~80	Div. variable + div. supplément. à cet instant	>70	~80	≥ CHF 10	CHF 20 depuis 2007	≤40	4 ⁶	CHF 30 mio
2015	88	34	94	83	79	74	42	100	–
2016 ⁴	105	41	86	83	80	79	45	100	–
Moyenne 2010–2015	95	43	88	76	97	77	40 ⁷	109 ⁸	–
Rendement sur dividendes									
2016 ⁴	4,6	3,6	3,9	4,0	4,2	4,0	1,3	3,5	4,2
2017 ⁴	4,6	3,7	3,9	4,0	4,2	4,0	1,4	3,7	4,2
Quote-part des fonds propres³	45	54	56	50	43	42	61	55	50

¹ en mio de CHF ² selon les indications des entreprises ³ au 1^{er} semestre 2016 ⁴ prévisions consensuelles ⁵ dividendes/bénéfice net, sauf modifications des nouvelles évaluations ayant une incidence sur les flux de trésorerie ⁶ de la valeur nette d'inventaire ⁷ 2012–2015 ⁸ 2014–2015

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

Sources: Entreprises, UBS, au 15 novembre 2016

Les années de surperformance touchent à leur fin

Elias Hafner et Stefan R. Meyer

Les écarts de rendement s'expliquent principalement par l'effet de levier financier. Les actions immobilières sont légèrement plus onéreuses que les fonds. Le marché global des actions devrait surperformer ces deux catégories de placements.

Les actions immobilières ont fourni un rendement supérieur de 13% au Swiss Performance Index (SPI), tandis que les fonds immobiliers suisses l'ont devancé de 8%. C'est la continuation d'une surperformance alimentée par la longue baisse des taux d'intérêts: depuis 2002, les sociétés immobilières ont fourni un rendement annuel global de plus de 8%. Avec un rendement de 6% et des fluctuations de cours nettement plus faibles, les fonds immobiliers ont dépassé la progression du SPI (5%).

sociétés immobilières, un rendement immobilier égal aurait généré une performance totale d'environ 8%, soit presque autant que le rendement total des actions immobilières. L'effet de levier plus important explique le rendement sur capitaux propres, dans un contexte d'intérêts en baisse et d'augmentation de valeur des immeubles. En cas de dépréciation des objets sous-jacents du portefeuille, un levier plus élevé accentuerait la chute du rendement des capitaux propres.

Le rendement des actions doit davantage à l'effet de levier

Le rendement plus élevé des actions immobilières par rapport aux fonds s'explique par les caractéristiques différentes des deux formes d'investissement.

Modèle d'affaires

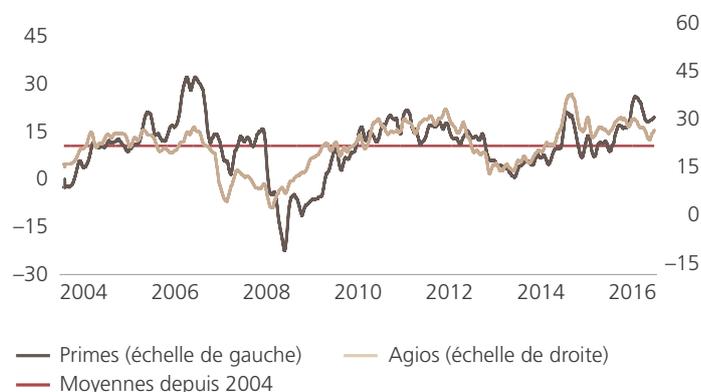
Les sociétés immobilières ne font pas qu'investir; elles ont d'autres activités, comme la gestion ou la rénovation d'immeubles. Elles détiennent des surfaces commerciales ou de bureaux, tandis que les fonds investissent principalement dans les logements de rapport.

Financement

La performance globale des fonds immobiliers ces 15 dernières années implique, pour un taux de financement externe moyen de 20%, un rendement de 5% au moins pour les immeubles sous-jacents. Avec un endettement de 50% – ce qui représente plus ou moins le niveau tenu par les

Valorisation relative des actions immobilières plus élevée

Primes et agios d'actions immobilières¹ et fonds immobiliers² sélectionnés, moyenne continue sur 30 jours, en %



¹ Primes pondérées par la capitalisation boursière, basées sur le rapport cours/valeur comptable, des actions suivantes: SPS, PSP, Allreal, Mobimo, Intershop, Wardeck

² Agios pondérés par la capitalisation boursière, basés sur les VNI historiques, des fonds suivants: SIMA, SIAT, INT, SREA, SIC, SRI, FONC, SOL61

Sources: Bloomberg, UBS, au 30 décembre 2016

Profil rendement/risque

Le risque plus prononcé des investissements dans les surfaces commerciales (par rapport aux surfaces résidentielles), ajouté au taux de financement externe supérieur des sociétés immobilières, entraîne un profil plus risqué. Les cours des actions immobilières sont plus volatils et plus étroitement corrélés au marché global que ceux des fonds immobiliers; ceux-ci sont plus dépendants de l'évolution des taux d'intérêt et se rapprochent en matière de rendement des emprunts obligataires.

Dans l'immobilier, les fonds légèrement préférés aux actions

La bonne performance des valeurs boursières immobilières s'est reflétée sur les valorisations. Les indicateurs usuels comme les primes et les agios (écart de valorisation en bourse par rapport à la valeur nette d'inventaire), ainsi que les rendements sur dividendes et sur distribution, témoignent de leur attractivité relative.

Agios et primes

A près de 21% fin 2016, la prime moyenne des actions immobilières dépasse clairement sa moyenne à long terme depuis 2004. Historiquement, lorsque les primes de valorisation dépassaient les 20%, les cours ne tardaient pas à chuter. A 26% en moyenne fin 2016, les agios des fonds immobiliers dépassent la médiane de cette période, mais restent visiblement en-dessous du seuil critique (sur la même période) de 30% (voir notre article page 42). A l'aune des agios historiques, les actions immobilières sont donc relativement plus chères que les fonds immobiliers.

