

**Swiss Issues Immobilier**  
Marché immobilier 2011  
Faits et tendances



---

## Impressum

---

### Editeur

Martin Neff, Head Credit Suisse Economic Research  
Uetlibergstrasse 231, CH-8070 Zurich

### Contact

immobilien.economicresearch@credit-suisse.com  
Téléphone +41 (0)44 334 74 19

### Auteurs

Denise Fries  
Frey Hasenmaile  
Philippe Kaufmann  
Dr. Christian Kraft  
Martin Neff  
Thomas Rieder

### Collaboration

Viktor Holdener

### Impression

Reinhardt Druck Basel, Missionsstrasse 36, CH-4012 Bâle

### Page de couverture

Centre Professionnel Cantonal de Fribourg  
(Architectes: Butikofer de Oliveira Vernay sàrl, Lausanne  
Management de projet et direction de travaux: Tekhne SA, Fribourg)  
Photographe: Thomas Jantscher, Colombier

### Clôture de rédaction

2 février 2010

### Commandes

Directement auprès de votre conseiller ou dans toutes les succursales  
du Credit Suisse

Exemplaires à l'unité auprès de l'EBIC, fax +41 (0)44 333 37 44  
ou par courriel: daniel.challandes@credit-suisse.com

Commandes internes via Netshop sous n° Mat 1511452  
Abonnements avec publicode ISF (HOST: WR10)

### Visitez notre site Internet

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

---

## Disclaimer

---

Ce document a été établi par le service Economic Research du Credit Suisse et ne découle pas d'une/de notre analyse financière. Il n'est donc pas soumis aux "Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière" de l'Association suisse des banquiers.

La présente publication a un but purement informatif. Les opinions qu'elle contient sont celles du service Economic Research du Credit Suisse au moment de la mise sous presse (sous réserve de modifications).

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.  
Copyright © 2011, Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.

## Sommaire

<b>Editorial</b>	<b>4</b>
<b>Surfaces d'habitation</b>	<b>5</b>
Demande	5
Offre	10
Complément: taux hypothécaire de référence	14
Résultat du marché	16
Perspectives 2011	21
<b>Les Serviced Apartments, forme d'hébergement en pleine expansion</b>	<b>22</b>
<b>Surfaces de bureaux</b>	<b>26</b>
Demande	26
Complément: optimisation du site sous forme de concentration décentralisée des emplois	28
Offre	31
Résultat du marché	32
Les cinq principaux marchés suisses des surfaces de bureaux en comparaison	33
Zurich	34
Genève	36
Berne	38
Bâle	40
Lausanne	42
Perspectives 2011	44
<b>Surfaces de vente</b>	<b>45</b>
Demande	45
Complément: densité des centres commerciaux	47
Offre	50
Résultat du marché	52
Perspectives 2011	54
<b>Le système suisse de lettres de gage – à n'en pas douter</b>	<b>55</b>
<b>L'immobilier comme placement</b>	<b>58</b>
Fonds immobiliers	58
Sociétés immobilières par actions	61
Placements directs	62
Complément: évaluation d'immeubles au moyen de la méthode DCF	63
Perspectives 2011	66

## Editorial

---

Le marché suisse de l'immobilier est toujours sous l'emprise des taux bas. Compte tenu de la montée correspondante des prix, la question d'une surchauffe est plus que jamais d'actualité. Mais tous les segments de marché et toutes les régions ne sont pas concernés au même titre. Il y a lieu de porter un regard nuancé sur les événements. Dans le chapitre sur les surfaces d'habitation, nous indiquons, en considérant la disparité entre l'évolution des prix et celle de revenus, quelles sont les régions menacées et pourquoi l'on ne peut, tout du moins pas encore, parler de surchauffe à grande échelle. La capacité à supporter la charge de la propriété du logement ne pose actuellement problème à aucune classe de revenus. Toutefois, si les taux devaient remonter à leur valeur moyenne historique, même les ménages aux revenus moyens seraient confrontés, dans certaines régions à prix élevés, à des difficultés financières. Cela ne devrait pas rester sans incidence sur le niveau de prix. Les hausses d'intérêts attendues auront aussi des conséquences pour les propriétaires d'immeubles de rendement. A l'aide de modèles de calculs et de prévisions, nous montrons, dans un complément consacré au taux hypothécaire de référence, que les coûts de refinancement augmenteront plus rapidement que les revenus locatifs puisque les propriétaires ne pourront répercuter les coûts sur les locataires qu'en différé en raison de l'inertie du taux de référence.

Au regard de la phase d'intérêts bas, la propriété du logement est de loin la forme d'habitat la plus avantageuse, comme nous l'expliquons sur la base du concept de "prime de propriété". Les changements consécutifs de la demande en direction de la propriété mettent à rude épreuve le marché du logement locatif, dans lequel l'offre dépasse de nouveau la demande. Face au nombre croissant de projets de construction, la libre circulation des personnes veillera à ce qu'il ne puisse s'installer de déséquilibre majeur. Celle-ci a mené à une vague migratoire sans précédent et garantira aussi à l'avenir des taux d'immigration élevés ainsi qu'une croissance démographique durable. Nous illustrons avec quelle rapidité les réserves de terrain à bâtir s'épuiseront dans les différentes régions et où le besoin de densification se fera particulièrement sentir.

Les marchés des surfaces commerciales sont moins exposés au risque de surchauffe car, à la différence du marché du logement, ils ont ressenti les effets de la courte récession sous la forme d'une baisse de la demande. Profitant d'une évolution robuste de l'emploi, les perspectives se révèlent de plus en plus réjouissantes sur le marché des surfaces de bureaux, même si les surfaces en cours de construction sont susceptibles de créer des surcapacités. Nous approfondissons l'analyse du segment des surfaces de bureaux sur la base des cinq principaux marchés et mettons l'accent sur le déplacement géographique de la demande en lien avec des optimisations de sites. Au chapitre dédié au marché des surfaces de vente, nous présentons un recensement de la densité des centres commerciaux en Suisse et cherchons à savoir où il existe encore des taches blanches.

Nos compléments se penchent sur de nouveaux aspects, tels que la forme d'hébergement en pleine expansion des Serviced Apartments – situés entre le logement locatif et la chambre d'hôtel – et les lettres de gage comme forme de placement, dotées de toutes les sûretés possibles. Pour connaître les perspectives de l'immobilier comme placement et savoir à quoi il faut veiller lors de la détermination des valeurs immobilières par la méthode du Discounted Cash Flow, veuillez consulter le dernier chapitre. Les faits et tendances se rapportant aux marchés immobiliers des 26 cantons suisses sont présentés comme d'habitude dans une partie régionale séparée disponible en version imprimée. Tout comme l'étude principale, celle-ci est également accessible en ligne ([www.credit-suisse.com/immobilienstudie](http://www.credit-suisse.com/immobilienstudie)).

L'équipe d'auteurs vous souhaite une fois de plus une bonne lecture.  
Service Recherche immobilière du Credit Suisse.

## Surfaces d'habitation

En 2009, les conséquences de la récession sont passées pratiquement inaperçues sur le marché suisse du logement, qui a fait honneur à la réputation de stabilité que nous lui attestons depuis un certain temps. Cette situation s'explique principalement par l'immigration encore considérable, quoique légèrement en recul, qui s'est accompagnée d'une demande durable de surfaces d'habitation. Toutefois, les différents segments n'en ont pas profité au même titre. La prolongation de la phase des taux bas a bénéficié à la propriété du logement, qui est actuellement la forme d'habitat économiquement la plus avantageuse, et on constate ainsi sur le marché du locatif des signes de léger essoufflement de la demande sous la forme d'une augmentation des surfaces vacantes et d'un arrêt de la hausse des loyers. Les conditions cadres pour 2011 devraient rester similaires, de sorte que l'attrait biaisé sur le marché devrait continuer à produire son effet pendant la majeure partie de l'année. Nous tablons donc sur de nouvelles hausses de prix dans la propriété du logement. En 2011, une attention particulière devrait donc être portée au niveau de prix élevé. On ne peut pas encore parler de surévaluations pour l'ensemble du territoire mais dans certaines régions, le niveau des prix n'a plus de caractère durable. Néanmoins, nous n'escomptons pas en 2011 de facteurs susceptibles de corriger la surchauffe régionale ou locale. Tôt ou tard, le marché devrait malgré tout retrouver son équilibre dans les régions concernées, par le biais d'une correction à la baisse ou d'une phase prolongée d'évolution latérale des prix.

---

### Demande

---

#### Revenus et coûts du logement

#### Le marché du logement encore sous l'emprise des intérêts bas

Comme l'année dernière, l'évolution des revenus devrait générer les impulsions les plus faibles en 2011 pour la demande de logements. Nous nous attendons à une progression du revenu des ménages, mais la reprise de l'inflation et la hausse des prélèvements et des primes de caisses maladie devraient en grande partie réduire à néant cet avantage. Cela n'est pas surprenant car les revenus sont actuellement en retard sur l'évolution conjoncturelle. En cas d'embellie conjoncturelle durable, les revenus devraient à nouveau soutenir la demande de logements à partir de 2012. Durant ces dernières années, le principal moteur de la demande de propriété du logement a avant tout été le faible niveau des intérêts hypothécaires et ainsi les frais annuels réduits d'un logement en propriété. En 2010, les intérêts hypothécaires étaient plus bas que jamais depuis le début de leur recensement en 1850 (figure 1). Nous présentons ici l'hypothèque à taux variable, plus guère utilisée aujourd'hui, qui est la seule forme hypothécaire à exister depuis aussi longtemps. Les hypothèques fix n'existent que depuis le début des années 1980. Courant 2010, même des hypothèques fix à long terme d'une durée de 10 et 15 ans s'obtenaient pour moins de 3%. Les propriétaires n'ont donc pas seulement eu la chance de profiter à court terme d'intérêts très bas, mais aussi de fixer des taux réduits sur 10 ans et en partie même plus à un niveau historiquement bas. Grâce à ces dépenses hypothécaires peu élevées, les ménages de propriétaires ont eu plus d'argent à disposition. Depuis l'automne 2008, les charges d'intérêts hypothécaires des ménages privés ont fondu de près de 4.6 mrd. CHF, soit une économie annuelle de 3'500 CHF par ménage de propriétaires. Ces derniers devraient encore profiter de ce rabais pendant une grande partie de 2011, même si les intérêts à moyen et long terme ont déjà franchi leur point d'inflexion en août 2010 et quitté leurs planchers absolus.

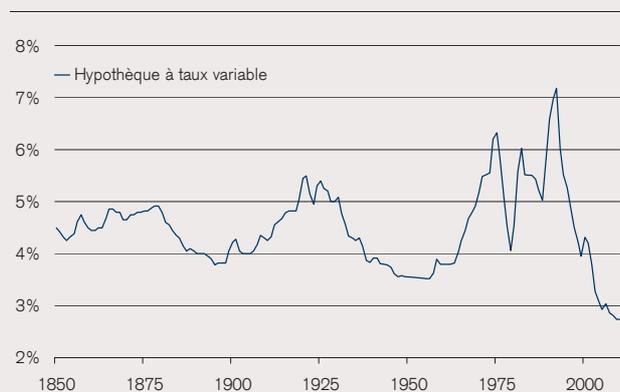
#### La propriété du logement, forme d'habitat la plus avantageuse

Le concept de "prime de propriété" illustre bien l'attrait momentané de la propriété du logement. Pour l'exprimer, on met en regard les charges annuelles de la propriété du logement et la location d'un logement comparable. Pour que cette comparaison soit la plus adéquate possible, tous les avantages et inconvénients matériels sont quantifiés. Outre les frais des intérêts hypothécaires, on inclut également les amortissements sur la propriété du logement et les coûts d'entretien. Sont également compris des aspects fiscaux (valeur locative, déductibilité des intérêts hypothécaires), les coûts d'opportunité du capital lié dans le logement en propriété, les bénéfices de réévaluation prévisibles pour l'immeuble et la prime pour l'accumulation de risques de placement dans la propriété du logement.

Figure 1

**Evolution historique des intérêts hypothécaires**

En %

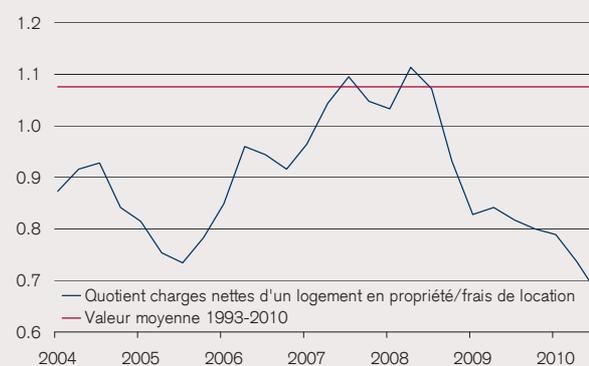


Source: Banque nationale suisse, Datastream

Figure 2

**Prime de propriété**

Quotient &lt; 1: les charges annuelles nettes d'un logement en propriété sont inférieures au loyer d'un logement locatif comparable



Source: Credit Suisse Economic Research

Normalement, les charges annuelles de la propriété du logement sont supérieures aux frais de location d'un logement de même taille, raison pour laquelle on parle de "prime de propriété", comme on a pu en grande partie l'observer jusqu'en 2002. Cette prime peut se justifier par les possibilités de conception individuelle offertes par le logement en propriété. Généralement, elles s'accompagnent d'un standard d'aménagement légèrement supérieur des biens en propriété. Pour nombre de propriétaires, la liberté consistant à habiter dans sa propre maison mérite bien un supplément de prix. Les faibles charges d'intérêts ont toutefois transformé la prime en rabais, comme durant la phase d'intérêts bas entre 2002 et 2006. Les intérêts bas réduisent alors non seulement les frais d'intérêts hypothécaires, mais aussi le revenu hypothétique d'un placement alternatif dans des emprunts d'Etat, ce qui redouble encore l'intérêt de la propriété immobilière. Seule (petite) ombre au tableau: du fait des faibles intérêts hypothécaires, les déductions d'intérêts passifs imposables ne peuvent contrebalancer le renchérissement de la valeur locative. Cet effet apparaît avant tout en présence de nantissements bas et se transforme en avantage fiscal lorsque les taux de nantissement augmentent. Au final, il faut compter aujourd'hui en moyenne pour un 4 pièces avec un taux de nantissement de 50% sur des charges nettes de 13'850 CHF par an. Un logement locatif comparable totalise 20'550 CHF. Actuellement, un propriétaire débourse donc environ 33% de moins qu'un nouveau locataire (figure 2). La figure 3 illustre le mode de calcul à l'aide d'un exemple dans la commune de Baden.

### La capacité à supporter la charge devrait poser problème dans certaines régions

Compte tenu du plancher record des intérêts, la capacité à supporter les frais de logement ne pose problème que dans quelques cas (figure 4). Selon le montant des salaires, 15 à 19% du revenu des ménages étaient dépensés en moyenne pour la propriété du logement en 2010. Avec la hausse attendue des taux d'intérêts hypothécaires, le rapport entre frais de logements et revenus va légèrement se dégrader en 2011. Les nouveaux acquéreurs doivent donc s'attendre à une remontée des frais de logement en cours d'année, tandis que la majorité des propriétaires existants devraient encore profiter un certain temps de frais de logement bas, en raison de la forte expansion des hypothèques à taux fixe. A l'échelle nationale, la capacité à supporter la charge ne devrait se détériorer substantiellement qu'en cas de hausse des intérêts hypothécaires sur la moyenne à long terme. Le quintile de revenu inférieur, qui regroupe 20% des ménages dotés des revenus les plus faibles, ne pourrait plus respecter dans ce cas en moyenne les règles d'or du financement.

Ce profil agrégé occulte le fait que dans certaines régions, les prix immobiliers ont nettement plus augmenté que les revenus, de sorte qu'en dépit des intérêts bas, il y est difficile pour certaines classes de revenus d'accéder à la propriété car elles n'ont pas la capacité à supporter les frais de logement. Fin 2011, les ménages devront consacrer dans le canton de Zoug entre 15 et 34% de leurs revenus pour la propriété du logement. En cas de hausse des intérêts hypothécaires sur la moyenne à long terme, seuls des ménages des deux quintiles les plus élevés et tout juste du 3<sup>e</sup> quintile de revenus supérieurs seraient en mesure de supporter financièrement la propriété du logement aux prix immobiliers actuels. Une situation comparable se dessine dans d'autres régions dotées de zones de résidence convoitées.

Figure 3

**Exemple de prime de propriété**

Rapport des dépenses de logement entre propriété et location d'un 4 pièces à Baden, canton d'Argovie

	2008	2010
Prix appartement en propriété	596'000 CHF	659'000 CHF
Frais des intérêts hypothécaires*	12'606 CHF	6'906 CHF
Coûts d'opportunité **	8'721 CHF	4'432 CHF
Amortissements / entretien (total 1.3%)	7'748 CHF	8'567 CHF
Frais supplémentaires impôts nets	747 CHF	2'290 CHF
Prime de risque (1%)	5'960 CHF	6'590 CHF
Bénéfice de réévaluation prévisible	-9'914 CHF	-10'962 CHF
<b>Charges de logement en propriété p.a.</b>	<b>25'869 CHF</b>	<b>17'823 CHF</b>
<b>Loyer annuel</b>	<b>23'800 CHF</b>	<b>25'600 CHF</b>

**Prime / rabais de propriété** **1.09** **0.70**

\* Nantissement 50%, hypothèque fix 5 ans à 4.23% (2008) ou 2.10% (2010)

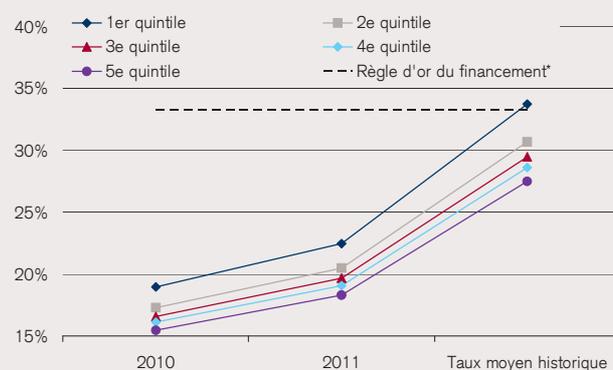
\*\* Placement alternatif des fonds propres dans des obligations d'Etat

Source: Credit Suisse Economic Research

Figure 4

**Capacité à supporter la propriété du logement**

Part des frais de logement courants (hypothèque fix sur 5 ans, 1% d'entretien) sur le revenu moyen de 5 classes de ménages



\* Les frais de logement ne doivent pas représenter plus d'un tiers des revenus du ménage

Source: Credit Suisse Economic Research, Office fédéral de la statistique

**En 2011, les coûts de la propriété du logement grimpent à nouveau**

Les distorsions liées aux faibles taux d'intérêt sur le marché de la propriété du logement ne devraient pas s'accroître en 2011. Avec la hausse attendue en seconde partie d'année, l'attrait de la propriété du logement va s'amenuiser, ce qui se traduira par un recul de la capacité à supporter la charge et par une prime de propriété légèrement supérieure. Ces deux indicateurs demeureront néanmoins à un niveau attrayant, de sorte que la demande de logements en propriété devrait rester élevée durant l'année et ne sera freinée que par les prix conséquents.

**Population**

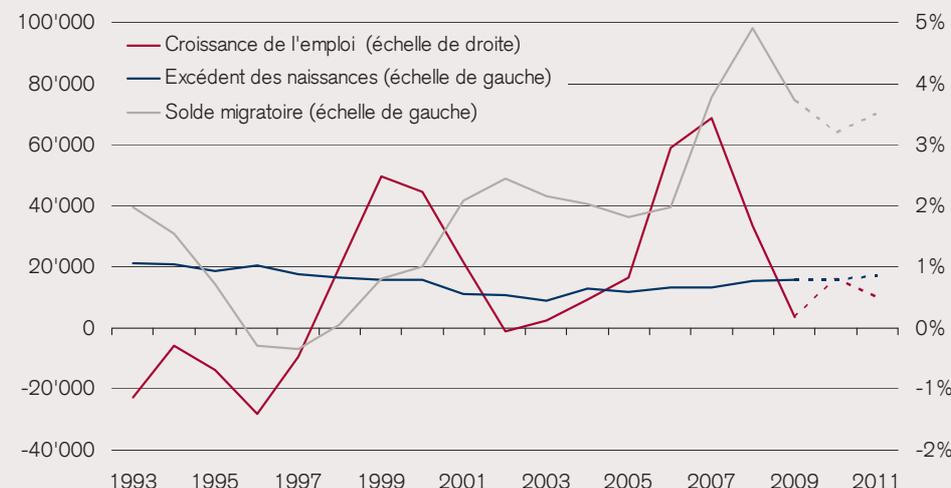
**L'immigration reste le moteur de la croissance démographique**

En 2010, l'évolution démographique a durablement stimulé la demande de logements. Même si la dynamique a fléchi, la progression était encore, avec une croissance démographique de 0.9%, supérieure à la moyenne sur une longue période (1990-2009) de 0.8% par an. Comme dans les années précédentes, la hausse est principalement imputable à l'immigration. Le solde migratoire (changement de statut inclus) a une fois de plus été une bonne surprise en 2010 (plus de 60'000 personnes) et reflète le rétablissement rapide du marché du travail (figure 5).