Rendements sur dividendes et sur distribution

Dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas, le rendement sur distribution des fonds immobiliers est attrayant, à 2,7%. Mais à 3,9 %, le rendement sur dividendes des actions est plus élevé. A noter que pour maintenir ce niveau, les sociétés immobilières ont sensiblement augmenté les ratios de distribution ces dernières années.

En ce moment, nous avons une légère préférence pour les fonds immobiliers par rapport aux actions. Certes, les actions immobilières offrent un rendement sur distribution supérieur, et les sociétés ont accru la part de leurs recettes qui ne provient pas de l'appréciation des prix de l'immobilier (voir notre article page 45), mais les

cours des actions immobilières semblent plus tendus; leur potentiel de correction est donc plus marqué. A cela s'ajoute le fait que le marché des surfaces commerciales est moins dynamique que le marché du logement. Enfin, en raison de leur effet de levier plus élevé, toute dépréciation de l'immobilier plomberait bien davantage la performance totale des actions. Si nous n'attendons pas de hausse notable du rendement des emprunts de la Confédération à long terme, celui-ci devrait toutefois avoir atteint son zénith en 2016. Ainsi, il y a un risque latent qu'une remontée des taux d'intérêts pèse sur les prix des immeubles.

Le SPI devrait surperformer l'immobilier coté

Après trois années consécutives de rendements totaux plus faibles, nous pensons qu'en 2017, le marché global des actions générera un rendement supérieur aux actions et fonds immobiliers. Pour les années suivantes également et anticipant une remontée graduelle des intérêts, nous pensons que le marché des actions surperformera les actions et fonds immobiliers. Néanmoins, du fait de leur aspect bien diversifié, les fonds immobiliers en particulier restent une composante importante de tout portefeuille équilibré.

Les investisseurs dans l'immobilier profitent de la réforme de l'imposition des entreprises III

Suite à l'abolition prévue wdes avantages fiscaux pour les revenus étrangers, beaucoup de cantons devraient abaisser leur taux normal d'imposition des bénéfiques. D'un côté, ils réduiraient ainsi, tendanciellement, l'impôt sur les gains immobiliers; pour les placements immobiliers cotés en bourse, ceci devrait très vite se traduire par une réduction des impôts latents. D'autre part, les bénéfiques annuels seront moins imposés. En fonction de leur orientation géographique, les titres immobiliers seront plus ou moins affectés, les taux d'imposition différant sensiblement d'un canton à l'autre – par exemple, aucune baisse à Lucerne et plus de 10% à Genève. En moyenne cependant, une part plus élevée des bénéfiques avant impôts devrait atterrir dans la poche des investisseurs, ce qui devrait stimuler durablement les cours.

Le marché mondial des obligations immobilières

Au zénith!

Thomas Veraguth et Sandra Wiedmer

Les intérêts ultra-bas et de solides données fondamentales assurent aux sociétés immobilières des bilans robustes. Vu le stade avancé du cycle de l'immobilier et des taux d'intérêt, les prix des obligations immobilières devraient avoir atteint leur sommet. Il semble judicieux de réduire les allocations élevées dans ce domaine, de raccourcir les durations et de privilégier la solvabilité.

Les sociétés immobilières cotées en bourse auraient à leurs bilans des crédits bancaires à hauteur de 230 milliards en USD et des obligations pour 250 milliards en USD. Les crédits bancaires sont garantis par des immeubles, tandis que les obligations privées et publiques comportent rarement des garanties. 90% des obligations en circulation sont émises dans les cinq principaux marchés (Etats-Unis, Europe continentale, Hong Kong, Australie et Japon) – la moitié rien qu'aux Etats-Unis. En raison du bas niveau des taux d'intérêt et de leur forte liquidité sur les marchés, la part des obligations dans les capitaux tiers a augmenté ces dernières années.

De fortes variations entre les types de crédits, les rendements et les écarts

Le rapport entre obligations et crédits bancaires varie de marché en marché. Au Japon et en Europe continentale, les sociétés immobilières ont recours aux prêts bancaires, car ils sont bon marché. Aux Etats-Unis en revanche, le financement s'effectue à deux tiers par le biais d'obligations.

Dans le contexte mondial de liquidités abondantes, les obligations de sociétés immobilières offrent aux investisseurs une prime de rendement par rapport aux emprunts d'Etat de même duration. Fin 2016, cet écart était en moyenne d'environ 1 point de pourcentage pour les durations de cinq ans. On constate de nettes différences entre les marchés: ceux où règnent des

taux d'intérêt bas présentent des écarts moins marqués. Ainsi, au Japon et en Europe continentale, le rendement des obligations immobilières ne dépassait pas 0,5%, pour un écart d'environ 0,5 point. Aux Etats-Unis, les titres immobiliers rapportaient à peine 3,0%, et se négociaient à un écart d'environ 1 point de pourcentage.

Investir judicieusement dans les emprunts immobiliers

Les investisseurs devraient commencer par déterminer leur monnaie de référence, car les primes de rendement dues aux effets de change contribuent sensiblement à la performance des placements obligataires. En outre, il faut tenir compte de la notation des émetteurs et de la liquidité de marché. Ensuite seulement entrent en compte les durations, les cours actuels et les écarts de rendement (différence entre le rendement des obligations de sociétés immobilières et celui des emprunts d'Etat de même duration). A court terme, la performance globale des obligations de sociétés immobilières est fortement corrélée aux rendements du marché obligataire. A moyen terme, les principaux déterminants des prix des obligations sont la solvabilité des différentes entreprises et, à plus long terme, les données fondamentales du marché immobilier.



Palais des Nations Genève

« Les marchés où règnent des taux d'intérêt bas présentent des écarts de rendement moins marqués. »

Les chiffres clés sont rassurants

Les investisseurs qui misent sur les obligations de sociétés immobilières devraient faire attention à trois données.

Coefficient d'endettement

Plus le coefficient d'endettement est bas, plus la qualité des obligations émises est élevée. Le coefficient d'endettement est influencé par l'évolution du marché immobilier; l'appréciation des immeubles fait baisser le coefficient, et vice-versa. Le coefficient d'endettement n'a guère varié sur les dix dernières années; fin 2016, il s'élevait à 36%. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, l'endettement a pu être jugulé, mais les Etats-Unis restent en tête du classement, avec 46%. Au Japon et en Europe continentale, le coefficient d'endettement a augmenté sur les dix dernières années.