Figure 5

**L'immigration dans le contexte de l'évolution conjoncturelle**

Solde migratoire y.c. changements de statut, croissance de l'emploi p.a. (4<sup>e</sup> trimestre), 2010/11: estimation/prévision



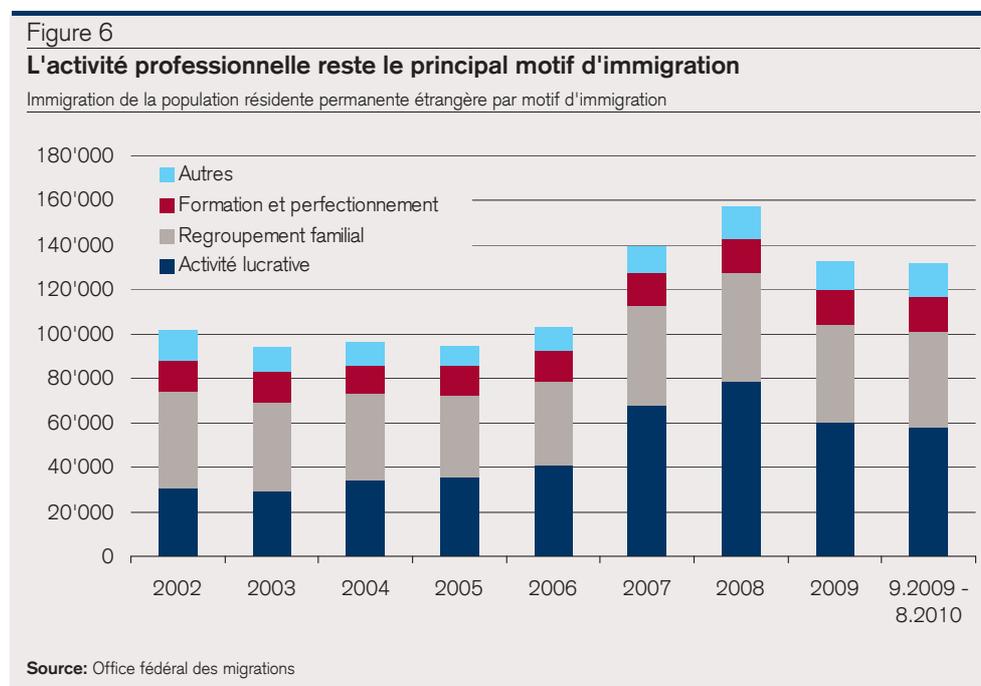
Source: Credit Suisse Economic Research, Office fédéral de la statistique

### L'immigration réagit en différé à l'évolution de l'emploi

L'immigration a généralement tendance à réagir avec près d'un an de retard à l'évolution de l'emploi, ce qui s'explique notamment par les "changements de statuts", qui représentent encore près d'un tiers du solde migratoire. Il peut alors s'agir d'immigrants en possession d'une autorisation de séjour de courte durée qui se voient délivrer une autorisation à l'année ou un permis d'établissement. Des évaluations détaillées antérieures ont montré que dans la majorité des cas, ces nouveaux arrivants avaient immigré en Suisse 1 à 2 ans plus tôt.

### L'activité professionnelle reste le principal motif d'immigration

Une évaluation des principaux motifs de l'immigration révèle qu'en dépit de la dégradation passagère du marché du travail, de nombreux immigrants viennent en Suisse afin d'y travailler (figure 6). De septembre 2009 à août 2010, il s'agissait de 57'623 personnes, soit 43.7% des personnes immigrées. Malgré un repli de 26.6% par rapport au record de 2008, ce chiffre est encore considérable. L'évolution du regroupement familial montre que celui-ci a également augmenté dans le sillage de l'immigration en hausse de 2007/08, mais moins fortement. Cela est imputable au fait que beaucoup de personnes immigreront alors qu'elles sont jeunes, avant de fonder une famille.<sup>1</sup> Le nombre d'individus venant en Suisse pour se former et se perfectionner n'a pour sa part guère changé, en dépit de nouvelles conditions cadres. Globalement, on recense actuellement une immigration étrangère identique à celle de 2009. Le recul du solde migratoire en 2010 s'explique par un grand nombre de départs d'étrangers.



### Pas de nouveau tassement de l'immigration

Une analyse des données migratoires mensuelles laisse à penser qu'il ne faut pas attendre de nouveau tassement en 2011. La solide évolution des effectifs et la meilleure conjoncture du marché de l'emploi devraient encore accroître l'afflux de ressortissants étrangers venant travailler en Suisse. Au total, nous tablons sur un solde migratoire de tout juste 70'000 personnes pour 2011. Ce solde dépasse le niveau recensé chaque année entre 1992 et 2006 et correspond à 1.8 fois la valeur moyenne sur 20 ans (38'600). Sur la base de ces chiffres de l'immigration, nous prévoyons pour 2011 une croissance démographique qui franchira le seuil des 1% et dépassera ainsi nettement la moyenne à long terme de 0.8%.

### Une nouvelle donne avec la libre circulation des personnes

Plus le temps avance, plus il s'avère que la libre circulation des personnes avec l'UE a changé la donne. L'attrait relatif comme lieu de résidence et de travail fait de la Suisse une destination prisée des personnes désireuses de travailler. Les chiffres de l'immigration tels que recensés en 2010 et 2011 devraient être la norme. Comme près de la moitié des nouveaux arrivants est en âge de fonder une famille (entre 20 et 35 ans), l'excédent des naissances grimpe aussi légèrement. L'immigration demeurera donc ces prochaines années le facteur déterminant de l'évo-

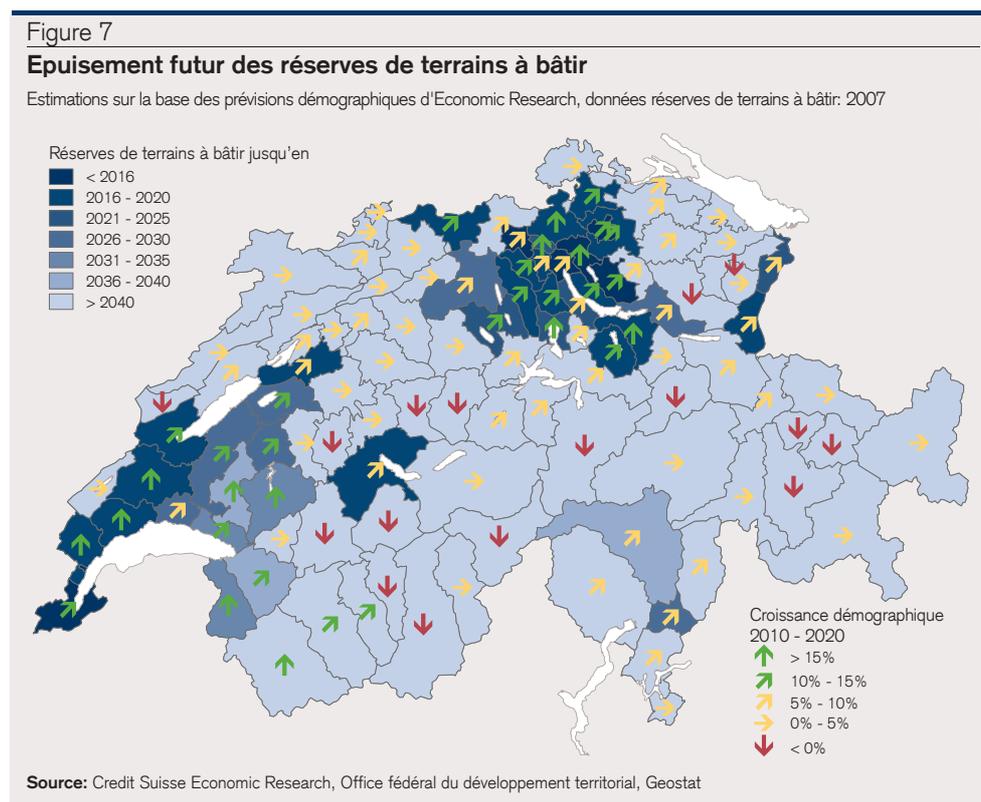
1 Pour des chiffres détaillés sur l'âge et le statut professionnel des immigrants, voir Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2009, Faits et tendances, p. 10 et suiv.

lution démographique et donc de la demande sur le marché immobilier. Il ne pointe actuellement à l'horizon aucune évolution économique, politique ou sociale qui changerait fondamentalement cette situation.

### Evolution de la demande à long terme

#### Des besoins futurs en surfaces d'habitation très inégaux au plan régional

Afin de savoir quelles pourraient être les incidences des nouvelles conditions cadres sur la demande en logements, nous avons procédé à une modélisation jusqu'en 2040. D'ici 2020, la population devrait s'accroître selon le scénario de base de 650'000 personnes, ce qui correspond à une croissance démographique de 0.8% par an. Toutefois, cette progression se répartira inégalement sur le territoire helvétique. La dynamique la plus forte se recensera dans la région lémanique et dans certaines parties des cantons du Valais et de Fribourg, tout comme dans l'agglomération de Zurich (figure 7). Ainsi, la population des régions de Morges/Rolle, Nyon, du Gros-de-Vaud, du Glattal et de l'Unterland zurichois progressera de 18 à 20% au total. Dans certaines régions périphériques comme l'Hinterland glaronnais (-10%), la vallée de Conches (-6%), Davos (-5%) et Schanfigg (-5%), il faut en revanche s'attendre à un recul sensible de la population, attribuable au manque d'attrait de ces régions périphériques pour les jeunes adultes et les immigrants. Les communes touristiques sont des sites attractifs pour les salariés du tourisme ou les retraités, mais la demande pour une telle main-d'œuvre et la migration intérieure des retraités ne peuvent compenser l'exode des autochtones dans les régions concernées.



#### Trop peu de réserves de terrains à bâtir autour de Zurich et de Genève

Chaque région ne parvient pas à satisfaire au même titre la demande supplémentaire en espace habitable. Alors que les régions rurales et périphériques disposent de fortes réserves de terrains à bâtir, ces derniers se font rares dans les centres et les régions voisines bien desservies. Afin d'évaluer la capacité d'absorption de la demande supplémentaire, nous avons estimé, dans l'hypothèse simplificatrice d'un besoin constant en surface habitable par personne et d'une densité de construction identique, combien de temps les réserves de terrains à bâtir actuelles seront suffisantes, en l'absence de changements d'affectations supplémentaires. C'est dans les grandes régions de Zurich et du lac Léman que les terrains à bâtir disponibles devraient s'épuiser le plus vite, à une vitesse étonnamment rapide en partie. Faute de changements d'affecta-

tions ou de densification des constructions, les terrains à bâtir définis dans les régions Zurich-Ville, Glattal, Oberland Ouest zurichois, Winterthur-Ville, Baden et Genève seraient épuisés dès 2015. Compte tenu de la baisse continue de la taille moyenne des ménages et de la demande accrue en surface habitable par personne, les réserves devraient s'amenuiser encore plus vite. En revanche, les réserves de terrains à bâtir dans 68 des 110 régions suisses devraient suffire jusqu'en 2040 à couvrir les besoins supplémentaires en logements. Les régions à réserves suffisantes se situent généralement loin des centres de Zurich, Genève et Lausanne et sont relativement mal reliées à ces bassins d'emploi par les transports publics. Elles sont donc seulement le deuxième choix de beaucoup de personnes à la recherche d'un logement. Les zones proches des centres et bien desservies autour de Zurich et le long du lac Léman se verront contraintes de gagner des réserves de terrains à bâtir sur les surfaces agricoles et de détente de proximité, mais aussi de construire de façon plus dense.

---

## Offre

---

### La densification, une solution?

#### Possibilités de densification

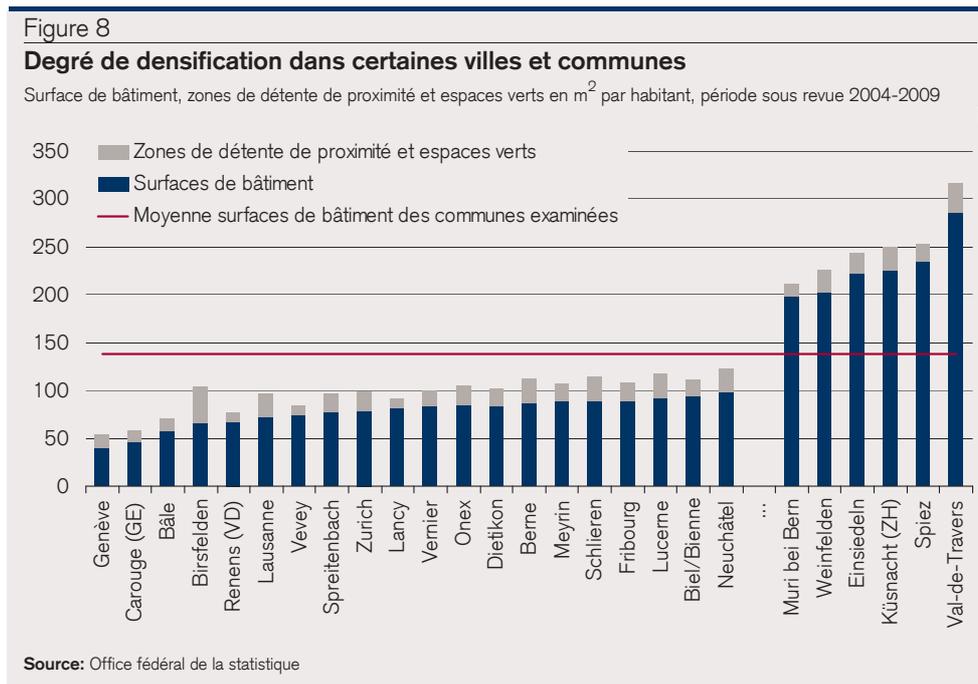
On s'accorde largement à dire que pour préserver le sol disponible en quantité limitée, il faut remédier à la pression urbaine par une densification de la construction. Mais quant au "comment", les avis divergent. Il semble judicieux de remplir les parcelles non construites, d'aménager les greniers ou de reconverter d'anciens locaux industriels. Pour le reste, il ne demeure que deux possibilités: la construction d'étages supplémentaires ou la diminution des distances entre les constructions. Pour garder une qualité de vie si possible intacte, il convient de conserver les zones de détente de proximité et les espaces verts, tout comme les distances entre bâtiments, faute de quoi nous risquerions rapidement de nous sentir à l'étroit. Pour l'essentiel, la seule variante reste donc l'agrandissement à la verticale. Les immeubles ne sont malgré tout pas obligatoires en tout lieu. En ajoutant déjà partout en Suisse un à deux étages, une partie du problème serait déjà résolue. En ville de Zurich par exemple, seule la moitié des logements se situe au deuxième étage et plus, et seulement 14% au quatrième étage et plus. Au lieu de construire à tout va horizontalement, le potentiel vertical devrait donc être mieux exploité. Le grand nombre de surfaces artisanales d'un seul étage montre à quel point cela est peu pratiqué dans les villes suisses, ce qui revient à gaspiller le peu de terrains à bâtir existants. S'il l'on créait à ces endroits des bâtiments de plusieurs étages dans lesquels le rez-de-chaussée resterait à la disposition de l'artisanat, de telles parcelles pourraient être utilisées avec beaucoup plus d'efficacité. Mais la densité des constructions n'est pas la densité vécue. Au final, peu sert de se soucier de la densité des constructions tant que la surface consommée par habitant ne cesse d'augmenter.

#### Une densification plus prononcée en Suisse romande

A l'échelle régionale, la densification est plus ou moins avancée. Comme on pouvait s'y attendre, les grandes villes suisses présentent une densité supérieure aux zones rurales. Ce n'est toutefois pas la ville de Zurich qui est en tête du classement, mais les cantons de Genève et de Bâle-Ville (figure 8). La ville de Genève ne recense pour sa part "que" 40 m<sup>2</sup> de surface de bâtiment par habitant. Outre les surfaces d'habitation, on considère également celles des immeubles de bureaux et des bâtiments publics et agricoles. En revanche, les surfaces industrielles et artisanales d'un seul tenant ne sont pas prises en compte. Fait étonnant, on constate un différentiel ouest-est. Sur les 20 communes de plus de 10'000 habitants affichant la plus forte densité de construction, 11 sont romandes.<sup>2</sup> Ce sont les habitants des communes du Val-de-Travers (285 m<sup>2</sup>), Spiez (235 m<sup>2</sup>) et Küsnacht (ZH) (225 m<sup>2</sup>) qui consomment le plus de surface: un habitant de Spiez ou de Küsnacht (ZH) dispose de plus de cinq fois plus d'espace qu'un Genevois. Le Val-de-Travers constitue un cas à part, car il s'agit de plusieurs petites localités rurales regroupées au sein d'une commune. Birsfelden prouve qu'une construction densifiée ne doit pas forcément aller de pair avec une absence de zones de détente de proximité et d'espaces verts. En terme de surface de bâtiment, Birsfelden présente la 4<sup>e</sup> valeur par habitant la plus basse. Cependant, elle dispose de plus de surfaces de détente et d'espaces verts (38 m<sup>2</sup> par habitant) que beaucoup de communes de construction moins dense.

---

<sup>2</sup> Ne disposant pas encore, ou en partie seulement, de chiffres actuels pour le Tessin et les cantons des Grisons, de Saint-Gall, de Glaris, d'Uri, des deux Appenzell et du Valais, nous ne pouvons établir de déclarations sur les villes de Coire, Saint-Gall, Brigue ou Lugano.



### Trop peu de reconstructions

En pratique, une construction densifiée ne s'impose pas très rapidement, car les nouvelles constructions ne représentent qu'environ 1% du parc de logements. Il convient donc aussi de porter l'accent sur les reconstructions. Des évaluations dans le canton de Zurich ont montré que pour chaque logement démolé, 2.3 nouveaux apparaissent. Le problème réside néanmoins dans le faible nombre de logements démolis: au cours des cinq dernières années, il n'était en Suisse que de 2'700 par an, soit tout juste 8.5% de l'augmentation nette annuelle. Ces chiffres bas s'expliquent par la longue durée de vie des immeubles. Pour le propriétaire immobilier, la démolition ne peut être une alternative que si la construction nouvelle est rentable financièrement. Ces prochaines années également, la densification par la reconstruction ne pourra donc couvrir qu'une petite partie des besoins supplémentaires en logements.

### Activité de construction actuelle

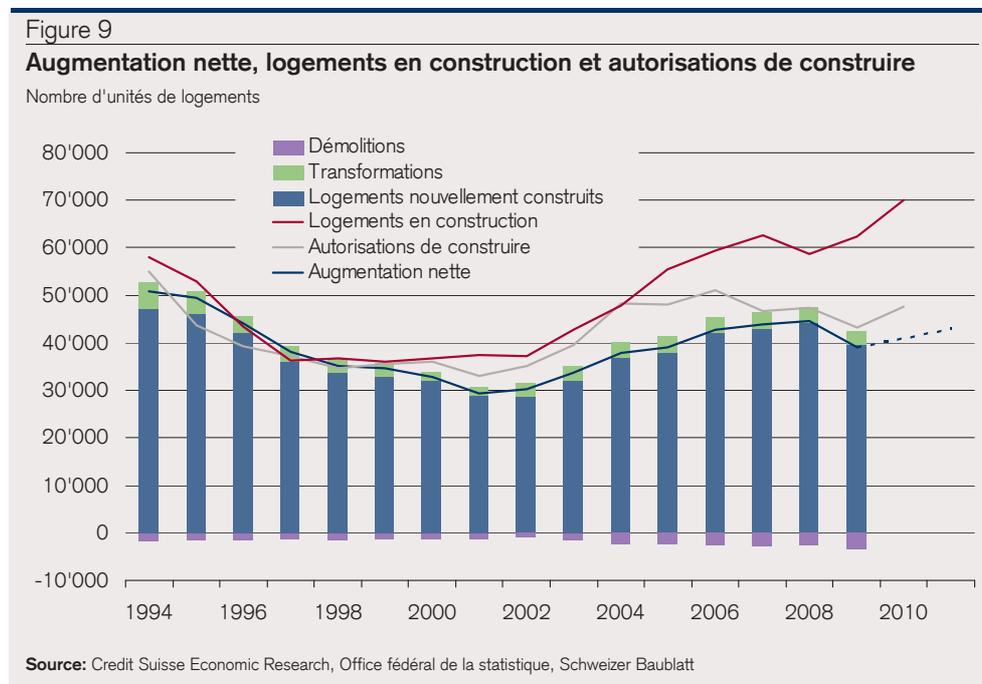
#### Un nombre record de logements en attente d'être achevés

L'année passée, le nombre de logements arrivant sur le marché, estimé à 41'000 unités, a été pour la deuxième fois consécutive inférieur à celui des années précédentes (2006-2008). Il serait faux d'en conclure que l'activité de construction est maussade. Car en même temps, le nombre de logements en construction à la fin du 3<sup>e</sup> trimestre 2010 a grimpé à un niveau record de 70'156 unités. Le temps froid du début d'année dernière ne permet d'expliquer qu'en partie le retard d'achèvement dans la construction. La décorrélation croissante du nombre de logements en construction et de l'augmentation annuelle nette du parc d'habitation (figure 9) devrait plutôt s'expliquer par une durée d'exécution plus longue, qui s'inscrit d'une part dans le cadre du nombre accru de grands projets. Début 2000, seuls 18% des unités de logements dans les immeubles plurifamiliaux concernaient des gros projets de plus de 30 logements; fin 2010, le pourcentage est passé à 43%. D'autre part, les entreprises du bâtiment, en raison des incertitudes liées à la crise, n'ont pas augmenté leurs capacités en 2009 et 2010 et renoncé à des efforts spécifiques visant à terminer plus rapidement le chantier.

#### Reprise de l'activité

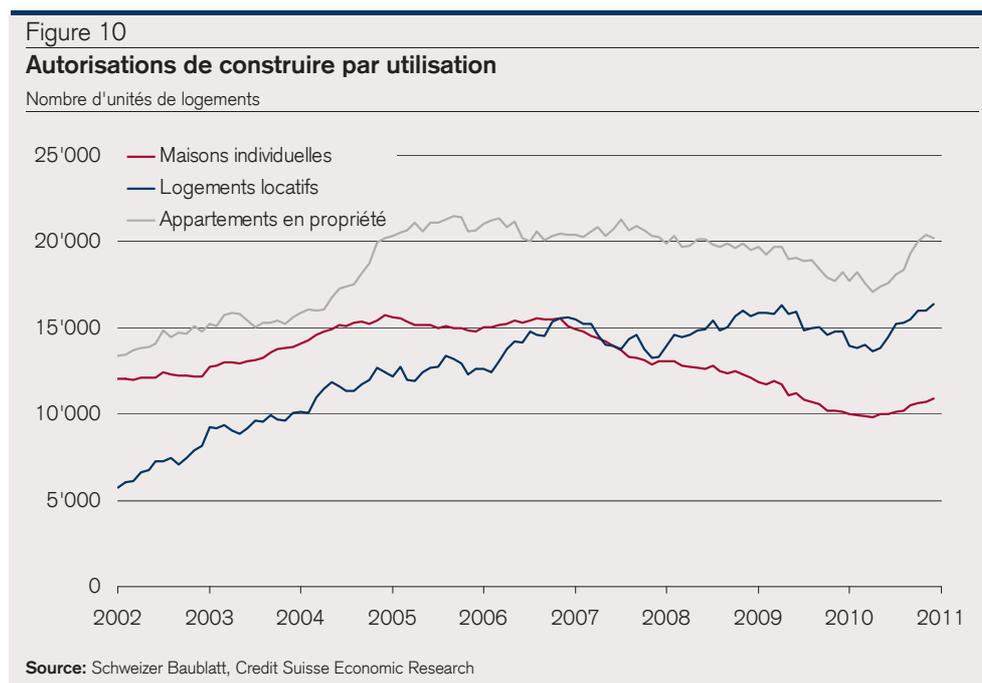
Le marché sera donc confronté à une pluie de constructions nouvelles simultanées. Cette situation ne semble toutefois pas affecter la planification de nouveaux projets de construction. Bien au contraire, après trois ans de baisse des autorisations de construire, l'activité de planification semble reprendre actuellement. La somme glissante sur 12 mois des logements engendrant une autorisation de construire était de 47'528 unités fin 2010, soit un plus de 10% en comparaison annuelle. Le nombre de demandes de permis de construire en 2010 a également nettement augmenté (+9.5%). La maîtrise rapide de la crise, le plafonnement de l'immigration à haut niveau et la forte pression en matière de placement de fonds institutionnels ont contribué à res-

taurer la confiance des investisseurs immobiliers. Pour 2011, nous tablons sur une augmentation nette de 43'000 unités de logements, soit une hausse de 5% en comparaison annuelle (figure 9). Nous pensons que le bâtiment ne ralentira le rythme que lorsque l'écoulement des nouveaux logements ne sera plus assuré. Jusqu'à nouvel ordre, on peut donc s'attendre à une forte activité de construction de logements.



**Le come-back de la construction de logements en propriété**

Les logements en location et en propriété sont responsables au même titre de l'augmentation du nombre de projets de construction. Dans ces deux segments, le nombre d'unités de logements autorisées a grimpé de près de 11% en comparaison annuelle (figure 10). Actuellement les logements en propriété représentent à nouveau 42% des unités projetées. La part des logements locatifs se monte à 35%.



**Une activité de construction de plus en plus hors des centres**

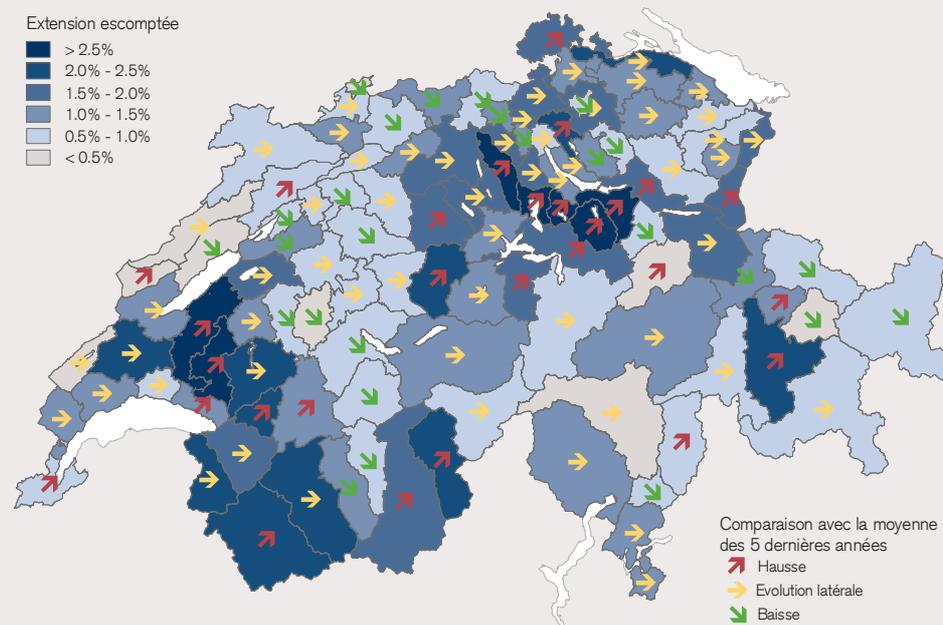
Ces taux de croissance ont toutefois différentes origines. Comme dans les années précédentes, le segment de la location peut profiter de l'attrait accru des centres et de l'immigration persistante. Pour les logements en propriété, l'évolution de ces 12 derniers mois représente encore plus nettement un revirement de tendance, puisque le nombre de projets autorisés était en recul depuis la mi-2007. En raison de l'amélioration du contexte économique et surtout de la phase prolongée d'intérêts bas, cette évolution a pu être stoppée. Voilà qui devrait aussi expliquer la fin du recul des maisons individuelles. Avec 7.5%, la hausse a malgré tout été plus faible. Elles représentent encore actuellement 23% des logements autorisés, alors qu'elles approchaient les 40% en 2002. Aux emplacements bien desservis, les prix élevés des terrains entraînent en effet une forte concentration sur les appartements en propriété. Bien souvent, le niveau de prix fait que l'on renonce à la construction de logements locatifs au profit de logements en propriété.

Comme dans les années précédentes, les projets de construction en phase de planification se polarisent dans les grandes agglomérations de Zurich et du lac Léman (figure 11). Mais par rapport aux années précédentes, on constate des changements dans ces grandes régions. L'activité de construction ne se concentre en effet plus dans les centres et leurs régions limitrophes, mais principalement, à l'exception du Glattal, plus loin des centres. Dès 2010, ce sont les communes rurales de navetteurs et les communes périurbaines qui affichaient le plus fort pourcentage de logements arrivant sur le marché. La prolifération urbaine se poursuit donc et au vu des projets de construction, elle devrait encore s'accroître. L'aménagement du territoire ne peut contrecarrer la pression économique.

Figure 11

**Extension escomptée en 2011 par région**

Extension attendue en %; comparaison à la moyenne des 5 dernières années



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

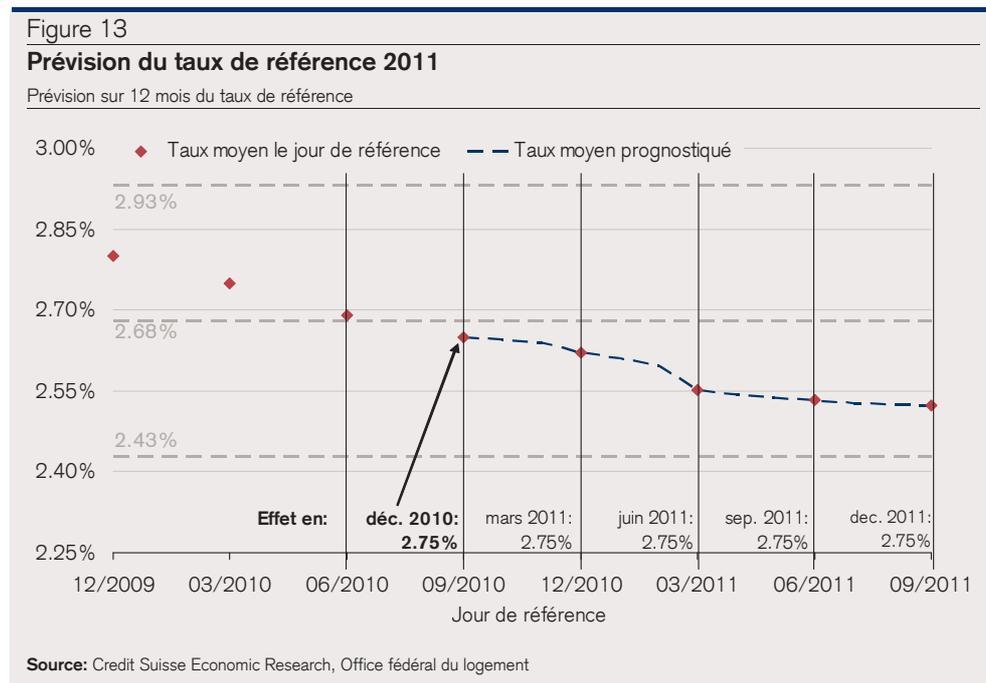


**Un emploi plus long que prévu**

A la création du taux de référence, les critiques que susciteraient les règles d'arrondi choisies ont manifestement été sous-estimées. Le taux de référence n'avait en effet été conçu qu'à titre transitoire jusqu'à l'introduction du loyer indexé. Celui-ci ayant été définitivement abandonné en 2010, la solution actuelle sera encore longtemps employée. Mais l'histoire n'est pas terminée, car le mode de calcul est non seulement difficilement compréhensible mais favorise aussi, selon le montant du taux moyen, les propriétaires ou les locataires. Si le niveau d'intérêts est inférieur à 3.50%, les propriétaires bénéficient en moyenne de 18 points de base. Pour des valeurs supérieures à 3.50%, en revanche, les locataires sont favorisés en moyenne de 5 points de base par rapport aux arrondis mathématiques normaux. Selon des articles de presse parus fin 2010, les règles actuellement valables devraient encore être repensées. Il sera impératif d'appliquer à l'avenir des règles d'arrondi mathématiquement correctes.

**Un taux de référence inchangé en 2011**

Selon nos modèles de calculs, le niveau progressivement croissant des intérêts attendu pour 2011 ne mènera pas à un taux de référence plus élevé. Au contraire, le taux moyen devrait encore baisser, parce que les nouvelles hypothèques intégrées dans le portefeuille disposent en majeure partie d'un taux plus bas que celles qu'elles remplacent. Ainsi, des hypothèques fix sur 5 ans ont été conclues courant 2006 pour des taux situés entre 3% et 3.75%. Les premières de ces hypothèques arrivant à échéance en 2011 ont pu, dans la mesure où une hypothèque fix à 5 ans avait été contractée, être renouvelées pour un peu plus de 2%. Et fin 2011, leur valeur ne devrait guère se situer très au-dessus de 3%. Il est vrai que les contrats sont conclus aujourd'hui pour des durées de plus en plus longues. Mais cela ne suffira pas à empêcher un nouveau repli du taux moyen (figure 13). Etant donné les règles d'arrondi actuellement valables, le recul ne devrait pas suffire, selon nos calculs, pour obtenir une baisse du taux de référence à 2.5%. Mais si les règles d'arrondi devaient être modifiées dans le courant de 2011, on pourrait s'attendre à un recul à 2.5%.



**Pas d'augmentation avant 2013**

Pour illustrer l'inertie de l'évolution du taux de référence, nous avons tenté de déterminer, sur la base de notre modèle de taux de référence, la manière dont celui-ci évoluerait si la Banque nationale suisse (BNS) augmentait progressivement, chaque trimestre, les taux directeurs de 25 points de base à partir de juin 2011. Dans ce scénario plutôt dynamique en matière d'intérêts, il ne faudrait pas s'attendre à une hausse du taux de référence avant fin 2012, ce qui signifie pour les propriétaires qu'ils ne pourraient pas répercuter les augmentations des taux d'intérêt sur leurs locataires avant début 2013. Alors que les propriétaires ont pu, dans un contexte d'intérêts en baisse, profiter longtemps de l'inertie du taux de référence, cette tendance est progressivement en train de se retourner.

## Résultat du marché

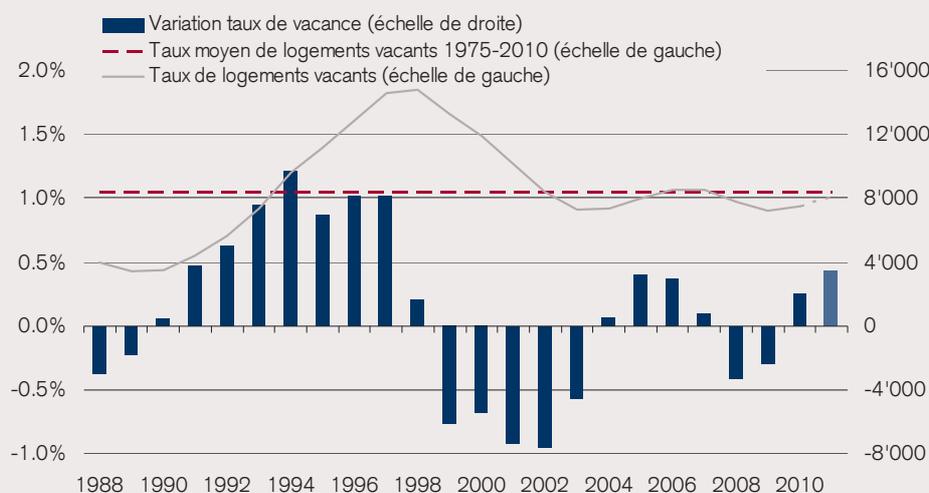
### Les logements vacants continuent d'augmenter

Durant 2010, un changement de cap s'est profilé sur le marché suisse du logement. La demande n'a pas été assez dynamique pour engendrer une nouvelle baisse des logements inoccupés. Après un deuxième recul, le nombre des logements vacants a donc remonté de 1'952 unités en 2010 (figure 14), faisant ainsi légèrement progresser le taux d'inoccupation de 0.90% à 0.94%. En 2011, le nombre accru de logements arrivant sur le marché par rapport à 2010 se conjuguera à une demande à peu près constante. Durant l'année en cours, on devrait donc recenser 3'000 logements vacants en plus, le taux de vacance frôlant ainsi le seuil des 1%. Cette évolution n'est pas encore inquiétante. Au milieu des années 1990, les surfaces vacantes ont grimpé de plus du double durant de longues années. Par ailleurs, la hausse prévue ne devrait pas suffire à faire passer le taux de logements vacants au-dessus de 1.05% (moyenne des 35 dernières années). Cette augmentation se fera avant tout sentir sur le segment des logements en location et devrait principalement se concentrer dans les agglomérations. Dans celles-ci, on recense ces dernières années davantage de projets d'envergure qui ont été très bien absorbés par le marché du fait de la pénurie de logements dans nombre de centres. Même si beaucoup d'immigrants quittent le centre pour l'agglomération, ils choisissent généralement d'acheter. Dans les centres, marqués par un manque d'espace d'habitation, la situation ne va se détendre que lentement. Dans le segment de la propriété, il ne faut guère attendre une augmentation des surfaces vacantes, car les conditions cadres pour l'acquisition d'un logement en propriété ne se dégraderont que faiblement en 2011.

Figure 14

### Evolution du taux de vacance

En valeurs absolues et sous forme de taux de logements vacants en % du parc de logements, 2011: prévision



Source: Credit Suisse Economic Research, Office fédéral de la statistique

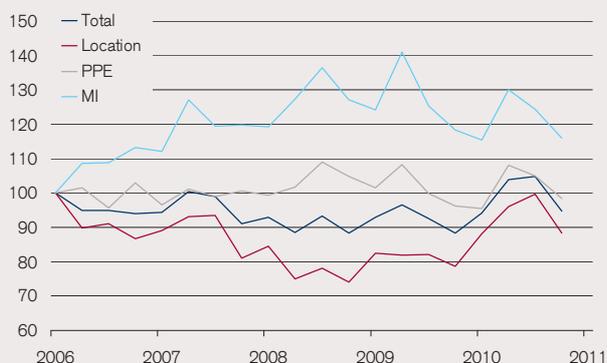
### Le nombre d'annonces n'augmente pratiquement que pour les logements locatifs

Les chiffres de l'offre recensés trimestriellement confirment le changement de cap. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2010, on trouvait 71'200 annonces de logements à louer et 44'600 d'appartements et maisons en vente sur les différentes plates-formes, soit une augmentation totale de 7.2% par rapport au niveau plancher de fin 2009 (figure 15). Grâce à une demande accrue de logements liée à la forte immigration en fin d'année 2010, la hausse de l'offre est restée limitée sur un an. Elle est presque exclusivement imputable au segment des appartements en location, avec une progression de près de 8'000 (+12.3%). Pour 2011, nous tablons sur une nouvelle hausse des logements en location proposés, tandis que l'offre en appartements en propriété par étage (PPE) et maisons individuelles (MI) ne devrait pas beaucoup changer.

Figure 15

**Offre de logements publiée**

Indexé, 1<sup>er</sup> trimestre 2006 = 100



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Figure 16

**Durée d'insertion**

Nombre de jours durant lesquels un logement est proposé en ligne



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

**La durée d'insertion des logements en location augmente**

Bien que la durée d'insertion moyenne des logements en location ait quitté le niveau plancher de 20 jours atteint fin 2008, la valeur actuelle de 25 jours signale des opportunités intactes de remise en location (figure 16). Si l'offre s'accroît comme prévu, il faut s'attendre à une croissance persistante de la durée d'insertion durant les prochains trimestres. La durée de publication des appartements en propriété et maisons individuelles, généralement plus longue et plus volatile, se maintient proche de la valeur moyenne de ces dernières années et ne présente aucune tendance évidente.

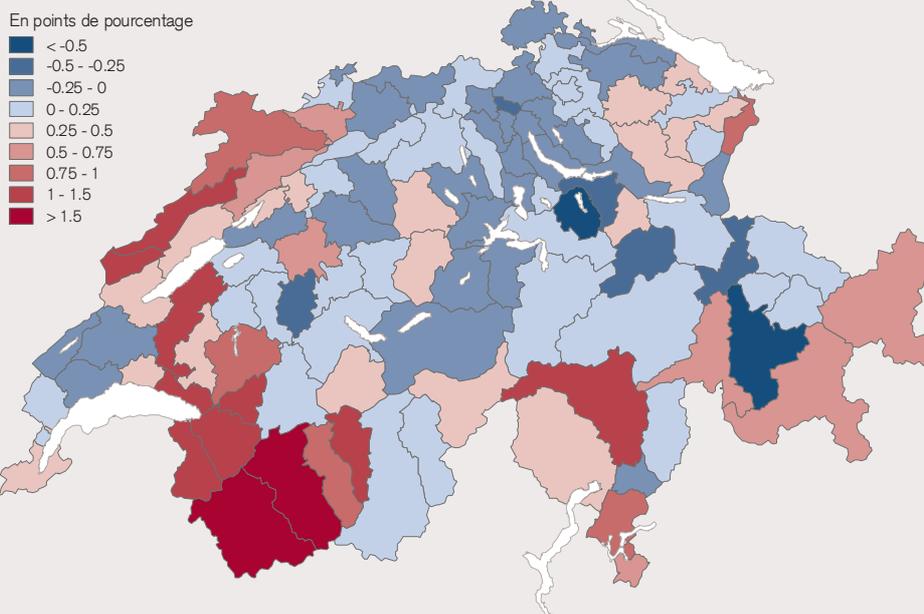
**Le taux de l'offre s'accroît surtout en Suisse romande**

On constate que c'est avant tout en Suisse romande qu'un nombre nettement supérieur de logements à louer a été publié. Dans certaines parties des cantons de Vaud, du Valais et de Neuchâtel, les offres ont progressé de plus d'un point de pourcentage en un an, surtout dans les régions de Vevey/Lavaux, Aigle, La Broye, Pays d'Enhaut et dans le Bas-Valais (figure 17).

Figure 17

**Evolution du taux de l'offre**

Variation de la part d'unités de logements proposées dans le parc de logements entre le 4<sup>e</sup> trimestre 2009 et le 4<sup>e</sup> trimestre 2010



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research, Geostat

En l'espace d'un an, la région de Martigny est ainsi passée de 2.7% à 4.5%. Toutes ces régions ont pour point commun d'avoir fortement profité ces dernières années de la pénurie de logement sévissant entre Genève et Lausanne. Actuellement, la baisse de la demande se fait avant tout sentir dans les régions plus éloignées de Genève. Dans les régions du canton de Neuchâtel, la dégradation de la situation est surtout imputable au dernier fléchissement conjoncturel dans l'industrie horlogère. En Suisse alémanique, aucune augmentation, ou faible seulement, du taux de l'offre n'est à constater.

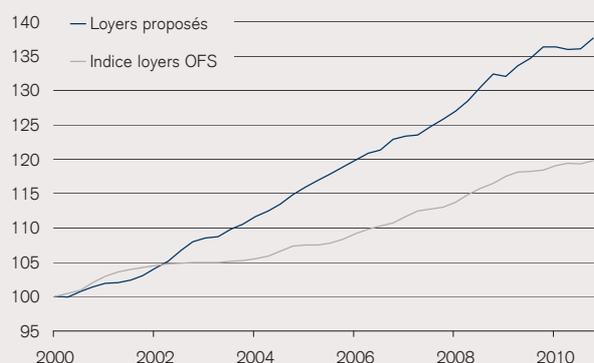
### Pas de hausses de loyers en 2011

Le léger tassement du contexte de marché s'est répercuté sur les loyers proposés (immeubles anciens et nouveaux). Leur progression affichée durant de longues années s'est enrayée en 2010 (figure 18). Comme nous tablons pour 2011 sur un nouvel éloignement de la demande et de l'offre sur le marché du logement locatif, la pression sur les loyers va s'accroître et parfois déboucher sur un recul des loyers proposés. L'évolution des loyers des appartements existants sera similaire – mais pour d'autres raisons. L'intérêt hypothécaire de référence applicable pour les loyers d'appartements existants est passé de 3% à 2.75% en décembre 2010. Même si le taux d'intérêt moyen des hypothèques en cours poursuivait encore sa chute libre, on ne peut guère escompter de nouvelle baisse du taux d'intérêt de référence (voir à ce sujet: complément taux d'intérêt de référence, p. 14s). La diminution communiquée en décembre ne se fera toutefois sentir qu'à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2011 au travers de baisses de loyers. Compte tenu des adaptations de loyers lors des changements de locataires, l'évolution des loyers des logements existants devrait être latérale en 2011, voire légèrement positive.