Degré de couverture des intérêts

Le degré de couverture des intérêts (recettes brutes par rapport aux charges d'intérêts) ren-

seigne sur la capacité d'une société immobilière à faire face à ses obligations financières. Plus le degré de couverture est élevé, plus la protection en cas de hausse de taux d'intérêt est forte. Si les investisseurs s'attendent à une baisse des revenus locatifs, le degré de couverture va reculer. Cela a une influence négative sur le cours des obligations en circulation. Sauf en Europe continentale, le degré de couverture des intérêts s'est partout amélioré sur les dix dernières années. En Europe continentale, il s'élève à 7, soit plus qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (environ 2,5). En Asie, les chiffres sont encore plus élevés: le degré de couverture y dépasse 10.

Rapport entre la dette nette et les bénéfices bruts

Plus la dette nette est faible par rapport aux bénéfices bruts, plus la marge de manœuvre financière d'une entreprise est élevée, pour ce qui est de diminuer son endettement. On constate une convergence, car le rapport entre dette nette et bénéfice brut en Asie a augmenté

ces dix dernières années, tandis qu'il a reculé en Occident, notamment aux Etats-Unis. A Hong Kong et en Chine, il demeure autour de 3,5 tandis qu'au Royaume-Uni, en Europe continentale et en Suisse, le rapport est de 9, un niveau comparativement élevé.

Prendre garde au cycle immobilier

Les bilans des sociétés immobilières semblent donc robustes. Le coefficient d'endettement ainsi que la dette nette en proportion des bénéfices bruts sont restés stables sur les dernières années, et les entreprises ont réussi à améliorer leur taux de couverture des intérêts. Les émetteurs semblent avoir tiré les leçons de la dernière crise financière: ils ont amélioré leurs plans de refinancement en répartissant mieux les échéances de remboursement, allongé la durée moyenne des emprunts et réduit leurs engagements à l'étranger.

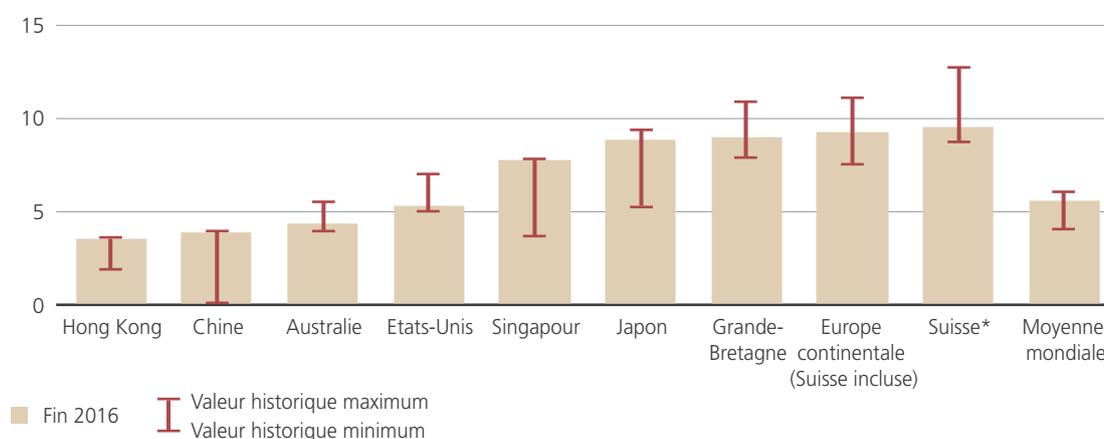
Les solides bilans sont aussi à mettre sur le compte bonnes données fondamentales du marché immobilier, comme le niveau élevé des loyers et des taux d'occupation, l'appréciation

de la valeur en capital et les faibles taux d'intérêt. Le cycle de l'immobilier et des taux d'intérêt est bien avancé. Cela signifie que les conditions entourant les placements obligataires dans les sociétés immobilières ne peuvent guère s'améliorer. Les taux d'endettement et de couverture des intérêts devraient donc plutôt se dégrader, ce qui tendrait à creuser les écarts avec les emprunts d'Etat. Par ailleurs, l'augmentation générale des durations a accru la sensibilité aux taux d'intérêt des emprunts de sociétés immobilières.

En conséquence, les prix des obligations de ces sociétés devraient déjà avoir atteint leur sommet, et il y a peu de chance que les rendements baissent encore. Dans le contexte actuel, nous conseillons donc de réduire progressivement la part de ces placements au sein des portefeuilles. En raison de la volatilité potentiellement plus élevée des taux d'intérêt, nous recommandons en outre de réduire les durations (durée d'immobilisation moyenne du capital) et d'éviter les solvabilités douteuses à ce stade du cycle immobilier.

Etats-Unis: une meilleure marge de manœuvre financière

Rapport entre dettes nettes et bénéfice brut (EBITDA), valeurs maximum et minimum historiques (depuis 2006)



*A partir de 2008, moyenne des valeurs pondérée par la capitalisation boursière pour SPS, PSP, Allreal

Source: UBS

Augmentation du risque de bulle à l'échelle mondiale

Matthias Holzhey et Maciej Skoczek

Les flux étrangers de capitaux combinés à des coûts de financement macroéconomique bas non justifiés ont entraîné une hausse notable du risque de bulle immobilière dans certains centres financiers. C'est à Vancouver et à Londres que ce risque est à l'heure actuelle le plus marqué.

Vancouver occupe la première place de l'*UBS Global Real Estate Bubble Index 2016*. Le risque d'une bulle immobilière s'avère également élevé à Londres, Stockholm, Sydney, Munich et Hong Kong. San Francisco et Amsterdam nous semblent nettement surévaluées, suivies de Zurich, Paris, Genève, Tokyo et Francfort. En revanche, après une baisse des prix, Singapour semble raisonnablement évaluée, de même que Boston, New York et Milan. L'indice des bulles immobilières considère toujours Chicago comme sous-évaluée.