Figure 18

#### Evolution des prix des logements locatifs

Indexés, 1<sup>er</sup> trimestre 2000 = 100

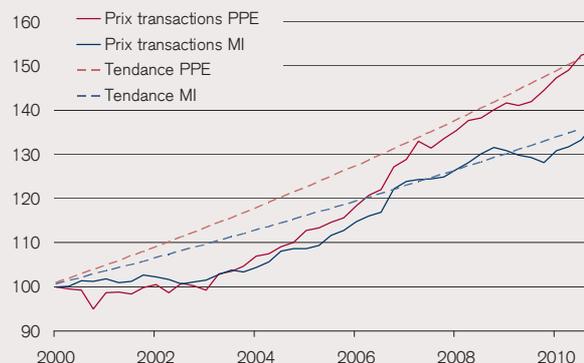


Source: Wüest & Partner, Office fédéral de la statistique

Figure 19

#### Evolution des prix de la propriété du logement

Prix des transactions, indexés, 1<sup>er</sup> trimestre 2000 = 100



Source: Wüest & Partner

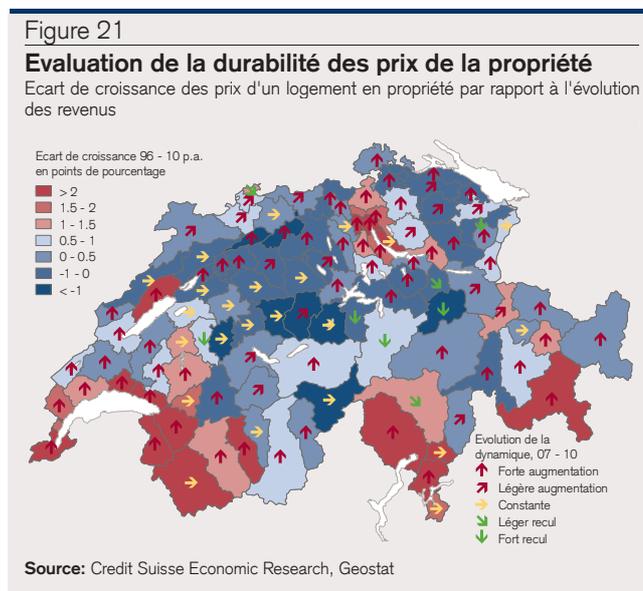
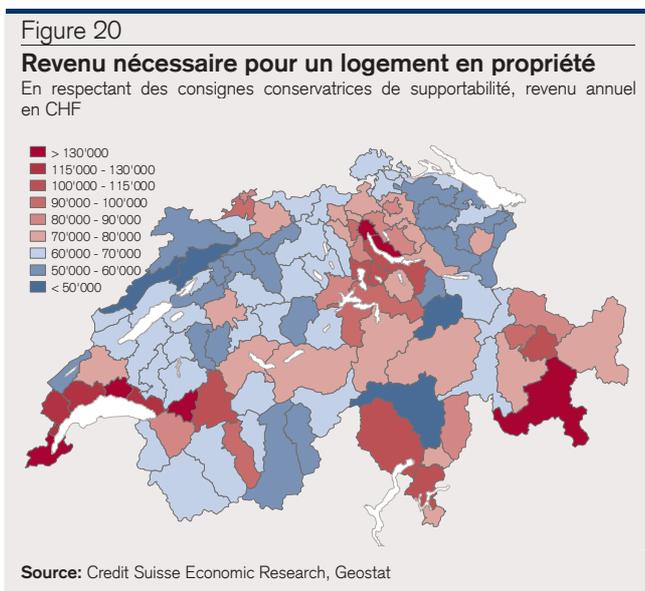
### Une nouvelle hausse des logements en propriété prévue pour 2011

Contrairement aux loyers, les prix de la propriété du logement ont de nouveau fortement augmenté en 2010 (figure 19). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, les prix des transactions d'appartements en propriété ont grimpé de 6.1% au 4<sup>e</sup> trimestre 2010, ceux des maisons individuelles de 6.7%. La croissance moyenne depuis 2000, de 4.4% pour les appartements en propriété et de 3.2% pour les maisons individuelles, est donc ainsi largement dépassée. Nous comptons en 2011 sur une nouvelle hausse substantielle des prix de la propriété, qui ne devrait toutefois pas atteindre les valeurs des années précédentes. Le niveau des intérêts hypothécaires qui recommence lentement à progresser atténuera la hausse. Mais le segment des appartements en propriété devrait encore profiter des retombées de l'immigration: les personnes arrivées il y a deux à trois ans devraient, dans la mesure où leurs revenus et leur situation patrimoniale le permet, davantage souhaiter accéder à la propriété.

### Une augmentation durable des prix?

Dans certaines régions, les prix ne sont plus abordables pour de nombreux ménages. Dans 421 communes sur 2'551 au total, un revenu de plus de 100'000 CHF est actuellement nécessaire pour pouvoir acheter un appartement neuf de 4.5 pièces, en suivant les consignes conservatri-

ces de supportabilité.<sup>3</sup> Autour du lac Léman, il faut plus de 115'000 CHF (figure 20) et il en va de même pour la ville de Zurich et la région du Pfannenstiel. Dans certaines communes touristiques, le revenu nécessaire est encore supérieur. La phase de hausse des prix de l'immobilier depuis 11 ans déjà risque d'échapper à tout contrôle en de nombreux endroits. Dans la tête des vendeurs et des acheteurs, une hausse de prix par rapport à l'année précédente est considérée comme normale, indépendamment de la valeur de l'immeuble en question. La question de la durabilité de cette évolution se pose donc de plus en plus.



### Décorrélation des prix de l'immobilier par rapport à l'évolution des salaires

Pour juger de la durabilité, on recourt avant tout à une comparaison de l'évolution des prix de l'immobilier et des salaires. Ce concept, largement étayé dans la recherche, indique qu'à longue échéance, les prix immobiliers ne doivent pas augmenter davantage que les revenus des ménages. A court terme, des écarts sont possibles, mais ceux-ci doivent être corrigés tôt ou tard. Pour une grande partie des régions suisses, cet indicateur peut signaler la fin de l'alerte. Dans 75 des 106 régions, les prix de l'immobilier ont augmenté moins fortement, ou à peine plus, que les revenus, ce qui s'illustre dans la figure 21 par un écart de croissance négatif ou faiblement positif seulement. Il en va un peu différemment au bord du lac Léman, autour de Zurich, au Tessin et dans certains sites touristiques. Entre Genève et Sion, on recense presque partout des déséquilibres. Dans le canton de Genève, la croissance annuelle des prix des logements en propriété entre 1996 et 2010 a ainsi été de 6.7%, tandis que celle des revenus était de 1.3%, soit un écart de croissance de 5.4 points de pourcentage par an. Mais dans les régions de Lausanne, Vevey/Lavaux, Aigle et Martigny également, on trouve des différences de plus de 2.5 points. Fait alarmant, la dynamique a même tendance à encore s'accroître autour du lac Léman sur ces trois dernières années.

Des déséquilibres sont également observables dans l'agglomération de Zurich. Mais même en ville de Zurich (+2.2 points) et dans la région du Pfannenstiel (+2.2 points), ils progressent moins fortement que dans la zone du lac Léman. De plus, le problème n'est pas généralisé dans l'agglomération de Zurich. Au Tessin, les déséquilibres se concentrent principalement dans les centres et les régions touristiques. A l'exception de la région de Lugano, cela n'est pas imputable, comme pour la région de Neuchâtel, aux trop fortes hausses de prix mais plutôt à une progression des revenus estimés inférieure à la moyenne ces dernières années. Dans les régions touristiques telles que la Haute-Engadine, l'évolution des prix immobiliers s'explique aussi par la forte demande de résidences secondaires. On peut donc uniquement en conclure que la situation n'est pas durable pour les autochtones. L'évolution des prix dans ces régions dépendra toutefois au premier chef de leur attrait futur en tant que site touristique.

<sup>3</sup> Même en présence d'un taux d'intérêt hypothécaire de 5% et de frais d'entretien de 1%, la capacité à supporter la charge doit être assurée (taux d'endettement pris pour base: 80%).

## Caractéristiques des bulles immobilières

A partir des enseignements tirés des précédentes bulles immobilières, il est possible de déterminer différents facteurs considérés comme des signaux caractéristiques d'une possible bulle des prix. Plus le nombre de critères remplis est élevé, plus le risque de bulle est grand (figure 22). Pour l'heure, nous considérons deux facteurs comme donnés: une liquidité excessive, conséquence du bas niveau des intérêts hypothécaires, et une hausse des prix ininterrompue pendant plusieurs années. Les autres critères, soit une propension démesurée au risque, des primes de risque trop basses, un grand nombre de transactions immobilières spéculatives et une activité de construction exagérée ne sont en revanche pas satisfaits, ou pas encore. La croissance des volumes hypothécaires est d'une part d'origine structurelle et trop peu marquée pour être considérée comme un signal. La situation est moins claire pour ce qui est de l'examen de crédit lors de l'octroi de crédits hypothécaires. Il existe certes une évidence anecdotique indiquant que toutes les banques n'examinent pas leurs crédits avec le même sérieux. Mais faute de quantification, nous ne pouvons rien affirmer pour ce facteur.

## Des surévaluations au bord du lac Léman et dans l'agglomération de Zurich

Globalement, on peut conclure que dans les trois quarts des régions suisses, il n'existe pas de surévaluations. Mais même dans ces régions, des baisses de prix induites par une dégradation de la situation du marché ne peuvent être exclues à l'avenir. Des corrections liées à des surévaluations fondamentales ne sont cependant pas à craindre. En revanche, pour une grande partie des régions bordant le lac Léman, pour certaines régions touristiques et en partie dans l'agglomération de Zurich, on ne peut plus parler d'évolution durable des prix. Mais ici encore, on ne trouve que certaines caractéristiques d'une bulle des prix immobiliers. Il convient en particulier de noter qu'il n'existe aucun signe de transactions spéculatives excessives. Si l'évolution se poursuit comme ces dernières années, on ne peut écarter le risque de formation de véritable bulle immobilière dans ces régions.

Figure 22

### Caractéristiques d'une bulle immobilière

✓ Condition remplie    ~ Trop peu marqué    ✗ Condition non remplie    - Pas d'énoncé possible

#### CH

- Liquidité excessive
- Propension démesurée au risque et primes de risque trop basses
- Phase prolongée de prix immobiliers en hausse
- Décorrélaité des prix de l'immobilier par rapport à l'évolution des salaires
- Grand nombre de transactions immobilières spéculatives
- Croissance élevée/démesurée des volumes hypothécaires en raison de la pression sur les marges dans les établissements de crédit hypothécaire
- Examen de crédit insuffisant lors de l'octroi de crédits hypothécaires (en raison de fausses incitations)
- Activité de construction exagérée et excédent de l'offre

Source: Credit Suisse Economic Research

### Perspectives 2011 pour le marché du logement

L'immigration demeure le principal moteur de la demande de surfaces d'habitation en 2011. La libre circulation des personnes avec l'UE a créé une nouvelle donne. Même après un recul de la vague migratoire, l'immigration devrait se maintenir à un niveau près de moitié supérieur à celui des dernières décennies. Elle constituera donc un pilier solide pour la demande de logements durant de longues années. En 2011, la croissance démographique devrait se monter à 1% environ. L'évolution des revenus ne devrait guère générer d'impulsions, car les augmentations modérées des salaires nominaux sont en grande partie compensées par les prélèvements supérieurs, et le marché du travail n'a pas encore retrouvé toutes ses forces. La propriété du logement devrait encore profiter de taux bas durant une bonne partie de l'année. L'offre immobilière résidentielle va s'accroître en 2011. Nous tablons sur une augmentation nette plus élevée de 2'000 unités par rapport à 2010, car l'excédent des logements en construction peut être légèrement réduit. L'activité de construction se concentre principalement dans les logements en propriété, mais la production de locatifs reste également à haut niveau. Nous prévoyons que les logements arrivant sur le marché ne pourront être totalement absorbés par le marché, ce qui se répercutera par une légère hausse continue des surfaces inoccupées qui touchera au premier chef le segment du logement locatif en dehors des centres. Il faut donc s'attendre à un recul des loyers proposés. Les loyers des appartements existants auront en revanche tendance à connaître une évolution latérale, voire légèrement positive. Les prix de la propriété du logement continueront pour leur part à croître fortement, mais moins que l'année dernière. Les niveaux de prix atteints dans la région lémanique, dans certaines régions touristiques et partiellement dans la grande région de Zurich ne sont plus durables, car l'écart entre croissance des prix et progression des salaires s'y creuse encore. Nous ne voyons pas pour 2011 d'élément déclencheur susceptible de corriger les surchauffes régionales ou locales. Tôt ou tard, il faut néanmoins s'attendre à des corrections qui ramèneront les prix à un niveau durable.

#### Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<i>Démographie:</i> en 2011, la croissance démographique, de tout juste 1%, sera au même niveau que celle de 2010 et se situera ainsi en dessus de la moyenne de ces dernières années. L'immigration reste le facteur dominant de la demande supplémentaire.	↘	→
<i>Evolution des revenus:</i> l'évolution des revenus ne devrait guère générer d'impulsions en 2011. Sous l'effet de la meilleure conjoncture économique, on devrait observer à partir de 2012 seulement de nouveaux signaux positifs pour la demande.	→	→
<i>Intérêts:</i> la Banque nationale ne peut poursuivre éternellement sa politique d'intérêts bas si elle ne veut pas créer de déséquilibres. Nous tablons donc sur des intérêts en hausse au second semestre. Dès 2010, les taux à moyen et long termes ont quitté leur niveau plancher et devraient également progresser en cours d'année.	→	↗
<b>Offre</b>		
<i>Activité de construction:</i> pour 2011, nous nous attendons, avec 43'000 unités de logements, à une augmentation nette supérieure à celle de 2010. Dans le même temps, les projets de construction en planification progressent à nouveau. Dans les prochaines années, il faut donc escompter un afflux durable de nouveaux logements, et en particulier d'appartements en propriété.	↘	↗
<i>Prix de la construction:</i> les entreprises de construction suisses ont augmenté modérément leurs prix en un an (0.45%). Depuis deux ans, les prix sont donc stables mais ils devraient grimper en 2011 compte tenu de la forte activité et de la confiance retrouvée des entrepreneurs.	→	↗
<b>Résultat de marché</b>		
<i>Surfaces vacantes:</i> il faut escompter une poursuite de l'augmentation des logements inoccupés, qui concerne presque exclusivement le segment des logements locatifs. Les taux de vacance frôleront le seuil des 1%, mais devraient rester sous la moyenne historique de 1.05%.	↗	↗
<i>Prix:</i> à la différence du segment des locatifs, il faut tabler sur des hausses de prix en 2011 dans la propriété du logement, en particulier les appartements. La progression sera toutefois inférieure à celle de l'année dernière. Dans certaines régions, le niveau de prix n'est plus durable. Faute d'éléments déclencheurs, la surchauffe ne devrait pas se corriger mais plutôt s'accroître en 2011.	↗ (propriété) → (location)	↗ (propriété) → (location)
<i>Performance:</i> la marge de manœuvre pour les revenus locatifs est limitée compte tenu de la hausse des surfaces vacantes et de la forte concurrence de la propriété. En dépit d'une pression sur les placements légèrement inférieure, les immeubles d'habitation devraient encore se caractériser par des plus-values positives. Les rendements des placements devraient globalement connaître une évolution latérale à légèrement inférieure.	→	→

Source: Credit Suisse Economic Research

## Les Serviced Apartments, forme d'hébergement en pleine expansion

### Serviced Apartments – le logement temporaire paré d'un nouvel attrait

Une forme d'hébergement existant en fait depuis longtemps mais encore récente en Suisse a fait parler d'elle ces dernières années. Il s'agit ici des Serviced Apartments, ou Boarding Houses, c'est-à-dire des appartements meublés, bien équipés, à louer pour une durée moyenne ou prolongée, avec un volume variable de services. L'espace proposé dans ces appartements est limité. Une zone de couchage et de séjour, une cuisine ou kitchenette ainsi qu'un cabinet de toilette y sont généralement présents, tout comme un coin bureau. Selon la taille et le luxe de ces appartements, les différents éléments peuvent être concentrés au sein d'un studio ou répartis dans un appartement de plusieurs pièces. Une durée de séjour allant jusqu'à 30 jours est généralement exigée et les courts séjours de quelques jours y sont rarement possibles. Les tarifs sont variables; mais plus le séjour est long, plus le prix baisse.

### De fortes différences dans l'offre de services en fonction des prestataires

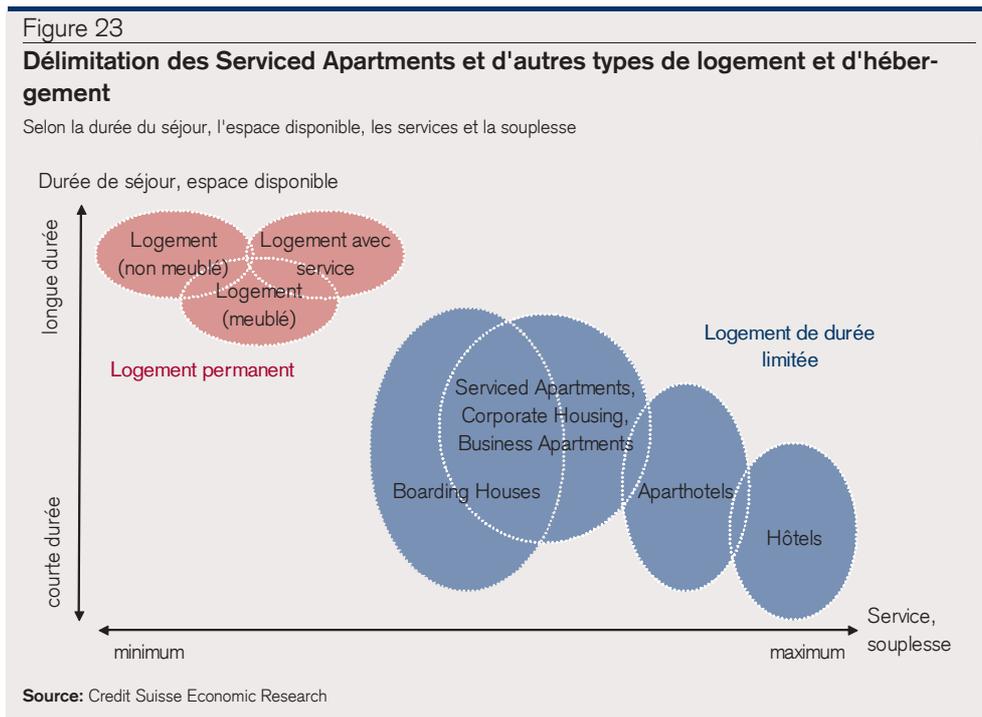
Le choix de services offerts varie considérablement en fonction des prestataires, non seulement du point de vue de la diversité et de la qualité des prestations, mais aussi des services inclus dans le prix. Ainsi, tandis que chez certains prestataires, le ménage du logement plusieurs fois par semaine est compris, beaucoup ne le réalisent qu'une fois par semaine et d'autres encore toutes les deux semaines seulement. La prestation de base englobe généralement les services correspondant aux besoins de base d'un séjour prolongé. Il s'agit par exemple de possibilités d'autres prestations, de services de conciergerie, de ménage régulier, de remplacement du linge (salle de bain, cuisine et lit), de la télévision par câble, de la connexion Internet gratuite, et souvent aussi d'un nettoyage de fin de séjour et d'une ligne téléphonique. Entre autres exemples de services complémentaires pouvant être réservés contre un supplément, on trouve un service de buanderie, des places de stationnement ou de parking souterrain à louer, des services de télécommunication ou des offres de fitness. A la différence de l'hôtellerie classique, les Serviced Apartments n'ont pas de réception à personnel permanent ni de possibilités de restauration dans l'immeuble. Compte tenu de l'éventail assez large de services, de la présence non impérative à la réception et de l'orientation sur les séjours de moyenne et longue durée, les Serviced Apartments ne relèvent ni de la parahôtellerie ni de l'hôtellerie classique. Ils constituent une forme mixte, un mode d'hébergement hybride, car ils incluent des caractéristiques des deux catégories.

### Les Serviced Apartments se positionnent entre le logement de durée limitée et le logement permanent

La figure 23 montre la façon dont les Serviced Apartments<sup>4</sup> se différencient d'autres formes d'hébergement et du logement de durée illimitée à l'aide de plusieurs critères.<sup>5</sup> Comparés aux formes de logement permanent, les Serviced Apartments se démarquent avant tout par le niveau de service accru, par la flexibilité supérieure induite par des délais de préavis plus souples, et par la durée de séjour limitée. Vis-à-vis des hébergements provisoires, la limite est plus floue et les frontières sont souvent fluctuantes. Il est en effet possible d'habiter à l'hôtel pendant plusieurs mois ou semaines, mais les hôtels sont clairement prévus pour des séjours de courte durée. De ce fait, l'espace proposé convient pour la nuitée, les services sont variés et la souplesse est maximum, car on n'y exige pas de durée minimum et les départs sont traités de façon très accommodante. Face aux Serviced Apartments, les Aparthotels présentent l'avantage d'inclure, du fait de leur lien avec l'hôtellerie, une palette plus large de prestations et de services supplémentaires, par exemple une réception, une zone de fitness et de wellness, tout comme des prestations hôtelières classiques telles que service de petit-déjeuner via l'hôtel, parfois même sans supplément. Généralement, les réservations au jour le jour y sont également possibles, ce qui engendre une souplesse supérieure à celle des Serviced Apartments. Les Aparthotels sont donc à classer entre l'hébergement hôtelier et les Serviced Apartments. Pour leur part, les Boarding Houses se caractérisent par le fait que les chambres peuvent être louées dans une grande variété de prestations de services et d'équipement, pour de courtes ou longues durées. Un coin-cuisine n'y est pas impérativement présent.

4 Les formes d'hébergement "Corporate Housing" et "Business Apartments" sont des sous-catégories des "Serviced Apartments". Le Corporate Housing s'adresse explicitement aux entreprises à la recherche de solutions d'hébergement de durée limitée sur le lieu d'intervention de leurs collaborateurs. Les Business Apartments sont des Serviced Apartments dotés d'un très bon équipement et d'un niveau élevé de services. Pour des raisons de commodité, nous n'employons que le terme de Serviced Apartments par la suite.

5 Les formes d'hébergement n'entrant pas directement en concurrence avec les Serviced Apartments (p. ex. auberges de jeunesse, campings) ne sont pas prises en compte.



**Justifiés par de nouveaux besoins de la demande**

Les Serviced Apartments doivent leur naissance à de nouveaux besoins de la demande. Avec la mondialisation, le monde est devenu un village planétaire presque sans frontières. Les déplacements internationaux et les transferts de sites sont fréquents. Durant les longs séjours en particulier, les chambres d'hôtels, souvent impersonnelles et de taille réduite, ne remportent guère les suffrages des clients. Un pack de services réduit par rapport à l'hôtellerie, une offre d'espace sous la forme d'un appartement rappelant son propre chez-soi, une souplesse et une orientation sur les moyennes et longues durées figurent parmi les raisons de l'apparition des Serviced Apartments.