La politique monétaire et les flux internationaux de capitaux comme moteurs de la hausse des prix

Dans les villes confrontées à un risque de bulle, les prix ont augmenté en moyenne de 50% depuis 2011, alors que les autres villes mondiales n'ont connu qu'une hausse moyenne de 13% sur la même période. Cependant, les deux groupes ont vu, dans des proportions égales, les prix de leurs loyers augmenter de 18% et les revenus des foyers croître de 13%.

La différence d'évolution des prix dans les villes ne permet pas d'expliquer à elle seule les changements dans les conditions économiques générales au niveau local. D'autres approches d'explications peuvent être trouvées dans l'environnement des taux d'intérêt extrêmement bas ou encore dans la hausse des flux internationaux de capitaux dans les marchés du logement locaux.

Les taux trop bas enflamment les marchés du logement

Au cours des dernières années, les coûts de financement ont baissé dans presque tous les centres financiers analysés, sans provoquer pour autant une envolée généralisée des prix.

Un comparatif entre pays montre que les intérêts bas n'entraînent un boom de la demande sur le marché des maisons que s'ils s'accompagnent d'un développement marqué de l'économie. Dans les pays dans lesquels les perspec-

UBS Global Real Estate Bubble Index

Par bulle, on entend un décalage significatif entre le prix d'un investissement et sa valeur fondamentale. Etant donné qu'il est impossible de déterminer la vraie valeur d'un bien immobilier, ce n'est souvent que lors de l'éclatement d'une bulle qu'on peut identifier celle-ci. Par le passé, une forte hausse des prix ne reposant pas sur des fondamentaux réels a constitué un indice probable de distorsion des valorisations, signe précurseur d'une correction.

L'*UBS Global Real Estate Bubble Index* présente, pour 18 métropoles mondiales, le décalage entre la valorisation fondamentale du marché immobilier et sa valeur à long terme. Il est toutefois impossible de prédire le moment exact, la durée et l'intensité d'une éventuelle correction.

tives économiques sont incertaines, l'achat d'une maison reste associé à un risque élevé et les banques restent sur la défensive dans les octrois de crédits, diminuant encore un peu plus les avantages des faibles taux d'intérêt.

A titre d'exemple, la société allemande est presque en situation de plein emploi, ce qui a permis une nette hausse des salaires au cours des dernières années. La règle de Taylor (voir illustration) fixerait des taux d'intérêt bien supérieurs en Allemagne au taux unique de la Banque centrale européenne (BCE). Ce déséquilibre aurait dû contribuer au cours des dernières années à une hausse majeure des prix des logements propres, notamment dans les villes. A l'inverse, le taux de la BCE pour l'Italie et la France est trop haut selon la règle de Taylor du

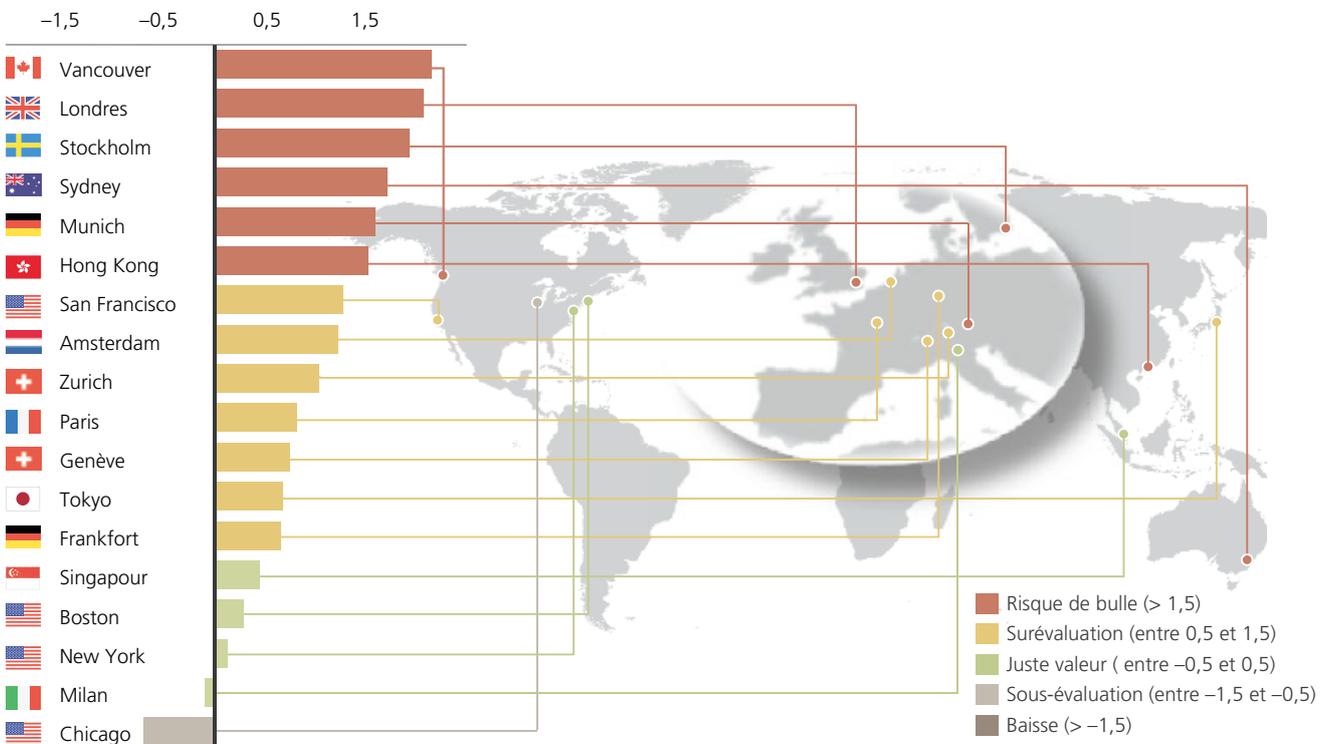
fait du taux de chômage important, les coûts de financement bas n'ayant permis qu'un envol très limité sur les marchés des logements. Toujours selon la règle de Taylor, les taux sont également trop bas en Suède, au Canada et en Grande-Bretagne. Les taux de croissance des prix à deux chiffres de ces deux dernières années sont révélateurs de ces conditions de financement trop souples.