**Les voyages d'affaires, principale source de la demande**

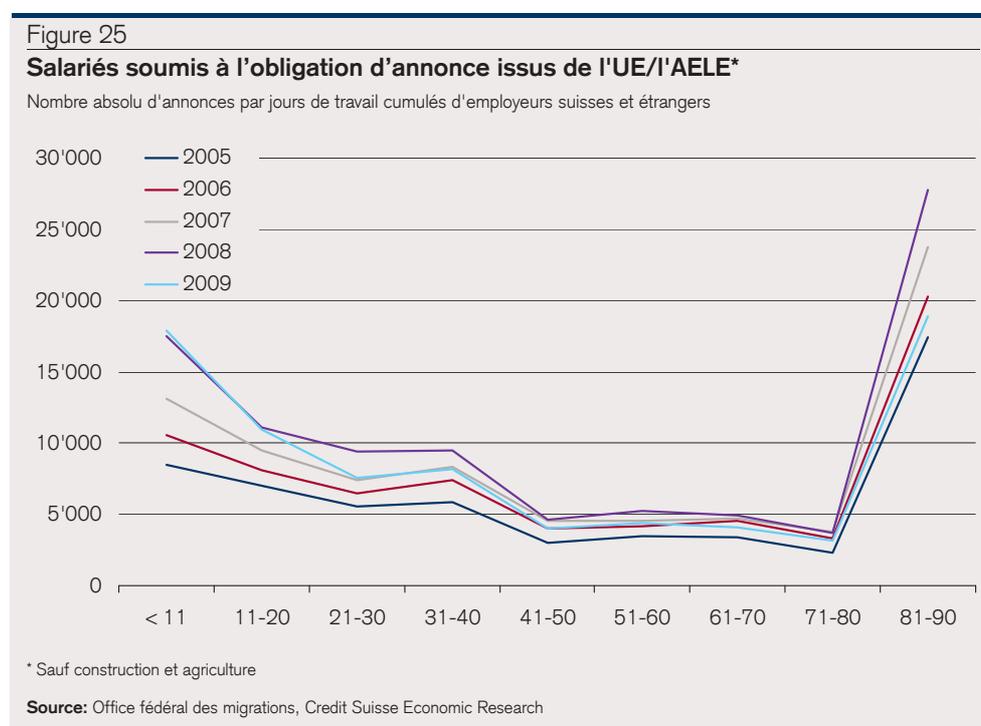
La demande en possibilités d'hébergement émane principalement des personnes en voyages d'affaires dans le cadre de formations, de perfectionnements ou de projets de longue durée. Les "nomades professionnels", c'est-à-dire des cadres et des spécialistes hautement qualifiés externes qui travaillent sur des projets limités dans le temps ou ont des activités de formation, apprécient particulièrement l'équipement généreux et l'atmosphère personnelle des Serviced Apartments. De même, les entreprises privilégient aussi les Serviced Apartments pour des séjours prolongés, car cette solution est généralement meilleur marché. La figure 24 propose un exemple de séjour dans un hôtel et un Serviced Apartment en ville de Zurich. A partir d'un séjour de deux à trois semaines, les Serviced Apartments commencent à être rentables. Avec le développement de l'offre de Serviced Apartments, ce mode d'hébergement s'est également imposé, de l'avis des experts, au détriment de solutions du logement permanent, ce qui se manifeste par un recul des appartements loués par les entreprises.

**Figure 24**  
**Comparaison des prix d'un séjour à l'hôtel et dans un Serviced Apartment**  
 Prix en CHF en ville de Zurich; sans taxe de nettoyage final pour les Serviced Apartments

Durée du séjour	Nuit à l'hôtel			Serviced Apartment	
	3 étoiles	4 étoiles	5 étoiles	1 pièce	2 pièces
1 semaine = 4 nuits	594	907	2'175	550-950	900-1'550
2 semaines = 8 nuits	1'188	1'815	4'351	1'200-1'500	1'500-2'500
1 mois	4'456	6'806	16'316	1'700-4'500	2'800-7'500
3 mois	13'369	20'418	48'947	5'300-12'500	8'400-20'500

Source: Office fédéral de la statistique, divers sites Internet de prestataires de Serviced Apartments, Credit Suisse Economic Research

La figure 25 présente l'évolution des salariés soumis à l'obligation d'annonce et issus de l'UE/AELE, depuis 2005. Près de 23% des personnes annoncées ont travaillé moins de 11 jours en Suisse en 2009. 24% relèvent de la durée la plus longue, de 81 à 90 jours. Ce chiffre est néanmoins faussé par des effets exceptionnels: il est probable que ce nombre élevé d'annonces soit principalement dû aux salariés qui aspirent à un séjour plus long (voire de durée illimitée) en Suisse et ont été annoncés à titre préventif pour la durée de séjour maximum. Les quelque 54% restants, soit 42'500 annonces, correspondent à une période de 11 à 80 jours et recèlent le plus grand potentiel de demande de logement temporaire, compte tenu de la durée de séjour. De même, les personnes séjournant pour une courte durée et soumises à autorisation (salariés dont l'activité en Suisse dépasse 90 jours) devraient être intéressées par les Serviced Apartments, en particulier lorsqu'elles occupent une fonction d'encadrement dans des branches à forte valeur ajoutée.<sup>6</sup> Toutefois, il ne faut pas oublier que les voyages d'affaires dépendent de la conjoncture et qu'ils sont susceptibles de diminuer lorsque la situation économique se détériore, comme on le voit sur la figure 25 pour l'année 2009 au niveau des séjours de plus de 20 jours.



En dehors des voyages d'affaires, la demande potentielle émane d'institutions publiques (p. ex. professeurs invités dans des universités), de particuliers à la recherche d'une solution provisoire en raison de nouvelles conditions de vie (p. ex. divorce) et de changements de domicile pour des raisons professionnelles. La demande d'origine privée et professionnelle a un effet stabilisateur car elle est moins soumise aux ralentissements conjoncturels. Toutefois, ce groupe de demande est plus sensible au prix que les personnes en voyage d'affaires et se satisfait souvent d'un meublé en sous-location.

### Les Serviced Apartments dépendent des conditions en vigueur sur le marché du logement et de l'hôtellerie

Comme susmentionné, les Serviced Apartments se positionnent entre le logement permanent et l'hôtellerie ou les Aparthotels. En conséquence, les conditions du marché des Serviced Apartments sont fortement dépendantes de la situation sur le marché du logement et de l'hôtellerie. Tant que le marché du logement est asséché, comme c'est le cas actuellement dans les centres, les chances des Serviced Apartments sont bonnes. Le nombre réduit d'appartements en location vacants, de petite taille surtout, que l'on n'a guère construit ces dernières années, rend la recherche difficile. Comme le parc de studios dans les centres grands et moyens a reculé annuellement de 82 unités de logement durant ces cinq dernières années, dénicher un appartement n'est pas chose facile. Ainsi, les taux de vacance des studios proposés en location sont

6 Pour la répartition régionale des séjours de courte durée, voir également Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2011, Régions.

bas, avec un plancher extrême au 1<sup>er</sup> juin 2010 (0.08%). Les personnes à la recherche d'un logement, et notamment celles qui ont immédiatement besoin d'un pied-à-terre, se voient contraintes de se rabattre sur des alternatives telles que les Serviced Apartments, même si elles doivent payer un supplément conséquent. Face aux appartements en location assortis d'une souplesse limitée en raison de la forte régulation du marché du logement locatif, les Serviced Apartments offrent ici un véritable atout. Mais une détente sur le marché immobilier aurait un effet négatif sur la demande.

A l'autre extrémité de l'échelle des services, on trouve les hôtels qui axent particulièrement leur offre sur le potentiel de demande issu des professionnels. Les hôtels et Aparthotels ont l'avantage de disposer d'un vaste éventail de services du fait de leur infrastructure et de l'orientation de l'établissement. Le marché helvétique de l'hôtellerie, en proie à une mutation structurelle depuis quelques années, s'efforce depuis longtemps d'adapter son offre aux nouveaux besoins. C'est ainsi qu'ont vu le jour quelques maisons d'appartements. En se transformant ou en créant une annexe, les hôtels ont également la possibilité de d'élargir leur offre d'appartements meublés en un temps relativement court, pratiquement sans frais fixes supplémentaires et de proposer un vaste éventail de prestations.

### **Un bon emplacement est déterminant**

La concurrence est grande, qu'il s'agisse du marché du logement, de l'hôtellerie ou des nombreux petits prestataires. Il importe donc de bien réfléchir et de mettre habilement en œuvre le positionnement en termes de facteurs de localisation. Le tourisme d'affaires, qui recèle le plus fort potentiel de demande, est tributaire d'un emplacement central proche des lieux de travail, d'une bonne desserte par les transports publics et de la proximité des aéroports. Comme la restauration n'est généralement pas proposée directement dans le bâtiment, la proximité des commerces et des établissements gastronomiques est aussi essentielle. En outre, les zones de détente de proximité et des équipements de loisirs devraient être aisément accessibles. Enfin, une liaison avec un système de réservation et un site Internet professionnel sont cruciaux pour assurer la visibilité de l'offre et se démarquer de la concurrence.

Les Serviced Apartments, forme d'hébergement encore récente en Suisse, continuent à disposer d'un potentiel de croissance. Quoiqu'il existe déjà plusieurs prestataires dans les centres économiques de Genève et de Zurich, le marché n'est pas encore saturé. La forte orientation internationale de l'économie suisse assure une demande de base en Serviced Apartments, aujourd'hui comme demain. Du fait de ses surcapacités, l'hôtellerie, qui a également identifié le potentiel de synergie, constitue un concurrent potentiel dangereux. De plus, la situation tendue sur les marchés du logement dans les centres stimule la demande mais cette situation n'a peut-être pas de caractère durable. Un bon positionnement quant au public cible et à l'emplacement tout comme une réalisation professionnelle sont donc cruciaux pour la pérennité d'un concept à succès.

## Surfaces de bureaux

En dépit de conditions cadres en partie difficiles, l'économie suisse fondamentalement saine a permis aux branches de bureaux classiques d'afficher une croissance légèrement positive en 2009 et 2010 et d'éviter les libérations de locaux ainsi qu'une grave suroffre de surfaces. Les tendances à long terme signalent pour l'avenir une demande toujours croissante en surfaces de bureaux: outre le progrès technique rapide, la tertiarisation progressive de l'économie en général et de l'industrie en particulier fait grimper les besoins en postes administratifs. De surcroît, en raison de ses excellentes caractéristiques de localisation, la Suisse devrait à l'avenir aussi sortir gagnante de la concurrence menée pour attirer des prestataires et sièges d'entreprises internationaux. A court terme néanmoins, la croissance de l'emploi modérée de 2010 et les attentes faiblement positives pour 2011 ne suffiront pas à absorber entièrement le volume élevé de surfaces prévues en 2008 et submergeant le marché depuis 2009. L'augmentation des annonces relatives à des surfaces nouvelles et existantes, surtout aux endroits décentralisés situés dans les quartiers des affaires extérieurs des grands centres et des moyennes agglomérations, témoigne d'une suroffre croissante et de difficultés de vente. Les surfaces nouvelles implantées dans les quartiers des affaires centraux, souvent planifiées de façon très ciblée pour répondre aux besoins de leurs locataires et dotées de taux de prélocation élevés, ont de meilleures chances de commercialisation. Mais l'offre de surfaces existantes croît également dans les centres, ce qui indique que la location de surfaces nouvelles profite actuellement davantage du transfert des postes de travail que d'une croissance de l'emploi.

### Demande

#### Une faible dynamique de la demande en raison de la stagnation de l'emploi

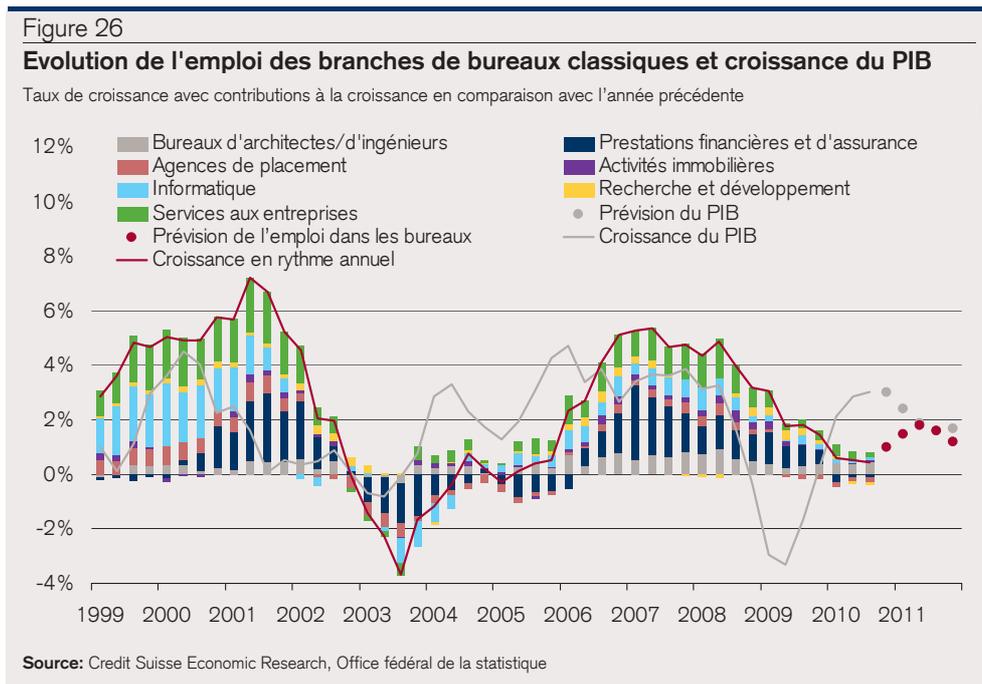
Fin 2010, 575'000 personnes<sup>7</sup> étaient employées en Suisse dans des entreprises que nous classons parmi les branches de bureaux classiques<sup>8</sup>. Les offres de prestations de ces entreprises sont fournies presque exclusivement dans des immeubles de bureaux. Leur situation actuelle en matière d'emploi et leur croissance future sont déterminantes pour la demande quantitative de surfaces de bureaux, même si un pourcentage substantiel et surtout croissant de l'effectif dispose également d'emplois de bureaux dans diverses autres branches. Nos craintes que les séquelles de la crise financière puissent mener à des licenciements et à une libération massive de surfaces ne se sont heureusement pas vérifiées. L'économie suisse, de plus en plus axée sur les prestataires de services, a même augmenté ses effectifs de quelque 0.5% entre 2009 et 2010 dans les branches de bureaux classiques. Ainsi, même si la croissance annuelle de l'emploi s'est nettement affaiblie par rapport à 2009 (2%) et 2008 (4%), elle est restée positive (figure 26).

#### Les architectes ont toujours le vent en poupe, les prestataires du domaine du personnel poursuivent les suppressions de postes

Si l'on examine le secteur à la loupe, on constate que toutes les branches de bureaux n'ont pas contribué à la stabilité de l'emploi. Contrairement à la majorité des branches, les prestataires du domaine du personnel, par exemple, ont continué à corriger leur croissance, soit de -4.2% par rapport à 2009 (2009: -3%). La branche est fortement cyclique, c'est-à-dire que l'évolution de ses emplois est nettement corrélée à la croissance du PIB, et qu'elle est en outre très volatile. C'est ainsi qu'un âge d'or, caractérisé par des taux de croissance à deux chiffres, a précédé les corrections actuelles. En 2010, les assurances et les banques ont évolué dans une plage légèrement négative. En dépit de la crise des marchés financiers, la réduction des effectifs n'a pas été trop terrible dans ces branches. L'augmentation constante et peu volatile des effectifs dans les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, en revanche, a un effet anticyclique et a largement contribué à la progression des emplois de bureaux de ces cinq dernières années.

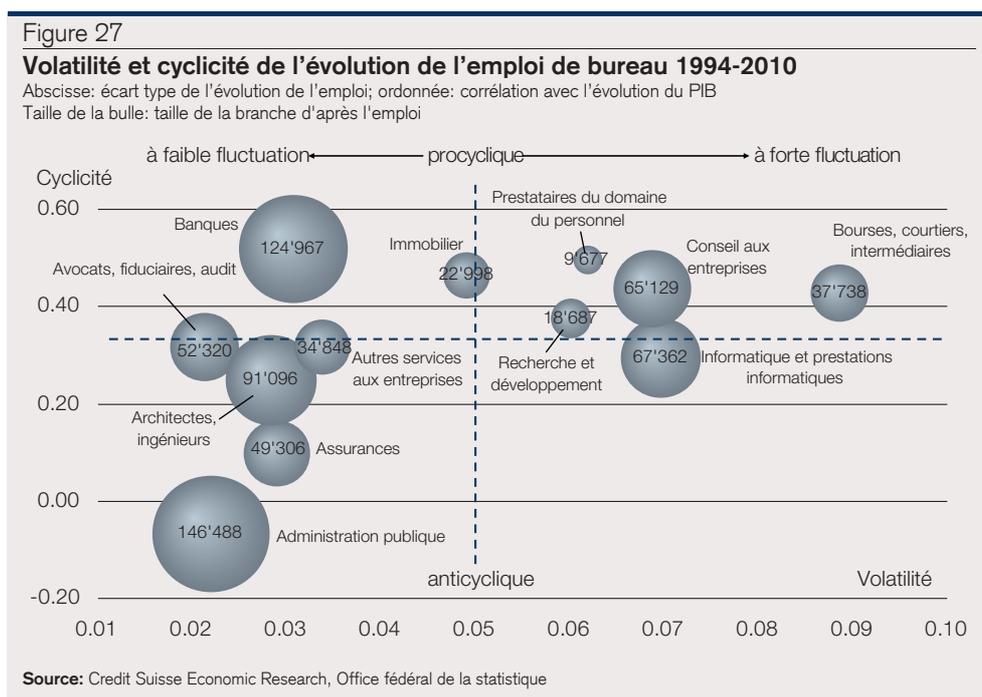
<sup>7</sup> Les chiffres de l'emploi sont toujours exprimés en équivalents plein temps. En cas d'exception, les valeurs sont indiquées en conséquence.

<sup>8</sup> En font partie le domaine des crédits et des assurances, les bourses, les courtiers et intermédiaires, l'immobilier, l'informatique, les prestataires de services aux entreprises, les bureaux d'architectes et d'ingénieurs, les prestataires du domaine du personnel ainsi que la recherche et le développement.



**Le mix stratégique de locataires réduit la fluctuation et le risque de surfaces vacantes**

La stabilité et la cyclicité de l'évolution de l'emploi des différentes branches de bureaux jouent un rôle essentiel pour l'évaluation rendement/risque des propriétaires lors de la location de leurs surfaces. Les locataires issus de branches caractérisées par des effectifs à forte fluctuation accroissent la probabilité d'une fluctuation élevée; par ailleurs, en présence de plusieurs locataires venant de branches procycliques, le risque de surfaces inoccupées augmente dans les phases de ralentissement. Dans les grands immeubles, le risque de surfaces vacantes et la fluctuation peuvent être influencés par la diversification des entreprises locataires issues de branches plus ou moins volatiles et procycliques ou anticycliques. Ainsi, par exemple, l'évolution de l'emploi des conseillers aux entreprises et des prestataires du domaine du personnel s'est révélée procyclique et volatile par le passé (figure 27). Sur la durée, les plus grandes fluctuations de personnel sont recensées dans les activités liées aux prestations financières et d'assurance – la sous-branche des bourses, courtiers et intermédiaires.



Celles-ci ont certes affiché une forte expansion sur le long terme, mais les taux de croissance à deux chiffres enregistrés dans la première moitié des années 1990 et au début du nouveau millénaire ont été suivis de corrections massives de l'emploi. On ne s'étonnera pas que leur cycle, c'est-à-dire l'évolution temporelle des fluctuations de l'emploi, ressemble à celui des banques. En revanche, la situation du personnel des assurances ainsi que des bureaux d'architectes et d'ingénieurs a connu une évolution anticyclique et plus stable. Du point de vue conjoncturel, la variante la plus sûre pour les propriétaires reste la conclusion de contrats de location à long terme avec des prestataires de l'administration publique, dont la réduction des effectifs, si tant est qu'il y en ait, ne s'opère que très graduellement et de manière anticyclique. Toutefois, les propriétaires doivent souvent payer les risques réduits de surfaces vacantes et de fluctuation par des possibilités de rendement tout aussi réduites, car les entreprises issues des branches caractérisées par un emploi stable et une forte création de valeur sont conscientes de leur attractivité en tant que locataires et peuvent négocier des conditions intéressantes, en particulier dans les phases de croissance du marché acheteur. Par ailleurs, les contrats de longue durée limitent le potentiel de hausse des loyers lorsque la situation du marché s'améliore.

**La demande de surfaces en recul à court terme retrouve le chemin de la croissance à longue échéance**

Dans l'ensemble, l'emploi des branches de bureaux classiques devrait encore augmenter dans le courant de l'année. Mais la dynamique ne sera pas suffisamment forte pour inciter les entreprises à élargir leurs surfaces de bureaux à des fins d'expansion. En 2011, l'optimisation des surfaces restera le motif principal des déménagements. En raison d'adaptations structurelles consécutives à la crise financière et des incertitudes qui persistent dans le secteur des marchés financiers, les banques, qui s'adjugent un pourcentage élevé de l'emploi, ne devraient pas augmenter leurs effectifs par rapport à 2009, si bien que la croissance restera modérée, soit de 1.5%. La croissance de l'emploi, freinée dans les années 2010 et 2011, devrait toutefois s'accélérer à nouveau à moyen terme. Les moteurs en sont le progrès technique rapide qui, bien qu'étant à l'origine de rationalisations dans la production et la vente, fait grimper continuellement les effectifs des back-offices. Par ailleurs, la tertiarisation de l'économie suisse est encore loin d'être achevée. Alors que 13.6% des effectifs, ou 153'513 emplois, ont été supprimés au total dans l'industrie et la construction depuis 1992, l'emploi dans les branches de bureaux classiques a augmenté de 36%, ou 155'027 personnes.

**La croissance n'est pas tout: les mesures de consolidation génèrent elles aussi une nouvelle demande de surfaces**

La croissance de l'emploi est une grandeur facile à appliquer pour les surfaces de bureaux, mais ce n'est pas, et de loin, le seul facteur déterminant de la demande. Les exigences spécifiques des prestataires en matière de taille, d'emplacement et de qualité de leurs surfaces changent aussi continuellement. La question décisive pour les investisseurs est donc de savoir quelles branches développent des exigences en termes de surfaces, et où. On se concentre trop souvent sur la croissance des entreprises. Mais les consolidations, telles que nous pouvons les observer depuis plus de 10 ans dans le secteur de l'assurance, par exemple, s'accompagnent elles aussi de nouveaux besoins en surfaces. Ainsi, la compagnie d'assurance Axa, à Winterthur, planifie actuellement la construction "Superblock", dans laquelle elle compte implanter 1'200 postes de travail à partir de 2015, et dont elle louera une surface pouvant accueillir 800 employés à la ville de Winterthur qui, de son côté, y centralisera 27 sites. Allianz Suisse construit actuellement un nouveau siège central sur le terrain Richti à Wallisellen, dans le Glattal zurichois, pour 1'600 employés répartis sur une surface de 37'500 m<sup>2</sup>, dans lequel seront regroupés des postes de travail actuellement disséminés dans tout le pays. De tels exemples se multiplient. Ils montrent bien que la mobilité, les réseaux, les coûts et les économies d'échelle revêtent une importance croissante. Le complément ci-dessous se penche sur les avantages et les inconvénients de la concentration des postes de travail.

---

**Complément: optimisation du site sous forme de concentration décentralisée des emplois**

---

**Motifs de concentration des sites**

Grâce aux possibilités de télécommunication actuelles, le processus de création de valeur est théoriquement indépendant du lieu de fourniture de la prestation (télétravail). Toutefois, contrairement aux présomptions initiales, cette évolution technologique n'a pas mené à une décentralisation géographique. Bien au contraire: la concentration des emplois de bureau dans les centres se poursuit. Ce phénomène surprenant s'explique par le passage de la société industrielle à une société dont la création de valeur repose sur l'information et le savoir-faire. Ceux-ci sont à

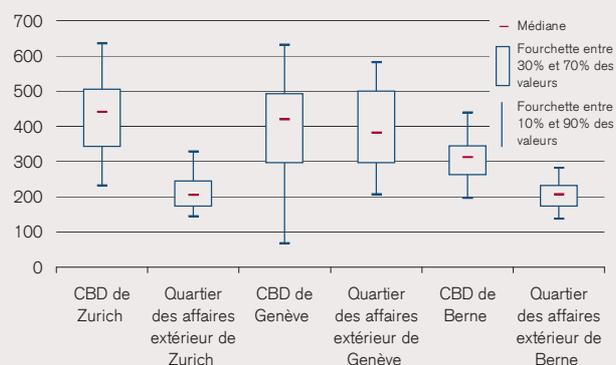
la base de l'innovation. Mais l'innovation est aussi le fruit d'une multitude d'interactions. L'échange spontané des différents vecteurs de connaissances entre eux en constitue une composante importante. Les solutions de communication jugées avant-gardistes il y a encore dix ans, comme les réunions en ligne, ne peuvent remplacer complètement les contacts directs spontanés pour la discussion et la négociation de situations complexes et pour le transfert quotidien de savoir-faire. De telles interactions sont d'autant plus fréquentes que la densité spatiale des employés est élevée. Si l'on considère l'importance de l'innovation pour la compétitivité de l'économie nationale et le fait que le flux de connaissances et d'informations nécessaire à cet effet ne peut avoir lieu que là où la communication se déroule spontanément, les avantages d'une concentration des effectifs sur un petit nombre de sites apparaissent sous un jour nouveau.

**La divergence des prix à petite échelle stimule le transfert du site**

Mais les tendances à la concentration dissimulent aussi des réflexions relatives aux coûts. La professionnalisation de la gestion immobilière ainsi que la transparence accrue des coûts résultant des possibilités technologiques ont, d'une part, dévoilé le potentiel d'efficacité des surfaces et, d'autre part, indiqué des possibilités d'économies dans les coûts de gestion par l'utilisation d'immeubles moins nombreux, mais plus grands. Les loyers des bureaux situés dans les grands centres suisses, qui diffèrent fortement à petite échelle, incitent encore à regrouper les collaborateurs par fonction et unité organisationnelle. La figure 28 indique à titre d'exemple les fourchettes des loyers bruts pour les surfaces de bureaux dans le CBD et dans le quartier des affaires extérieur pour les trois marchés principaux de Zurich, Genève et Berne. Les écarts de prix entre le CBD et le quartier des affaires extérieur sont élevés sur toute la fourchette de prix, en particulier sur le marché de Zurich. La figure 29 présente la différence de coûts qui en résulte entre le loyer médian dans le CBD et les différents segments de prix du quartier des affaires extérieur. Le transfert d'un immeuble attribué, dans le CBD de Zurich, au segment de prix moyen à un immeuble faisant également partie du segment de prix moyen mais situé dans le quartier des affaires extérieur peut se traduire par un avantage net de 237 CHF/m<sup>2</sup> et par an, ce qui correspond à un potentiel d'économie de 54% par an, soit 1.2 mio. CHF pour une surface louée de 5'000 m<sup>2</sup>. En regroupant plusieurs sites, il est possible de réaliser des économies supplémentaires en raison d'une réduction des besoins d'espace liée à l'efficacité accrue des surfaces du nouvel immeuble. Ce potentiel ne peut toutefois être exploité qu'à raison d'investissements non négligeables pour l'aménagement et les coûts de déménagement.

Figure 28  
**Fourchettes de loyer des différents quartiers des affaires**

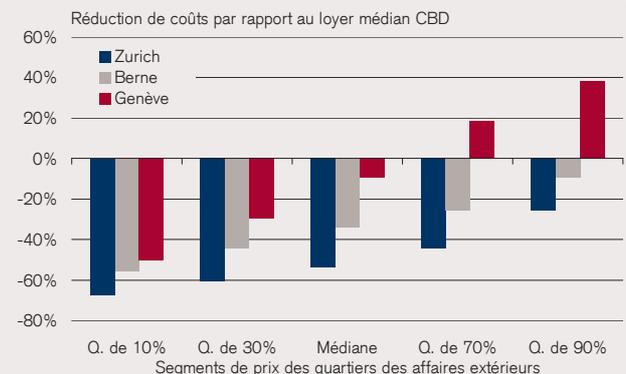
En CHF/m<sup>2</sup> et par an, moyenne annuelle 2010



Source: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

Figure 29  
**Écarts de coûts des surfaces de bureaux**

Entre le loyer médian dans le CBD et les segments de prix (quantiles) des quartiers des affaires extérieurs en %, moyenne annuelle 2010



Source: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

**Une séparation spatiale des fonctions de front-office et de back-office**

Les entreprises des branches de bureaux classiques sont particulièrement mobiles à petite échelle, car des déplacements de site de quelques kilomètres sont possibles sans que les collaborateurs ne doivent changer de domicile. Les principaux facteurs dans le choix du site des entreprises sont la proximité tant des clients que du personnel qualifié, l'accessibilité, le prestige de l'immeuble, l'espace disponible et les coûts. La combinaison ciblée de facteurs de localisation selon la fonction des collaborateurs peut contribuer à promouvoir la productivité et à réduire

les coûts. La principale ligne de séparation s'étire souvent entre les fonctions du front-office et du back-office, donc entre les fonctions qui, dans les activités opérationnelles, recherchent la proximité du client et celles qui soutiennent celle-ci par une infrastructure optimale et des prestations de services internes.

**Le choix stratégique du site suit l'optimisation des coûts avec une gestion opérationnelle des surfaces**

Dans le langage du Facility Management, l'adaptation des besoins en surface aux structures et aux objectifs de l'entreprise ainsi que l'évaluation du potentiel d'économie par un transfert du site correspondent à la gestion stratégique des surfaces. Une fois que les décisions stratégiques sont prises, c'est au Management opérationnel sur place qu'il incombe de créer de bonnes conditions cadres pour un taux d'utilisation élevé des surfaces. Pour cela, l'aménagement des postes de travail doit pouvoir être adapté rapidement aux changements de personnel, par exemple au moyen d'un desksharing en présence de plusieurs employés à temps partiel, ou il doit être possible que les équipes et départements se regroupent localement à la suite d'un changement organisationnel. Des outils de benchmarking aident à comparer les coûts d'exploitation et de gestion spécifiques aux surfaces existant dans un pool de données aux valeurs moyennes d'autres immeubles afin d'engager des mesures en cas de classement négatif.

**Les grandes entreprises s'attendent à des économies élevées**

Dans de nombreuses entreprises, de telles stratégies immobilières se traduisent par un déplacement ou transfert du site. A Zurich, par exemple, les deux grandes banques prévoient d'abandonner ou de réorienter des sites du CBD en faveur de regroupements dans les quartiers des affaires élargis et extérieurs. Avec l'extension du Uetlihof, le Credit Suisse met l'accent sur Zurich-Sud (fonctions de back-office de toutes les unités commerciales, Investment Banking, négoce) et sur Zurich-Nord (IT, back-office) avec l'ancienne Sunrise-Tower. Les conseillers clientèle et la Direction restent au centre. L'objectif est d'assurer une utilisation plus efficiente des bâtiments et de réduire ainsi à moyen terme les frais de locaux d'un pourcentage à deux chiffres. UBS transfère quelque 500 postes de travail du CBD à Opfikon et environ 900 à la gare d'Altstetten. Les collaborateurs en contact direct avec la clientèle, qui restent au centre, seront transférés en majeure partie dans de nouveaux locaux situés sur l'Europaallee dans le quartier de la gare centrale à partir de 2013. Ainsi, seules quelques minutes en S-Bahn séparent à l'avenir le site CBD à la gare centrale et les services de support dans le quartier des affaires extérieur. Mais au niveau des prix, c'est un monde qui sépare ces sites. Par cette stratégie, UBS escompte réaliser des économies annuelles de quelque 70 mio. CHF à Zurich. Swisscom a pu économiser une somme du même ordre via le projet "Espace – Space follows Business". De 2004 à 2006, 80% des effectifs ont été regroupés dans toute la Suisse dans 19 immeubles, réduisant les surfaces de bureaux de 131'000 m<sup>2</sup>.

**L'administration publique concentre ses postes de travail dans ses propres immeubles et réduit le nombre de surfaces louées**

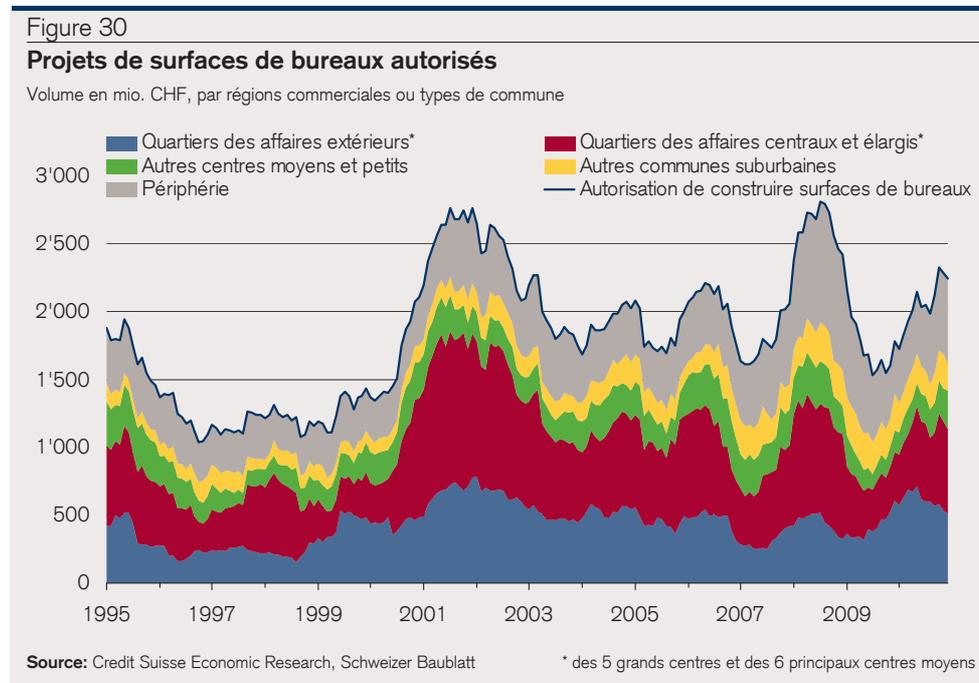
Les stratégies immobilières de l'administration publique qui, depuis quelques années, sont formulées de plus en plus explicitement, se concrétisent elles aussi sous la forme de projets de construction nouvelle et de transferts de sites. Au niveau de la Confédération, l'Ordonnance concernant la gestion de l'immobilier et la logistique de la Confédération (OILC) comprend l'objectif stratégique d'une "concentration des unités d'organisation de l'administration fédérale dans des ouvrages polyvalents, de taille appropriée, appartenant à la Confédération lorsque cela est économique". Mais la concentration décentralisée des postes de travail dans ses propres immeubles ne changera pas uniquement, dans les prochaines années, le marché bernois des surfaces de bureaux, prédominé par l'Administration fédérale. De nombreuses administrations cantonales ont développé des stratégies immobilières similaires qui devraient également laisser des traces sur les marchés immobiliers correspondants. Ainsi, l'administration cantonale de Bâle-Campagne prévoit une concentration de 52 à 17 services administratifs ainsi qu'une construction nouvelle devant accueillir 760 postes de travail à Liestal. A Coire, un centre administratif destiné à 725 postes de travail est en cours de planification, ce qui devrait permettre au canton de réaliser des économies annuelles de quelque 2 mio. CHF. Pour les surfaces libérées à cet excellent emplacement au centre de Coire, on envisage en partie une réaffectation en locaux d'habitation. La planification d'un nouveau centre administratif cantonal à Lucerne n'en est encore qu'à ses balbutiements. La stratégie immobilière a été revue en 2010: dans un communiqué de presse, on pouvait lire que la dissémination actuelle de l'administration sur plusieurs sites était coûteuse et peu pratique. Il s'agirait en particulier de réduire les loyers externes actuels de 27 mio. CHF par an. La surface de bureau cantonale se monte à 40'000 m<sup>2</sup> dans la commune de Lucerne, dont 32'000 m<sup>2</sup> sont loués, 25'000 m<sup>2</sup> se trouvant à proximité immédiate de la gare de Lucerne. Ainsi, la surface de l'administration cantonale louée à Lucerne correspond au triple de la surface de bureaux totale proposée en location dans la ville au 4<sup>e</sup> trimestre 2010.

### L'évolution de la demande devrait réduire à moyen terme l'avantage relatif des bons emplacements décentralisés en termes de coûts

Pour la majorité des marchés suisses des surfaces de bureaux, les stratégies de décentralisation des entreprises et des pouvoirs publics ne devraient pas poser de gros problèmes. La phase de planification longue et transparente (dans le cas de Lucerne, 10 années devraient s'écouler avant l'installation dans le centre administratif) permet de disposer de suffisamment de temps pour repositionner et commercialiser les surfaces devant être potentiellement libérées. En général, la demande accrue de grandes surfaces décentralisées et bien accessibles devrait largement rapprocher les prix du CBD de ceux des quartiers des affaires élargis. Si cette tendance se poursuit, l'avantage relatif que détiennent les emplacements décentralisés en termes de coûts devrait fondre et le CBD devrait susciter un regain d'intérêt.

### Des pôles de développement à la périphérie ou en dehors des centres

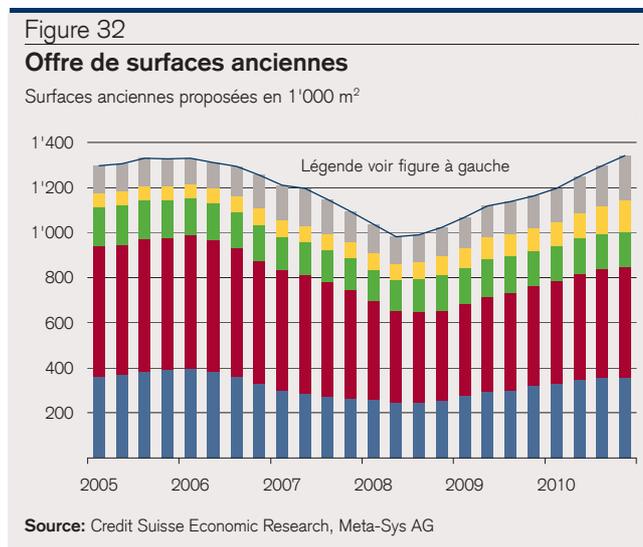
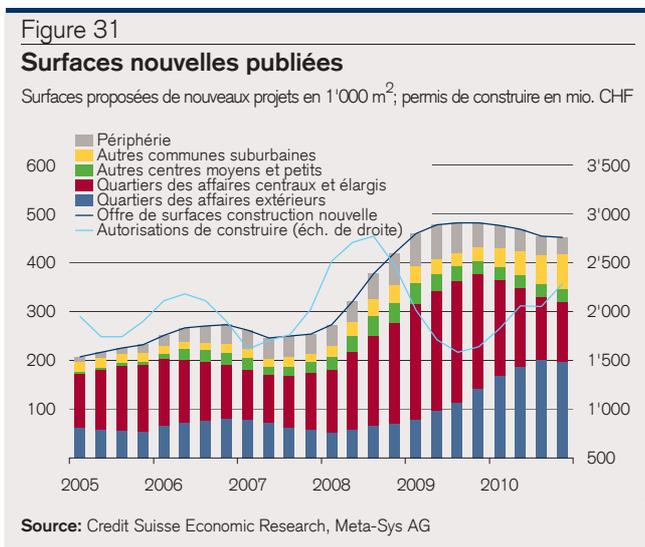
La planification des surfaces de bureau attire de nouveau les investisseurs. Ce regain de confiance s'illustre clairement dans l'augmentation du volume d'immeubles de bureau dotés d'une autorisation de construire, qui a atteint 2.2 mrd. CHF à la fin 2010. L'offre connaît ainsi un nouvel élan et la production de nouvelles surfaces augmente à nouveau dans le sillage du redressement économique. Après la phase de stagnation due à la crise à la mi-2009, la planification de surfaces de bureaux a repris en premier dans les quartiers des affaires extérieurs des grands et moyens centres. Intra-muros, c'est-à-dire dans les quartiers des affaires centraux et élargis des principaux marchés de surfaces de bureaux qui, au début du nouveau millénaire en particulier ainsi qu'en 2008, attiraient le plus de constructions nouvelles, on pouvait encore constater une certaine retenue jusqu'au début 2010. Toutefois, dès l'été, la part de surfaces de bureaux projetées dans ces centres a de nouveau augmenté. Elle se situe aujourd'hui légèrement en deçà de la moyenne à long terme de 32%, cette nouvelle dynamique ayant particulièrement profité aux quartiers des affaires élargis. Mais l'on a également constaté une hausse du volume dans les régions périphériques. Ainsi, les futurs pôles de développement se situent aux périphéries des centres ou en dehors de ceux-ci, soulignant la tendance, côté offre, à une concentration des postes de travail dans des emplacements plutôt décentralisés (figure 30).



### Une nouvelle vague de planification risque d'accroître la suroffre existante

L'expansion prévue de surfaces de bureaux est actuellement de 23% sur la moyenne à long terme. Les nouvelles surfaces renforceront successivement le surplus d'offre résultant de la forte vague de planification de 2008. Mais la suroffre croissante présente une répartition différente de celle qui a suivi les excès du changement de millénaire. A cette époque, c'étaient avant tout les quartiers des affaires centraux des grands centres, Zurich en tête, qui étaient en proie à

une offre excédentaire. En 2011/12 en revanche, ce sont essentiellement les quartiers des affaires extérieurs et donc les communes de l'agglomération des grands et moyens centres qui devraient connaître une suroffre de surfaces nouvelles. La figure 31 présente l'ampleur des surfaces nouvelles proposées en lien avec le volume de projets bénéficiant d'une autorisation de construire.



La réalisation des nombreuses surfaces de bureaux prévues en 2008 a fait grimper l'offre de surfaces nouvelles à 480'000 m<sup>2</sup> jusqu'en 2009, soit quelque 1% du parc de surfaces de bureaux suisse existant. Deux aspects de cette évolution sont inquiétants. D'une part, le niveau élevé de l'offre ne baisse guère, bien que la planification et la construction de nouvelles surfaces aient nettement reculé dans le cadre de la crise des marchés financiers. Dans les quartiers des affaires extérieurs en particulier, la surface des constructions nouvelles proposées a doublé en un an et demi, atteignant 200'000 m<sup>2</sup> fin 2010, alors qu'elle a déjà fortement diminué dans les centres. Cela confirme le déséquilibre régional qui s'accompagne de risques de suroffre dans certaines communes périurbaines. D'autre part, la recrudescence des activités de planification annonce à moyen terme une nouvelle augmentation des surfaces qui devrait certes stopper la baisse de l'offre de surfaces dans la construction nouvelle, mais qui augmentera encore l'offre de surfaces existantes. Il existe une étroite interaction entre les offres de surfaces dans les constructions anciennes et nouvelles. Les nouvelles surfaces sont généralement de meilleure qualité que les anciennes, elles trouvent plus rapidement preneurs ou sont déjà en grande partie pré louées dès la phase de planification. Plus les entreprises transfèrent leurs activités dans de nouveaux locaux, plus l'offre de surfaces anciennes augmente. Cet effet de substitution se fait particulièrement sentir dans les quartiers des affaires centrales et élargis des grands et moyens centres: dans ces zones, le volume de surfaces nouvelles publiées a baissé de 40% par rapport à 2008 (figure 31), pour une augmentation simultanée de l'offre de surfaces anciennes de 23% (figure 32). En pourcentage du parc de surfaces de bureaux estimé, la part de surfaces anciennes proposées est passée au total de 2.6% à 2.9% depuis 2008.

**Résultat du marché**

**La tendance latérale persiste dans l'évolution nationale des loyers**

Les chiffres de l'offre en hausse et les durées d'insertion plus longues montrent que le ralentissement cyclique consécutif à la courte récession suisse a bien laissé des traces sur les marchés de l'immobilier de bureau. Le nombre de surfaces vacantes pointe lui aussi déjà vers le haut sur certains marchés. Il ne peut toutefois être question d'une crise, les prix des loyers n'étant pas sous pression jusqu'à présent. Ceux-ci restent dans la moyenne suisse, dans un étroit corridor oscillant entre 205 CHF et 215 CHF/m<sup>2</sup>. Au 2<sup>e</sup> trimestre 2010, pour une courte période seulement, ils ont dépassé la fourchette dans laquelle ils se situaient depuis quatre ans. Cette hausse était essentiellement due à une offre accrue de bons emplacements dans les quartiers des affaires centrales et élargis. Les différentes évolutions régionales devraient aussi se niveler à

l'avenir et perpétuer la tendance latérale suisse. Au niveau local, les loyers des surfaces nouvelles et anciennes devraient subir une pression, surtout dans les communes périurbaines caractérisées par une forte croissance de l'offre et une dynamique de prix positive. Les surfaces anciennes de taille moyenne, principalement, devraient être exposées à une forte érosion des prix. Aux emplacements centraux, en revanche, on peut encore s'attendre à un niveau de prix stable. La figure 33 propose un aperçu des 20 régions économiques qui réunissent la plupart des surfaces de bureaux. Plusieurs régions constituent en partie un grand marché de surfaces de bureaux. Dans l'ensemble, les chiffres de l'offre ont augmenté dans la majorité de ces marchés par rapport à l'année précédente, comme c'est aussi le cas en Suisse en général. Les prix, en revanche, ne présentent pas encore, à quelques exceptions près, de tendance baissière.