Une influence des investisseurs étrangers toujours floue

Les changements politiques et économiques en Europe, Russie et au Proche-Orient influencent, preuve à l'appui, la hausse des prix dans les villes du monde entier. Une étude de l'Université d'Oxford montre par exemple que les risques politico-économiques en hausse en

UBS Global Real Estate Bubble Index

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



L'UBS Global Real Estate Bubble Index est une moyenne pondérée de cinq sous-indicateurs standardisés, établis à partir de l'analyse des rapports suivants: prix/revenus, prix/loyers et prix local/national. La croissance des volumes hypothécaires et l'activité de construction sont également prises en compte. Vous trouverez une description détaillée de la méthode et des hypothèses utilisées dans la publication *UBS Global Real Estate Bubble Index* du 27 septembre 2016.

Source: UBS

Grèce ont conduit à des prix plus élevés dans les quartiers de Londres qui présentent un taux élevé d'habitants d'origine grecque.

Sydney et Vancouver font partie des villes où la demande en biens immobiliers de logement a explosé. A Sydney, les investissements étrangers ont été multipliés par trois au cours des trois dernières années. Quant à Vancouver, elle a enregistré une hausse notable de la demande en provenance d'Asie. La forte demande a été encouragée dans les deux villes par une dépréciation marquée de la monnaie. Même si l'inflation en monnaie locale a connu des taux à deux chiffres, les prix sont restés stables une fois comparés au dollar américain ou aux monnaies asiatiques couplées au dollar américain. Cependant, la hausse des prix constatée au cours des dernières années à Sydney comme à Vancouver ne peut pas être mise à l'actif des seuls flux de capitaux étrangers.

Les données disponibles ne permettent pas de déduire la nature des achats par usage propre, re-location ou préservation du patrimoine. Ainsi, le marché du travail est le plus souvent internationalisé dans les centres financiers. Les étrangers qui y vivent et y travaillent participent à la demande locale en logements, mais ne peuvent pas être placés pour autant dans la catégorie des flux de capitaux étrangers. Les investissements étrangers peuvent également freiner l'évolution des prix lorsque le capital rejoint des projets de construction nouveaux.

Politique isolationniste: le danger d'une correction

Cependant, de nombreux centres financiers ont été le théâtre d'efforts politiques visant à isoler les marchés du logement de la demande étrangère au cours des dernières années. Hong Kong et Singapour jouent dans ce cadre un rôle de pionnier en augmentant dès 2010 l'imposition des acheteurs étrangers. Vancouver, Sydney et Londres ont suivi entre-temps cet exemple.

Le pourcentage de transactions immobilières réalisées par des étrangers à Vancouver, San Francisco et Londres s'élève à plus de 20%. Les biens concernés se situent principalement dans les cœurs historiques, les constructions nouvelles et plus généralement dans le marché du luxe. Face à ces chiffres importants, les mesures

d'isolement des marchés permettent de réduire fortement la demande en logements. Les restrictions sont introduites la plupart du temps lorsque le cycle des prix a atteint son point culminant, ce qui peut déclencher une phase de correction ou la renforcer considérablement.

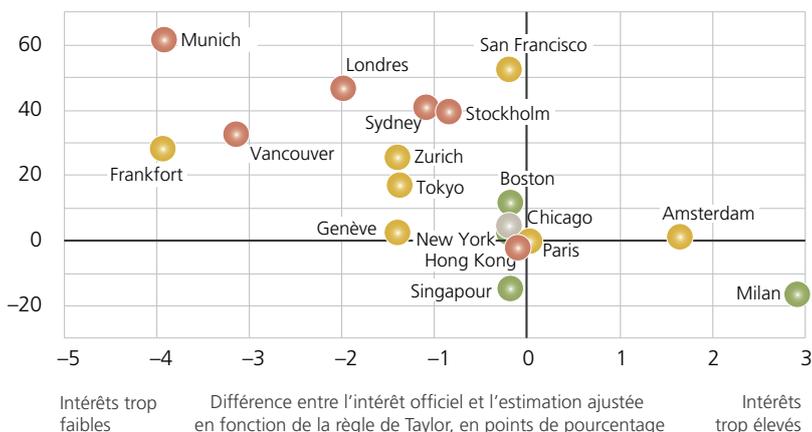
Hausse de l'offre en logements: une arme à double tranchant

Le renchérissement des logements conduit, avec un certain retard, à une extension de l'offre dans les villes. Ainsi, les activités de construction d'une grande partie des villes fortement cotées (Vancouver, Sydney, Hongkong, San Francisco et Stockholm) sont déjà supérieures à la moyenne sur cinq ans. Une offre accrue est cependant une arme à double tranchant. Un nombre supérieur de logements permet de freiner la hausse des prix et d'éviter les excès. Cependant, si la demande se réduit parallèlement de manière drastique, la nouvelle offre peut déclencher une éventuelle correction des prix ou la rendre plus marquée.

Les intérêts trop faibles favorisent les bulles immobilières

Couleurs selon les classes de risque du UBS Global Real Estate Bubble Index (voir page 54)

Taux de croissance à cinq ans des logements en propriété, en %



Sources: différentes sources*, Bloomberg, UBS

* Vous trouverez des sources plus détaillées dans la publication *UBS Global Real Estate Bubble Index* du 27 septembre 2016

La règle de Taylor est une règle de fonctionnement qui décrit comment le taux directeur des banques d'émission doit s'orienter en fonction du niveau de l'inflation et de la situation sur le marché du travail. Au sein de la zone euro, le niveau record des taux de chômage des pays du Sud alors que les pays du Nord recherchent des employés qualifiés empêche par exemple la détermination d'un taux (homogène) optimal.

Recherche financière sur instruments/émetteurs spécifiques – Information sur les risques: Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Personal & Corporate Banking ou Wealth Management Americas, divisions de UBS AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), de l'une de ses filiales ou de l'une de ses entreprises associées («UBS»). Dans certains pays, UBS AG se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Ce document a été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi mais n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les prix du marché indiqués dans les graphiques et tableaux de performance sont les cours de clôture de la Bourse principale concernée. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations exprimées dans cette publication peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à détenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions impliquant des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, l'instrument de placement lui-même ou pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS research. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. Les performances passées ne sont nullement représentatives des performances futures. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et, le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. La rémunération du ou des analyste(s) ayant préparé ce rapport est exclusivement déterminée par la direction et les cadres dirigeants du service d'analyse (hors Investment Banking). La rémunération des analystes n'est pas fondée sur les revenus d'Investment Banking, cependant la rémunération peut avoir un rapport avec UBS Wealth Management et Retail & Corporate combinés, dont font partie les services d'investment banking, de vente et de négoce. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières. La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Pour les instruments financiers structurés et les fonds, le prospectus de vente fait légalement foi. Si vous êtes intéressés, vous pouvez en obtenir une copie via UBS. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO WM gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Gérants de fortune indépendants / Conseillers financiers externes: dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. Allemagne: l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087): Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, avec établissement commercial sis Wächtergasse 1, A-1010 Vienne. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne (Finanzmarktaufsicht, FMA), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahreïn:** UBS est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahreïn. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahreïn. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Brazil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). Les opinions exprimées ici reflètent fidèlement l'opinion personnelle de l'analyste sur les titres ou émetteurs évoqués. Le présent rapport ne s'adresse qu'aux résidents brésiliens dès lors que lesdits résidents achètent ou vendent directement des titres sur le marché brésilien des capitaux par l'intermédiaire d'un établissement local agréé. Pour les investisseurs résidant au Brésil, sont considérés comme des investisseurs éligibles: (i) les établissements financiers, (ii) les compagnies d'assurance et les sociétés d'investissement, (iii) les entités de rente complémentaire, (iv) les entités qui détiennent plus de R\$ 300 000 d'investissements financiers et qui confirmeront par écrit le statut d'investisseurs qualifiés, (v) les fonds de placement, (vi) les gestionnaires de portefeuille de titres et conseillers financiers dûment autorisés par la CVM, en ce qui concerne leurs propres investissements, et (vii) les systèmes de sécurité sociale créés par le gouvernement fédéral, les Etats et les municipalités. **Canada:** les informations contenues dans le présent document ne constituent pas et ne sauraient en aucun cas être interprétées comme un prospectus, une publicité, une offre publique d'achat, une offre de vente ou d'achat des titres financiers décrits dans le présent document au Canada ou dans quelque province ou territoire canadiens. Toute offre d'achat ou de vente au Canada des titres financiers décrits dans le présent document doit être dispensée de l'obligation de déposer un prospectus auprès des autorités canadiennes de régulation des marchés financiers et être soumise par un opérateur agréé selon la législation en vigueur sur les titres financiers ou dispensé de l'obligation d'enregistrement en qualité d'opérateur dans la province ou le territoire canadien où est soumise l'offre. Les informations contenues dans le présent document ne sauraient en aucun cas être interprétées comme des recommandations d'investissement dans quelque province ou territoire canadiens que ce soit. Ces informations ne sont pas spécifiquement adaptées aux besoins de leur destinataire. Dans la mesure où les informations contenues dans le présent document font référence à des titres financiers proposés par un émetteur constitué, formé ou créé conformément à la législation du Canada ou d'une province ou d'un territoire canadiens, tout investissement dans lesdits titres financiers doit être réalisé par un opérateur agréé au Canada ou dispensé de l'obligation d'enregistrement en qualité d'opérateur. Aucune commission des titres financiers ou autorité de régulation similaire au Canada n'a examiné ou émis un avis sur le présent document, les informations contenues dans ce document ou les avantages des titres financiers décrits dans ce document. Toute affirmation contraire serait un délit. **Chine:** ce rapport d'analyse n'est pas destiné à la distribution aux investisseurs de la RPC ni à la fourniture de conseils en matière d'investissement en valeurs mobilières sur le territoire de la RPC. **Danemark:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit danois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE, avec établissement commercial sis Sankt Annæ Plads 13, 1250 Copenhague, Danemark, enregistré auprès de l'Agence danoise du commerce et des sociétés, sous le numéro 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'Autorité fédérale danoise de surveillance financière (DFS) (Finanstilsynet), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris la Banque centrale des EAU, les autorités financières de Dubaï, l'Autorité des matières premières et titres des Emirats, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. Ce document est destiné uniquement à la clientèle professionnelle. UBS AG Dubai Branch est régie par le DFSA dans le DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG n'est pas autorisée à fournir des services bancaires dans les Emirats arabes unis (EAU) par la Banque centrale des EAU ni n'est agréée par l'Autorité fédérale de supervision des marchés financiers des Emirats Arabes Unis. Le bureau de représentation d'UBS SA à Abu Dhabi est agréé par la Banque centrale des Emirats arabes unis à faire office de bureau de représentation. **Egypte:** les titres et autres produits d'investissement ne sont ni offerts ni vendus par UBS au public en Egypte et ils n'ont pas été et ne seront pas enregistrés auprès de l'Autorité égyptienne de contrôle du secteur financier (Egyptian Financial Supervisory Authority; EFSA). **Espagne:** la présente publication est distribuée à ses clients par UBS Europe SE, Sucursal en España, dont le siège social est sis Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, entité surveillée par Banco de España et la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constituée sous la forme d'une Societas Europaea autorisée et réglementée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Etats-Unis:** ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis à tout ressortissant américain ou au personnel UBS basé aux Etats-Unis. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale de UBS AG. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 125 726 944 euros, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à sa clientèle par la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Israël:** UBS Switzerland AG est enregistrée en tant que Foreign Dealer en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd, une société affiliée détenue