Figure 33

**Les 20 principaux marchés des surfaces de bureaux en un coup d'œil**Surfaces en m<sup>2</sup> au 4<sup>e</sup> trimestre 2010; loyer médian 2010 en CHF/m<sup>2</sup> et par an; tendances pour 2011

Région économique	Surfaces de bureaux	Surface proposée	Taux de l'offre	Tendances de l'offre	Loyer médian	Tendance des prix
Zurich-Ville	6'179'000	189'000	3.1%	↗	278	→
Genève	3'919'000	165'000	4.2%	→	418	→
Berne	3'167'000	68'000	2.1%	→	220	→
Bâle-Ville	2'153'000	61'000	2.8%	→	255	→
Lausanne	2'109'000	87'000	4.1%	↗	267	↘
Glattal	1'633'000	79'000	4.8%	↗	194	→
Lucerne	1'400'000	31'000	2.2%	→	208	→
Saint-Gall / Rorschach	1'344'000	32'000	2.4%	→	201	→
Aarau	1'289'000	19'000	1.4%	↗	204	↘
Lorzenebene / Ennetsee	1'157'000	36'000	3.1%	↗	175	→
Lugano	1'135'000	21'000	1.8%	↗	257	→
Unteres Baselbiet	900'000	11'000	1.2%	→	216	→
Winterthur-Ville	698'000	11'000	1.5%	↘	221	→
Baden	671'000	8'000	1.2%	→	190	→
Neuchâtel	631'000	9'000	1.5%	↗	203	↘
La Sarine	598'000	30'000	5.0%	→	212	→
Oberland Ouest	556'000	13'000	2.3%	↗	192	↘
Olten / Gösgen / Gäu	556'000	13'000	2.4%	→	142	↗
Limattal	553'000	25'000	4.5%	↗	196	↘
Oberes Baselbiet	549'000	21'000	3.8%	→	159	→
Suisse	49'155'000	1'421'000	2.9%	↗	215	→

Source: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

**Les cinq principaux marchés suisses des surfaces de bureaux en comparaison**

Les chapitres suivants étudient la situation régionale et locale sur les cinq principaux marchés des surfaces de bureaux. La répartition de chaque marché en un quartier des affaires central (CBD), élargi et extérieur repose sur la densité de l'emploi et l'intensité de la création de valeur des branches de bureaux classiques.<sup>9</sup> Sur tous les marchés, les déplacements géographiques de la demande observés entre 2001 et 2008 révèlent une densification décentralisée des postes de travail d'ampleur variable. Si l'on considère les projets de construction prévus actuellement et à l'avenir, il ne fait aucun doute que cette tendance va se renforcer. Même si le CBD reste presque partout le premier site pour les entreprises exerçant des activités représentatives et proches des clients, les tendances au déplacement des postes de travail vers des grands immeubles aux périphéries des quartiers des affaires intérieurs voire extérieurs libéreront en de nombreux endroits des surfaces centrales et mettront les marchés CBD à l'épreuve.

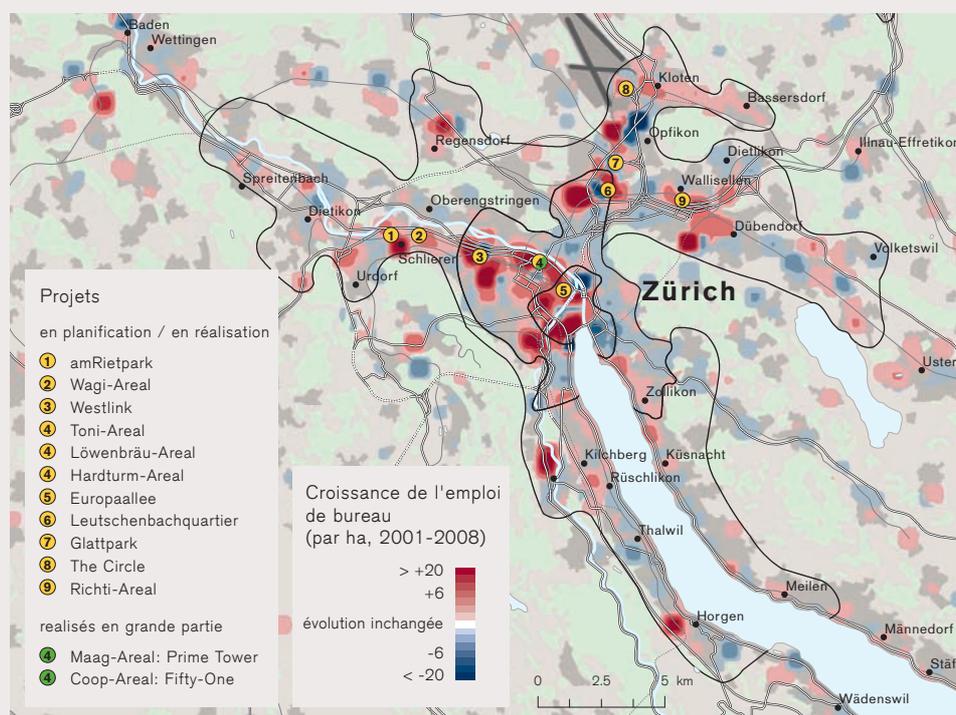
9 Voir également Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2010, Faits et tendances pour plus de détails sur la répartition géographique des quartiers des affaires.

## Zürich

Figure 34

## Marché des surfaces de bureaux de Zurich

Croissance de l'emploi de bureau dans le quartier des affaires central (CBD), élargi et extérieur, en chiffres absolus par ha 2001-2008



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

### Le marché des surfaces de bureaux de Zurich sous le signe d'une concentration décentralisée

Entre 2001 et 2008, le marché des surfaces de bureaux de Zurich a augmenté, côté demande de 22'160 employés à 159'000 (+16.2%), si l'on se base sur les effectifs des branches de bureaux classiques. 40% de la croissance de l'emploi émanent des régions en développement dans le quartier des affaires central ainsi qu'à Zurich-Ouest et Zurich-Nord. Le marché est en expansion et se concentre soit aux très bons emplacements dans le CBD, soit là où il existe de grandes surfaces ou des possibilités de réalisation de nouveaux projets. Dans le CBD, on a recensé au total 2'750 employés de plus et à Neu-Oerlikon, au nord du quartier des affaires élargi, 2'630. A l'ouest, la demande de surfaces de bureaux le long de la Pfingstweidstrasse et de la Hardturmstrasse a augmenté de 3'420 employés et, le long du Limmattal vers Schlieren, via Altstetten, on a recensé 1'470 personnes de plus. Une haute densité des emplois se développe en outre à petite échelle à Zurich-Sud. Dans le quartier des affaires élargi, 1'650 emplois de bureau nets ont été créés entre 2001 et 2008 dans le quartier de Wiedikon. De l'autre côté du lac, au Seefeld zurichois, on peut observer l'effet inverse: dans les parties des quartiers de Seefeld et Mühlebach qui comptent parmi le quartier des affaires central, 744 emplois de bureau nets ont disparu. Les surfaces y sont petites, anciennes et coûteuses et sont souvent transformées en logements convoités.

### Les projets avancent en ville de Zurich

En ville de Zurich, l'activité de développement et de construction bat son plein.<sup>10</sup> En 2011 et 2012, quelque 160'000 m<sup>2</sup> de surface arriveront sur le marché ou seront proposés aux locataires sur les sites Europaallee, Zurich-Ouest et Leutschenbach. Cela ne sera pas sans effet sur les taux de vacance. En 2010, ceux-ci ont encore baissé de 22'400 m<sup>2</sup> à quelque 133'000 m<sup>2</sup>, soit 14.5%, par rapport à l'année précédente, et ils devraient désormais avoir atteint leur plancher. On peut tabler, au moins pour les deux prochaines années, sur une augmentation du taux de vacance en ville de Zurich. Compte tenu des autres projets en cours, il faut encore s'attendre, pour les années consécutives, à une nouvelle augmentation de 180'000 m<sup>2</sup> au total des nouvelles surfaces de bureaux sur ces mêmes sites ainsi qu'à Altstetten. Si on porte le regard au-delà de Zurich, le souhait d'occuper ces surfaces devient encore plus ambitieux, car une forte concurrence, revêtant la forme de gros projets, est à l'affût aux portes de la ville.

10 Voir également Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2010, Faits et tendances.

**Une vaste expansion supplémentaire de l'offre est à l'affût aux portes de la ville**

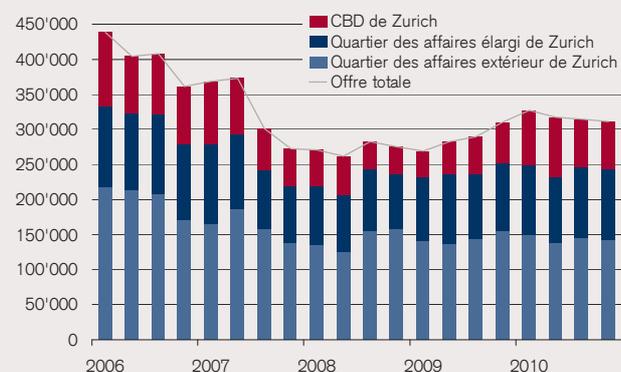
A Schlieren, dans le Limmattal, un grand nombre de surfaces de bureaux est prévu, en plus des locaux à usage d'habitation, dans le cadre de l'aménagement de l'aire de Rietpark. Pour les premières surfaces de bureaux de 12'600 m<sup>2</sup>, situées à proximité directe de la gare, il existe déjà une autorisation de construire. Non loin de là, Sony va s'installer cette année dans son nouveau siège central au sein d'une construction nouvelle. Le centre industriel et commercial de Schlieren développe des surfaces supplémentaires sur l'aire de Wagi. Mais les principaux travaux de construction et de développement se situent dans le Glattal. Sur le terrain Richti à Wallisellen, ils ont déjà commencé. Il s'agit dans un premier temps d'un bâtiment administratif ainsi que d'un immeuble de 18 étages, d'une surface totale de 40'500 m<sup>2</sup>, qui seront utilisés à partir de 2013 par Allianz Suisse comme siège principal. Une autre surface de bureau de 20'000 m<sup>2</sup> doit être réalisée d'ici 2014. Fin 2010, la demande de permis relative à l'extension du Glattpark a été soumise dans le cadre du projet d'utilisation mixte Lindbergh-Allee et le bâtiment administratif Lilienthal-Boulevard a été autorisé (ca. 12'000 m<sup>2</sup>). Dans l'intervalle, les 19'500 m<sup>2</sup> de surface de bureau avoisinante de l'immeuble de Portikon ont été loués à deux entreprises pharmaceutiques. A l'avenir, les surfaces de bureaux du Glattal pourraient bien profiter d'un autre gros projet: sur son propre terrain, Flughafen Zürich AG planifie en effet avec "The Circle" un complexe de services constitué de sept modules d'une surface utile totale de 200'000 m<sup>2</sup>. Près de la moitié de cette surface est prévue pour des postes de bureau. Avec 90'000 m<sup>2</sup>, ce modèle surpasserait même de loin le plus gros projet de construction de bureaux actuel, l'Uetlihof 2 du Credit Suisse. A partir de l'automne, celui-ci pourra accueillir au sud de Zurich, avec 38'000 m<sup>2</sup>, quelque 2'000 collaborateurs.

**2011: offre accrue de surfaces existantes, corrections des prix dans le CBD et stabilité aux bons emplacements en dehors du CBD**

Les futurs pôles de développement se reflètent dans le volume de projets de bureaux ayant obtenu un permis de construire. Dans la région économique du Glattal, des projets d'un ordre de grandeur de 87 mio. CHF ont été autorisés en 2010. En ville de Zurich, le volume autorisé jusqu'à la fin de l'année, de 204 mio. CHF, se situe à bas niveau, mais la majeure partie des projets issus de la dernière vague de planification de 2008 va encore être lancée sur le marché. Jusqu'à ce jour, l'offre de surfaces existantes n'a que légèrement augmenté par rapport à 2008 sur le marché des surfaces de bureaux de Zurich (figure 35). Mais avec la livraison des nouveaux projets, on assistera à la libération de nombreuses surfaces qui, compte tenu de l'évolution assez peu dynamique de l'emploi dans les branches de bureaux à forte création de valeur, ne devraient trouver que difficilement preneurs. C'est pourquoi nous tablons pour cette année sur une poursuite de la correction modérée des prix dans le CBD en raison de la tendance à la concentration des gros demandeurs dans le quartier des affaires élargi et en partie dans le quartier des affaires extérieur. La bonne demande de base empêchera néanmoins un effondrement dans le CBD. Dans le quartier des affaires élargi et extérieur, les prix devraient rester stables aux emplacements bien desservis par le réseau de transport (figure 36). Mais la pression de l'offre devrait dans tous les cas limiter étroitement vers le haut la marge des prix.

Figure 35  
**Evolution de la surface administrative proposée**

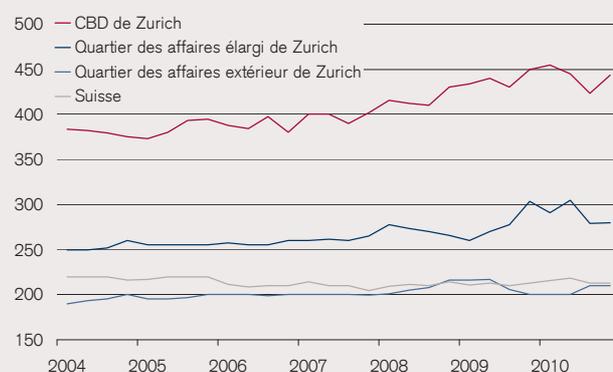
Somme des surfaces de bureaux publiées trimestriellement en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

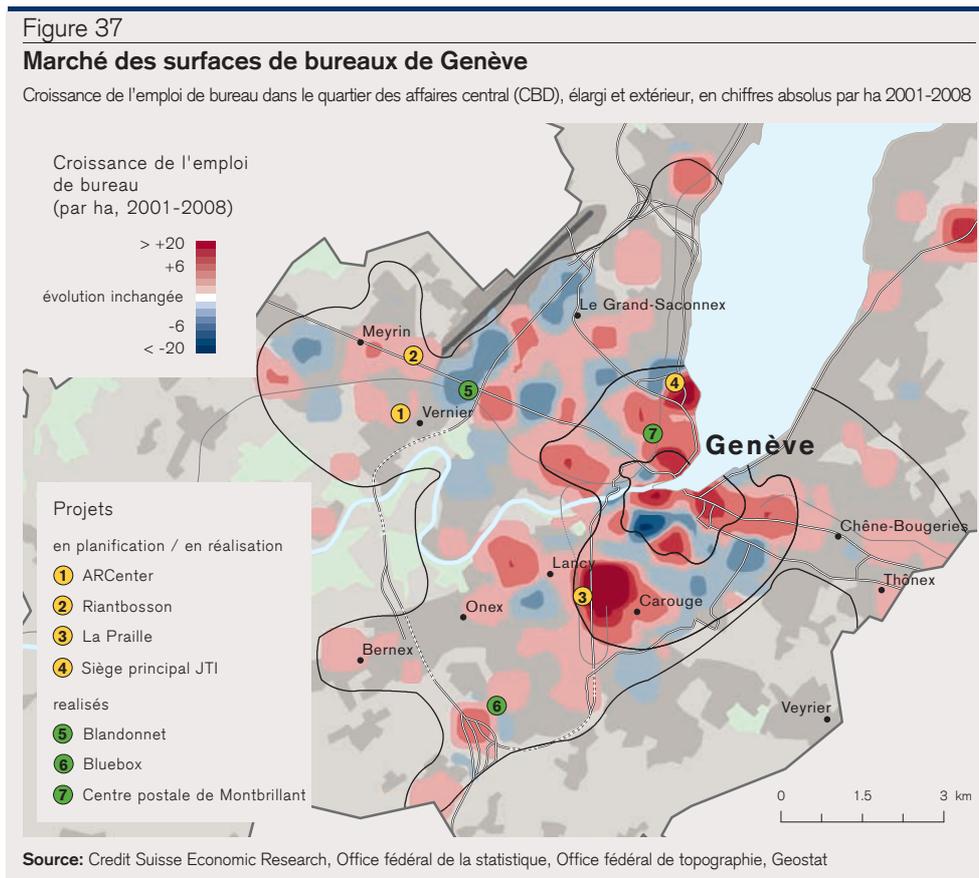
Figure 36  
**Evolution des loyers proposés**

Loyer médian en CHF/m<sup>2</sup> et par an



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

## Genève



### Le manque de place limite la croissance de l'emploi dans le CBD

Dans les communes du marché genevois des surfaces de bureaux, l'emploi des branches de bureaux classiques a augmenté de 19.1%, soit de 9'040 personnes, pour atteindre 56'325 employés, entre 2001 et 2008, alors que le CBD n'enregistrait qu'une faible croissance, à savoir 2.5%. La raison: on est à l'étroit autour du Rhône et du bassin portuaire. Les immeubles sont occupés en moyenne à raison de 23.7 postes de travail par adresse. Ainsi, l'occupation des surfaces de Genève se range à la 27<sup>e</sup> place de toutes les communes suisses. Le fait que cette densité soit restée presque constante depuis 1995 montre qu'il n'y a que peu de place pour de grandes surfaces nouvelles. En revanche, dans la commune de Carouge située au sud dans le quartier des affaires élargi, l'occupation moyenne par immeuble a plus que doublé entre 1995 et 2008, atteignant 37.8 postes de travail. Cette augmentation n'est pas le fait d'une concentration des surfaces existantes, mais plutôt de la croissance des surfaces de grandes entreprises. Ainsi en 2008, UBS a regroupé à Carouge 800 collaborateurs issus de différents sites genevois, sur une surface de 27'000 m<sup>2</sup>. A Lancy également, de grandes surfaces de bureaux de banques (Credit Suisse et Lombard Odier) sont à l'origine d'une augmentation du taux d'occupation par immeuble. A l'aéroport, la banque HSBC a commencé en 2010 à regrouper 1'100 collaborateurs assumant des fonctions de support technique dans le nouveau Blandonnet Business Center et a loué pour 850 de ses collaborateurs du front office six bâtiments situés à un emplacement de premier ordre dans le CBD au Quai des Bergues.

### La région en développement de Praille-Acacias-Vernets augure d'une future expansion de l'offre

La région aéroportuaire est toujours au cœur du développement. Dans une quatrième phase, une surface supplémentaire de 20'000 m<sup>2</sup> doit être érigée dans le Blandonnet Business Center. Au sud, le projet urbanistique du siècle, Praille-Acacias-Vernets (PAV), commence à prendre forme sur le territoire de la commune de Carouge. La réalisation de 6'000 logements supplémentaires et l'implantation de 20'000 postes de travail sur une surface totale de 230 hectares y sont prévues à partir de 2012. A la périphérie nord du CBD, le centre postal de Montbrillant, situé à côté de la gare de Genève-Cornavin, fait l'objet de transformations dans le but d'y ériger fin 2012 une surface de bureaux libre de 20'000 m<sup>2</sup>, celle-ci étant toutefois pré louée dès aujourd'hui à des offices cantonaux, de sorte qu'elle ne sera pas à la disposition des entreprises faisant partie des branches de bureaux classiques. La planification de nouvelles surfaces est dans l'ensemble limitée. En 2010, des projets d'un volume de 99 mio. CHF ont été autorisés

dans les communes du marché genevois des surfaces de bureaux, ce qui correspond par exemple à la moitié des projets de construction nouvelle du centre moyen de Zoug, trois fois plus petit.

### Convergence des prix

Au 4<sup>e</sup> trimestre 2010, le marché des surfaces de bureaux de Genève offrait au total 130'408 m<sup>2</sup> de surfaces existantes en location. La nette hausse de l'offre fin 2009 et surtout au 1<sup>er</sup> trimestre 2010 est due à la publication de deux grandes surfaces d'environ 12'000 m<sup>2</sup> dans les quartiers des affaires élargi et extérieur (Carouge Acacias et Plan-les-Ouates). Le recul de l'offre au 3<sup>e</sup> trimestre témoigne d'une location rapide des immeubles (figure 38). Les niveaux de prix des différents quartiers d'affaires se rapprochent actuellement. Dans le CBD, les loyers jusque-là élevés se sont normalisés. Des prix au mètre carré de 500 CHF par an étaient réalisés dernièrement au 4<sup>e</sup> trimestre 2008 (médiane). Mais compte tenu de la pénurie de l'offre et de la demande élevée, les prix ne devraient plus baisser en 2011 et plutôt se stabiliser entre 400 et 450 CHF. Dans le quartier des affaires élargi, la tendance est en revanche à une hausse modérée des prix depuis 2008. On peut s'attendre à des prix médians constants ou légèrement en hausse, entre 350 CHF et 400 CHF. Plus les entreprises s'éloignent du centre, plus l'accessibilité de l'immeuble devient décisive et influe sur le prix. La fourchette de prix et la volatilité de l'évolution des prix sont en conséquence élevées dans le quartier des affaires extérieur (figure 39).

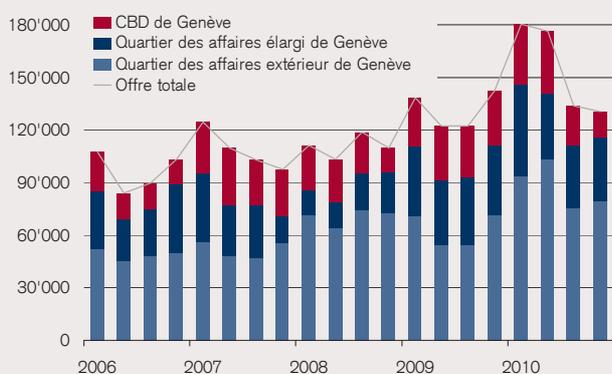
### Une offre restreinte

Dans l'ensemble, le marché genevois des surfaces de bureaux est moins surchauffé que celui des immeubles d'habitation. Les mouvements de repli d'entreprises s'établissant dans le quartier des affaires extérieur ou les nouvelles implantations dans la région de Nyon, en particulier, détendent quelque peu la situation en matière de prix dans le CBD. Pourtant, 41'279 m<sup>2</sup> (1%) seulement des surfaces de bureaux du canton, estimées à 3.9 mio. m<sup>2</sup>, étaient vides en 2010. Ainsi, le taux de vacance a baissé de quelque 12'000 m<sup>2</sup> par rapport à 2009. Outre la forte demande commerciale, certaines particularités du marché engendrent une contraction de l'offre. Tout d'abord, les nouveaux projets doivent emprunter un parcours semé d'embûches de la planification à la commercialisation. Il n'est pas rare qu'il s'écoule un an entre la demande de permis de construire et l'autorisation.<sup>11</sup> Ensuite, la possibilité de concentration intérieure est limitée dans le CBD et les emplacements décentralisés très bien accessibles par les transports sont rares. Enfin, Genève s'efforce, avec quelque 28'500 employés de l'ONU, de missions diplomatiques et d'organisations non gouvernementales, de s'affirmer en tant que site de la communauté internationale. Afin de créer des conditions optimales pour la scène internationale, le canton prend en charge, sous certaines conditions, les loyers des bureaux de différentes organisations et octroie des crédits de construction ou des terrains à bâtir sans intérêts, réduisant ainsi l'offre pour les utilisateurs commerciaux.