à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd est un Portfolio Manager disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. Afin de dissiper tout doute, l'utilisation du terme «conseil» et de ses dérivés dans la présente publication sera interprétée dans le sens d'«Investment Marketing» conformément à la définition de l'«Israeli Advisory Law» (législation israélienne sur le conseil). UBS SA et ses filiales enregistrées dans un pays autre qu'Israël ne sont pas agréées en vertu de l'«Israeli Advisory Law». UBS SA n'est pas couverte par une assurance ainsi que cela est exigé pour les détenteurs de licence en vertu de l'«Israeli Advisory Law». UBS SA peut participer notamment à l'émission d'actifs financiers ou à la distribution d'actifs financiers d'autres émetteurs pour les commissions et autres avantages. UBS SA et ses filiales peuvent préférer différents actifs financiers avec lesquels elles ont, ou pourraient avoir, une relation, selon la définition de l'«Israeli Advisory Law». **Italie:** la présente publication est distribuée aux clients d'UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 - 20121 Milan, la filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» en vue de la fourniture de services financiers et surveillée par la «Consob». **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. Si des services sont fournis en dehors de Jersey, ils ne seront pas couverts par le régime de réglementation de Jersey. UBS AG, Jersey Branch est une filiale d'UBS SA, une société à responsabilité limitée par actions, constituée en Suisse dont les sièges sociaux sont sis Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Bâle et Bahnhofstrasse 45, CH 8001 Zurich. UBS AG, le principal lieu d'exécution de Jersey Branch est P.O. Box 350, 24 Union Street, St Helier, Jersey JE4 8UJ. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Luxembourg Branch, avec établissement commercial sis 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité de surveillance fédérale allemande des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi qu'à l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF»), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour autorisation. **Mexique:** le présent document a été distribué par UBS Asesoros México, S.A. à capital variable, une entité qui ne fait pas partie d'UBS Grupo Financiero, S.A. à capital variable, ni d'aucun autre groupe financier mexicain et ses obligations ne sont garanties par aucun autre tiers. UBS Asesoros México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **Nouvelle-Zélande:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd. La présente publication ou documentation vous est fournie car vous avez indiqué envers UBS être un client certifié en tant qu'investisseur de grande envergure («wholesale investor») et/ou un investisseur qualifié («Certified Clients») situé en Nouvelle-Zélande. Cette publication ou documentation n'est pas destinée aux clients non certifiés («Non-Certified Clients»), et de tels clients ne doivent pas se fonder sur les informations qu'elle contient. Si, en tant que client non certifié, vous optez néanmoins de vous fonder sur les informations contenues dans le présent document en dépit de cet avertissement, vous (i) reconnaissez par la présente que vous n'êtes pas censé(e) vous fonder sur le contenu de cette publication ou documentation, et que toute recommandation ou opinion qui y figure ne vous est pas adressée, et (ii) dans la plus grande mesure permise par la loi, (a) vous indemnez UBS et ses associés ou entités affiliées ainsi que leurs directeurs, employés, agents et conseillers respectifs (tous considérés comme des «personnes concernées») de tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par l'une quelconque de ces parties en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document, et (b) vous renoncez à tout droit ou recours à l'encontre de toute personne concernée pour (ou en lien avec) tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par vous en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document. **Pays-Bas:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Europe SE, Netherlands Branch, une filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» pour la fourniture de services financiers et surveillée par la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM) des Pays-Bas, à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **République tchèque:** UBS n'est pas une banque autorisée dans la République tchèque et, de ce fait, n'est pas autorisée, à fournir des services de placement ou bancaire réglementés dans la République tchèque. Ce document est distribué à des fins de marketing. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, habilité et supervisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority - PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority - FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. Membre de la Bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** pour toute question liée à ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore». **Suède:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit suédois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Sweden Bankfilial avec établissement commercial sis Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Suède, enregistrée auprès du Swedish Companies Registration Office sous le numéro d'enregistrement 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document a été soumis pour approbation. **Taiwan:** cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taiwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects. **Thaïlande:** le présent document vous a été fourni à votre demande. Il n'a pas été approuvé par la SEC de Thaïlande, qui n'a pas vérifié son exactitude ni son exhaustivité à la date d'émission ou ultérieurement. Le présent document n'a pas été adopté par la SEC de Thaïlande. L'investissement dans ces titres comporte des risques que l'investisseur se doit d'examiner avec toute la diligence et discrétion requises. Les investisseurs doivent étudier avec soin le risque d'investissement et s'assurer qu'ils comprennent parfaitement ledit risque. **Turquie:** aucune information figurant dans ce document n'est fournie à des fins de proposition, de marketing et de vente par quelque moyen que ce soit d'un quelconque instrument et service du marché financier en République de Turquie. Par conséquent, le présent document ne saurait être considéré comme une proposition ou une intention de proposition aux citoyens de la République de Turquie en République de Turquie. UBS SA n'est pas agréée par le Conseil des marchés financiers de Turquie aux termes des dispositions de la loi sur les marchés financiers (Loi n° 2499). De ce fait, ni le présent document, ni aucun autre support promotionnel relatif aux instruments/services ne peut être utilisé dans le cadre de la prestation de services quels qu'ils soient sur les marchés financiers à des personnes domiciliées en République de Turquie sans l'accord préalable du Conseil des marchés financiers. Cependant, conformément à l'article 15 (d) (ii) du décret n° 32, il n'existe aucune restriction concernant l'achat ou la vente des instruments par des citoyens de la République de Turquie. **Ukraine:** UBS n'est pas enregistrée ni agréée en tant qu'établissement bancaire/financier en vertu du droit ukrainien et ne fournit pas de services bancaires et autres services financiers en Ukraine. UBS n'a pas fait ni ne fera d'offre au public en Ukraine en ce qui concerne les produits mentionnés. Aucune action n'a été entreprise pour autoriser une offre au public en Ukraine des produits mentionnés et la distribution du présent document ne constitue pas un service financier au sens de la loi ukrainienne «sur les services financiers et la réglementation d'Etat des marchés des services financiers» en date du 12 juillet 2001. **Suède:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit suédois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Sweden Bankfilial avec établissement commercial sis Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Suède, enregistrée auprès du Swedish Companies Registration Office sous le numéro d'enregistrement 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document a été soumis pour approbation.

Version 11/2016.

© UBS 2017. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

Alibaba 3, 5, 6, 7. Allreal 1, 2. Flughafen Zürich 1. Intershop 1, 3. Mobimo 1. PSP Swiss Property 1, 2, 4. Swiss Prime Site 1, 2. Zug Estates 1.

- 1 UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois.
- 2 UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans la souscription ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des 12 derniers mois.
- 3 Au cours des 12 derniers mois, UBS Securities LLC et/ou ses sociétés affiliées ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour des produits et services autres que des services d'investissement banking.
- 4 Un salarié d'UBS SA est un responsable, un directeur ou un membre du comité consultatif de cette société.
- 5 UBS Securities LLC agit en qualité de teneur de marché sur les titres et/ou ADR de cette société.
- 6 Cette société/entité est/va été au cours des 12 derniers mois cliente d'UBS Securities LLC et des services sur titres hors investment banking lui sont/ont été fournis.
- 7 Cette société/entité est/va été au cours des 12 derniers mois cliente d'UBS Securities LLC et des services autres que les opérations sur valeurs mobilières lui sont/ont été fournis.

Au 10 janvier 2017



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

Aperçu et prévisions

Sauf mention contraire, toutes les données sont en % de croissance par rapport à l'année précédente.

	2017 ¹	2016 ²	2015	2014	2013	2012	10 ans ³	
Moteurs	Conjoncture et revenus							
	Produit intérieur brut réel	1,4	1,4	0,8	2,0	1,8	1,1	1,6
	Produit intérieur brut réel par habitant	0,5	0,4	-0,3	0,8	0,6	0,0	0,5
	Salaires, valeur réelle	0,2	1,0	1,5	0,9	0,9	1,5	1,0
	Inflation et intérêts							
	Inflation annuelle moyenne	0,4	-0,4	-1,1	-0,1	-0,2	-0,7	0,1
	Libor à 3 mois en CHF ⁴	-0,8	-0,7	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,2
	Rendem. des obligat. (10 ans) de la Conféd. ⁴	-0,1	-0,1	0,0	0,4	1,3	0,6	1,2
	Population et emploi							
	Effectif de la population	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1
Taux de chômage	3,2	3,3	3,2	3,0	3,2	2,9	3,1	
Emploi, en équivalents temps plein	0,5	0,0	0,8	0,8	1,6	2,0	1,3	
Habitation	Logements en propriété							
	Prix de l'offre pour logements en propriété	0,0	1,0	1,5	2,2	3,3	5,1	3,6
	Prix de l'offre pour maisons individuelles	0,5	1,5	2,3	1,3	4,7	3,7	3,2
	Croissance des crédits hypothécaires aux ménages	2,6	2,8	3,4	3,5	5,1	5,1	4,0
	Logements locatifs							
	Prix de l'offre	-1,0	-1,5	1,0	2,2	2,9	3,1	2,3
	Prix de l'offre pour les nouvelles constructions	-2,5	-3,0	-1,5	5,8	1,3	1,1	-0,1
	Indice des prix des loyers existants	-	0,2	0,9	1,2	0,4	0,6	1,3
	Taux hypothécaire de référence ⁴	1,5	1,8	1,8	2,0	2,0	2,3	-
	Rendement cash flow net ⁵	3,5	4,0	4,1	4,2	4,1	4,4	4,4
	Rendement du capital ⁵	1,0	2,0	4,1	1,8	2,4	2,6	2,1
	Rendement total ⁵	4,5	6,0	8,4	6,1	6,5	7,1	6,5
	Vacance et construction de logement							
Taux de logements vacants	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	1,0	
Permis de construire par rap. au stock de logements	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	
Commercial	Surfaces de bureaux							
	Loyers de l'offre	-2,0	1,0	3,0	0,2	5,4	4,9	1,7
	Quote-part de l'offre	-	6,7	7,0	6,6	6,3	6,5	6,7
	Rendement cash flow net ⁵	3,5	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,5
	Rendement du capital ⁵	0,0	0,0	0,8	-0,2	0,8	1,8	1,0
	Rendement total ⁵	3,5	4,0	5,0	4,2	5,1	6,3	5,6
	Surfaces commerciales							
	Loyers de l'offre	-3,0	-4,0	-1,2	-3,3	1,4	6,3	0,6
	Rendement cash flow net ⁵	3,0	3,5	3,9	4,2	4,2	4,3	4,4
	Rendement du capital ⁵	-0,5	1,0	1,4	1,0	2,1	2,7	2,2
Rendement total ⁵	2,5	4,5	5,4	5,3	6,3	7,1	6,7	
Bourse	Actions immobilières							
	Rendement total	-	11,7	9,6	13,6	-6,9	12,3	6,6
	Corrélation avec le Swiss Performance Index ⁶	-	0,62	0,61	0,45	0,51	0,44	0,52
	Volumes journaliers moyens en bourse (mio. de CHF)	-	27,1	30,1	20,5	21,9	24,4	21,2
	Primes estimées ⁷	-	17,7	12,5	5,6	8,2	14,3	10,2
	Volatilité	-	11,8	13,0	8,0	10,1	8,9	11,6
	Fonds immobiliers							
	Rendement total	-	6,8	4,2	15,0	-2,8	6,3	5,9
	Corrélation avec le Swiss Performance Index ⁶	-	0,17	0,22	0,17	0,06	0,17	0,14
	Volumes journaliers moyens en bourse (mio. de CHF)	-	22,5	25,4	19,3	20,8	19,9	18,1
	Agios estimés ⁷	-	27,2	29,0	19,2	17,5	28,8	21,2
	Volatilité	-	9,2	12,1	7,6	8,4	6,6	7,5
	Benchmark							
Rendem. total fondations de placements immobiliers	-	5,8	5,8	5,1	5,7	6,5	5,5	
Rendement total Swiss Performance Index	-	-1,4	2,7	13,0	24,6	17,7	4,1	
Volatilité Swiss Performance Index	-	15,5	18,4	10,6	12,8	11,5	16,5	
Rendement total Swiss Bond Index («AAA»)	-	1,6	2,4	8,5	-3,3	2,2	3,5	

¹ Prévisions UBS

² Extrapolations/prévisions UBS (situation au 10 janvier 2017)

³ Moyenne 2007-2016

⁴ Fin de l'année

⁵ Investissement direct dans des immeubles existants

⁶ Valeurs entre -1 (= effet de diversification total) et +1 (= aucun effet de diversification)

⁷ Majoration par rapport à la valeur nette d'inventaire des actions immobilières (primes) et des fonds immobiliers (agios)

Sources: SECO, OFS, BNS, Wüest Partner, OFL, IPD, Docu Media, Bloomberg, UBS