Figure 38

#### Evolution de la surface administrative proposée

Somme des surfaces de bureaux publiées trimestriellement en m<sup>2</sup>

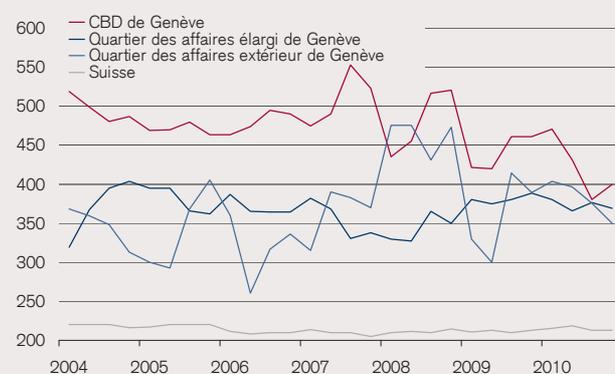


Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Figure 39

#### Evolution des loyers proposés

Loyer médian en CHF/m<sup>2</sup> et par an



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

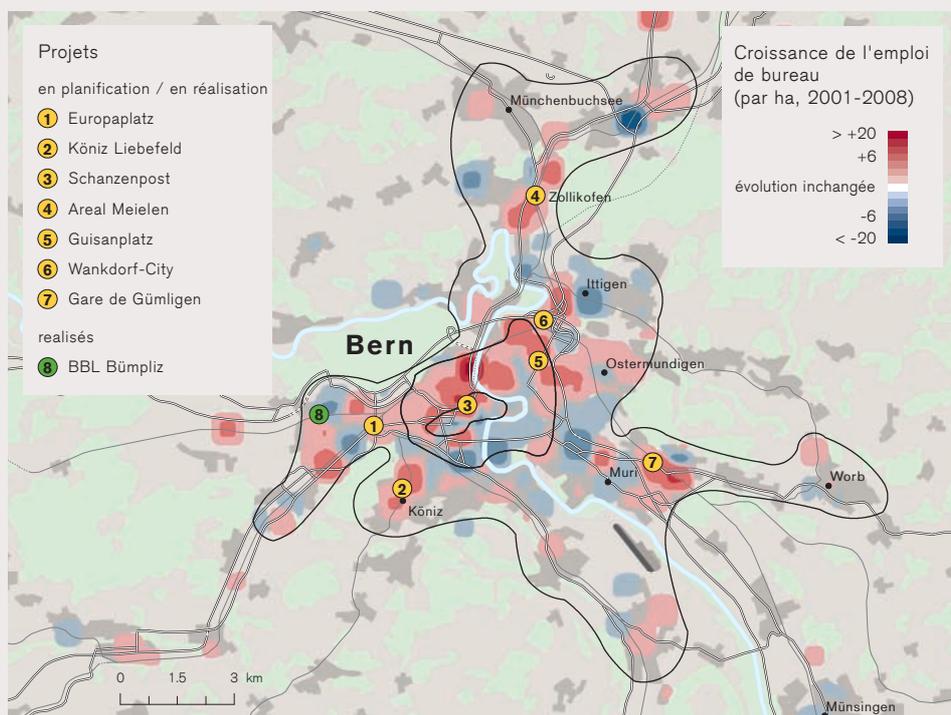
11 Voir à ce sujet Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2010, Faits et tendances.

## Berne

Figure 40

### Marché des surfaces de bureaux Berne

Croissance de l'emploi de bureau dans le quartier des affaires central (CBD), élargi et extérieur, en chiffres absolus par ha 2001-2008



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

### Stabilité de l'emploi dans le CBD

Le marché bernois des surfaces de bureaux occupe une place particulière parmi les grands centres suisses: mesuré au nombre d'employés dans les branches de bureaux classiques, c'est l'avant-dernier des cinq grands marchés. En 2008, 34'678 personnes travaillaient dans les branches de bureaux – soit 9.9% de plus qu'en 2001. Il faut toutefois y ajouter les 24'648 personnes employées dans l'administration publique, dont l'effectif a augmenté de 12% par rapport à 2001. Compte tenu de l'évolution constante et anticyclique de l'emploi, la forte demande recensée de la part de l'administration publique garantit la stabilité du marché. Dans le CBD de Berne, les hausses et les baisses enregistrées dans l'emploi de bureau entre 2001 et 2008 étaient à peu près équilibrées: net, le marché CBD n'a augmenté que de 160 équivalents plein temps. Les environs en ont été d'autant plus touchés. La partie nord du quartier des affaires élargi a affiché une forte dynamique de croissance de 2'172 employés; au sud, la demande est restée dans l'ensemble pratiquement constante, avec une réduction modérée à grande échelle et des augmentations ponctuelles.

### Les "Instructions 2012 concernant l'utilisation économique des bâtiments civils de la Confédération" font évoluer le marché des surfaces de bureaux

Dans le quartier des affaires extérieur, c'est dans les communes de Muri et Köniz que la densité des surfaces de bureaux augmente le plus rapidement. A Ittigen, les demandeurs privés et publics défilent sans discontinuer. Alors que le nombre d'employés des branches de bureaux classiques a reculé dans la commune (-14.8%), l'emploi de l'administration publique a doublé, avoisinant les 2'000 équivalents plein temps. Ce phénomène s'explique par l'installation dans le centre administratif DETEC, achevé en 2006, qui peut accueillir 1'100 postes de travail sur une surface de 36'100 m<sup>2</sup>. Cet immeuble de bureau est utilisé conjointement par les Offices fédéraux des routes (OFROU), de l'aviation civile (OFAC), du développement territorial (ARE), des transports (OFT) et de l'énergie (OFEN) et présente aujourd'hui un taux d'occupation tel qu'un plus petit centre administratif complémentaire doit être construit à proximité d'ici fin 2012. En août 2010, l'Office fédéral des constructions et de la logistique (OFCL) a regroupé ses collaborateurs dans un entrepôt transformé à Bümpliz. Outre le plus grand projet de construction prévu sur la Guisanplatz, qui doit accueillir 3'300 employés de la Confédération, et le centre de Köniz-Liebefeld, un autre bâtiment est prévu, dans le cadre des "Instructions 2012 concernant l'utilisation économique des bâtiments civils de la Confédération", sur le terrain de "Meielen" à Zollikofen. L'objectif de la première étape de construction est d'ériger un bâtiment offrant suffi-

samment de place pour 700 postes de travail de l'Office fédéral de l'informatique et de la télécommunication (OFIT); trois autres suivront.

**La concentration décentralisée des grandes entreprises renforce les futurs mouvements du marché**

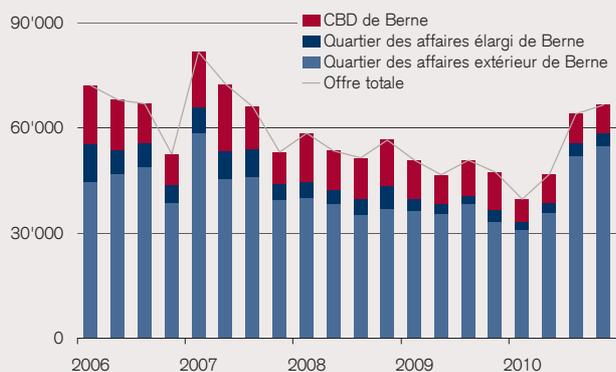
Les mutations dues au déplacement des postes publics à Berne restent encore limitées. Avec tout juste 17'000 m<sup>2</sup>, les surfaces inoccupées sont moins nombreuses qu'au cours des sept dernières années. Mais si la Confédération commence, dans quelques années, à déplacer et concentrer massivement les postes de travail situés dans des emplacements centraux vers les grands centres administratifs de la Guisanplatz, Köniz et Zollikofen, le marché des surfaces de bureaux évoluera. Cette évolution sera renforcée à l'avenir par les projets d'autres institutions et entreprises. Wankdorf-City prend forme. En novembre, Losinger Construction SA a soumis une demande de permis de construire pour le premier projet de surfaces de bureaux d'une surface brute au sol de 25'000 m<sup>2</sup>. En septembre 2010, le premier coup de pioche a été donné pour le nouveau siège central de PostFinance à la Guisanplatz, au nord de Berne. Non loin du stade de hockey sur glace PostFinance Arena, 850 postes de travail seront créés à partir de 2013 sur une surface brute au sol de 15'000 m<sup>2</sup>. L'emplacement exact du nouveau siège central de la Poste, en revanche, est encore incertain. Outre le terrain de la Schanzenpost, où le PostParc est érigé, on envisage aussi Wankdorf-City ou le Murifeld à la Weltpoststrasse. Depuis ce lieu, le Credit Suisse déménagera en 2012 pour s'installer dans une construction nouvelle de 12'410 m<sup>2</sup> à la gare de Gümligen. A l'ouest de Berne, le projet de construction Europaplatz se concrétise avec la réception de la demande de permis de construire pour un bâtiment multifonction avec surfaces de bureaux.

**L'offre augmente dès aujourd'hui en raison de la publication précoce des surfaces**

L'augmentation de 17'179 m<sup>2</sup> des surfaces existantes proposées en location enregistrée au 3<sup>e</sup> trimestre 2010 montre bien avec quelle rapidité les déplacements des emplois de l'administration publique et des entreprises se font sentir sur le marché (figure 41). Cette croissance est presque exclusivement imputable au quartier des affaires extérieur et résulte de la publication des surfaces du site actuel du Credit Suisse, à la Weltpoststrasse, au Murifeld bernois, devant être rénovées d'ici 2013. A l'instar de la construction du Credit Suisse à la gare de Gümligen, d'autres constructions nouvelles engendreront à partir de 2013 une offre accrue dans le parc existant, ce qui, en raison des publications précoces, devrait se refléter dans les données dès 2011. La concurrence croissante fera pression sur les prix dans l'ensemble du marché. En raison des stratégies de décentralisation des grandes entreprises et de l'administration publique, les propriétaires d'immeubles situés dans le CBD devront se mettre en quête d'entreprises qui, par exemple en raison d'une fréquence de clientèle élevée, requièrent des locaux centraux et représentatifs. Mais avec le départ des administrations et des back-offices, il devrait être de plus en plus difficile de remplir toutes les surfaces. Pour cette raison, nous pensons que l'essor des prix que connaissent depuis cinq ans le CBD bernois et le quartier des affaires élargi devrait prendre fin à moyen terme (figure 42). Les quelque 176'000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux des gros projets devant être réalisées d'ici 2014 sur le marché bernois pourraient aussi conduire ici et là à un recul des prix.

Figure 41  
**Evolution de la surface administrative proposée**

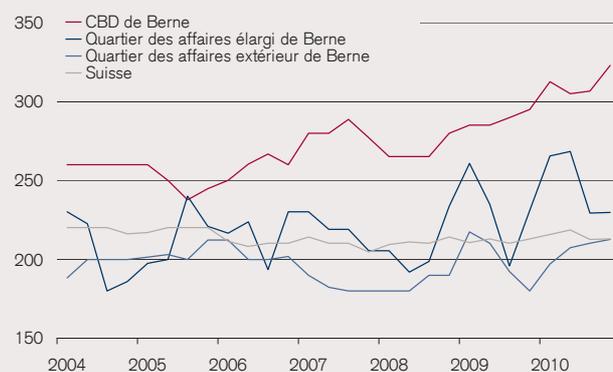
Somme des surfaces de bureaux publiées trimestriellement en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

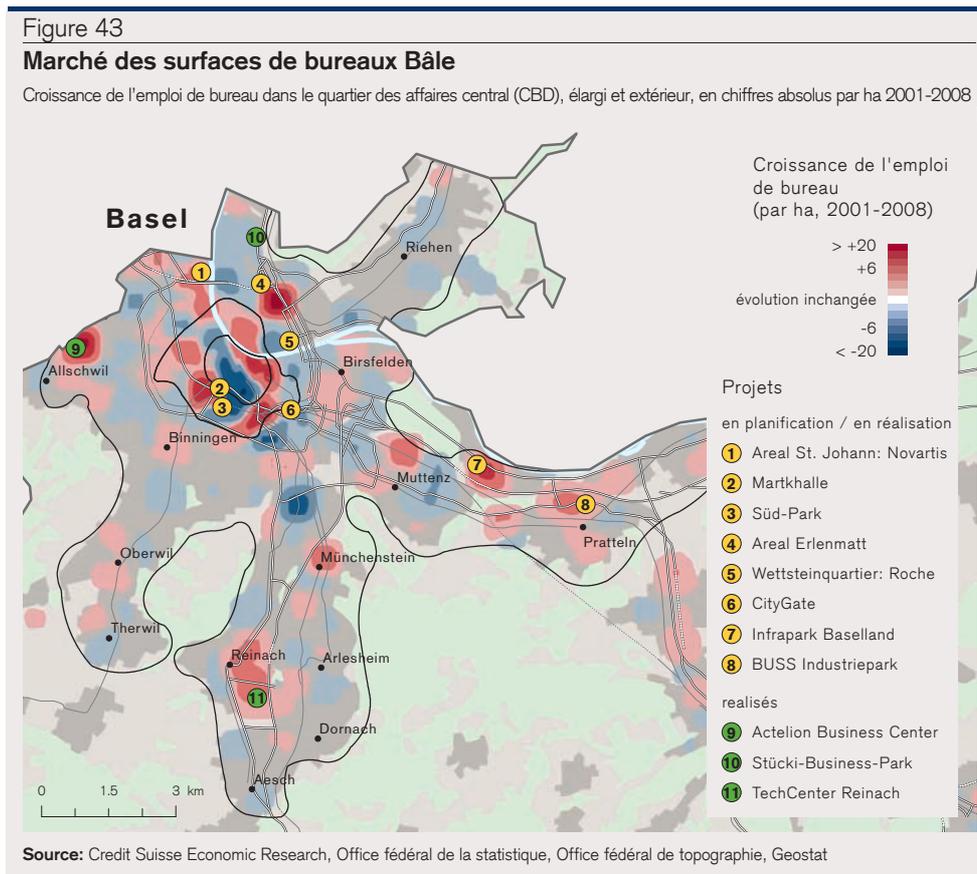
Figure 42  
**Evolution des loyers proposés**

Loyer médian en CHF/m<sup>2</sup> et par an



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

## Bâle



### Le marché bâlois des surfaces de bureaux en mutation

La demande du marché bâlois (+6.7%) des surfaces de bureaux n'a connu qu'une croissance relativement modérée de 2001 à 2008. Durant la même période, la croissance de l'emploi dans les branches de bureaux classiques se montait à 14.2% au plan national. Dans les communes des trois zones du marché de bureau, quelque 40'300 personnes travaillent au total dans les branches de bureaux classiques. Un nombre croissant de surfaces de bureaux sont en outre occupées par l'industrie pharmaceutique qui, dans le cadre du déplacement de la production industrielle, concentre ses activités de recherche et d'administration sur le coude du Rhin. En raison des déplacements du quartier des affaires central vers les quartiers élargi et extérieur, le marché est en mutation. Dans le CBD, le nombre d'employés de bureau a baissé, net, d'environ 500 personnes entre 2001 et 2008, alors que le quartier des affaires élargi a augmenté ses effectifs de 1'200 personnes. Les entreprises bâloises recherchent la proximité de la gare CFF au sud-est du CBD afin d'offrir à leurs collaborateurs une meilleure accessibilité par le réseau de transport. Le carré qui s'étend au nord-ouest de la gare, le long de la Viaduktstrasse, et la zone située directement à l'est de la gare en direction de la bretelle d'accès à la A2 ont affiché une forte croissance de l'emploi. Fin 2009, par exemple, l'assurance Sympany a déplacé son siège social, avec 480 collaborateurs, à la "Maison Jacob Burckhardt". Sur l'ancien site principal du centre-ville, au Fischmarkt central, il ne reste plus qu'un centre clients. A l'ouest de la gare CFF, le marché des surfaces de bureaux devrait continuer à évoluer en 2011, car UBS compte quitter le centre de formation pour un immeuble rénové à l'est de la Aeschenplatz dans le CBD. Ce transfert devrait, d'une part, freiner quelque peu la tendance à la décentralisation du CBD et, d'autre part, créer des surfaces pour de nouveaux locataires à un emplacement optimal en termes d'accessibilité sur la Viaduktstrasse.

### Les gros projets de l'industrie des sciences de la vie continueront d'influencer le marché

En face du centre de formation UBS, le groupe Allreal qui, en 2009, a encore acquis le bâtiment administratif adjacent "White-Plaza", transforme la halle de marché, dont l'achèvement est prévu pour 2012. On trouve encore quelques projets en cours de construction, dont les surfaces devraient être bien absorbées par le marché de Bâle.<sup>12</sup> Le plus important de ces projets concerne, sur le territoire de la ville, la cinquième et dernière étape du Stückli Business Park.

12 Pour une vue d'ensemble des autres projets de surfaces de bureaux, voir également Swiss Issues Immobilier – Marché immobilier 2010, Faits et tendances.

Celui-ci offrira une surface de location de quelque 37'000 m<sup>2</sup> une fois terminé. Les gros projets de l'industrie pharmaceutique exerceront eux aussi une influence prépondérante sur le marché. La réorientation locale de ses sites à Bâle devrait faire gonfler l'offre de surfaces existantes sur le marché des surfaces de bureaux. La Tour Roche, pour laquelle une demande de permis a été soumise en décembre, accueillera en 2015, date prévue de son achèvement, 1'750 postes de travail qui sont aujourd'hui disséminés en partie dans toute la ville dans des immeubles en location. Novartis poursuit aussi depuis longtemps la même stratégie avec la construction de son propre campus sur le terrain de St. Johann. La concurrence a aussi vu dernièrement le jour aux emplacements centraux suite aux constructions nouvelles érigées dans le quartier des affaires extérieur, par exemple à Allschwil ou Reinach, où des bâtiments de laboratoires ou administratifs ont été construits par ou pour des producteurs à orientation industrielle.

**Les évolutions des prix du CBD et du quartier des affaires élargi devraient converger**

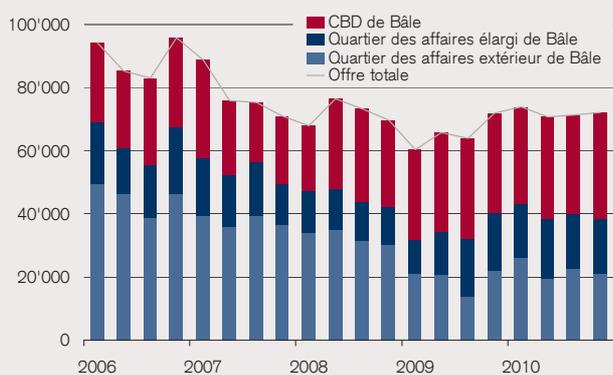
La mutation spatiale du marché des surfaces de bureaux de Bâle s'exprime dans la répartition des surfaces à louer. Dans le CBD, des bureaux d'une surface totale d'environ 30'000 m<sup>2</sup> sont proposés depuis deux ans. Auparavant, l'offre de surfaces était généralement bien inférieure à ce seuil. Dans le quartier des affaires extérieur en revanche, l'offre de 45'000 m<sup>2</sup> enregistrée en 2006 a baissé continuellement jusqu'en 2009, pour se stabiliser finalement autour de 20'000 m<sup>2</sup> en 2010 (figure 44). Dans l'ensemble, le volume de l'offre est en légère hausse depuis début 2009. Les taux de vacance recensés dans les deux cantons de Bâle ont eux aussi grimpé, atteignant 125'000 m<sup>2</sup> au total. La forte augmentation dans le canton-ville, qui affiche des surfaces de 82'000 m<sup>2</sup>, est due à l'achèvement récent d'un immeuble et grossit le trait. Comme le volume d'investissements annuels des projets autorisés a baissé continuellement depuis 2005 et qu'il ne se chiffrait plus qu'à 5 mio. CHF dernièrement dans le canton de Bâle-Ville, nous nous attendons à une stabilisation prochaine et à un recul consécutif des surfaces de bureaux inoccupées. Une suroffre n'est donc pas en vue à Bâle. Comme peu de surfaces nouvelles sont construites dans le CBD et que la demande de base est intacte, les prix ne devraient pas pâtir de l'offre légèrement excédentaire (figure 45). Les baisses de prix observées de 2007 à la mi-2009 ont été à nouveau compensées jusqu'à la fin 2010. Le seuil de 260 CHF/m<sup>2</sup> et par an de loyer brut (médiane) devrait s'affirmer à moyen terme dans le CBD de Bâle. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2010, ce seuil a dépassé l'évolution des prix dans le quartier des affaires élargi, ce qui reflète la forte augmentation de la demande de surfaces dans cette zone. Compte tenu de la popularité des surfaces proches de la gare, nous pensons que les prix de ce quartier pourraient tout à fait converger durablement avec ceux du CBD au-dessus de 260 CHF/m<sup>2</sup>.

**Les gros projets de la branche des sciences de la vie renforcent le site de Bâle et la demande de bureaux**

En dépit de cette mutation, le marché bâlois des surfaces de bureaux se porte bien. La libération sporadique de surfaces due aux gros projets du secteur chimique et des sciences de la vie n'y changera guère la situation. Avec leurs projets visionnaires, les grandes entreprises s'engagent clairement en faveur du site de Bâle, y attirant ainsi, d'une part, de nouvelles firmes pharmaceutiques et, d'autre part, des sociétés qui profitent de l'externalisation d'activités ne faisant pas partie des compétences phares des entreprises pharmaceutiques.

Figure 44  
**Evolution de la surface administrative proposée**

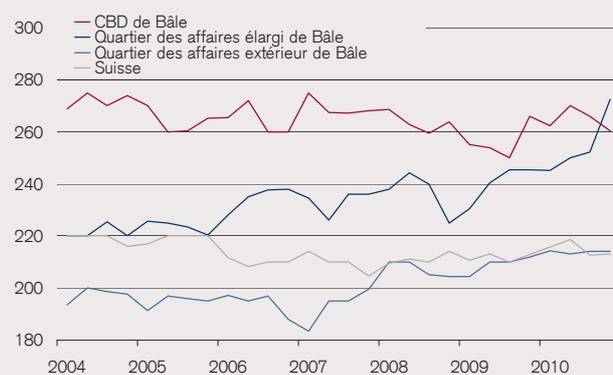
Somme des surfaces de bureaux publiées trimestriellement en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Figure 45  
**Evolution des loyers proposés**

Loyer médian en CHF/m<sup>2</sup> et par an



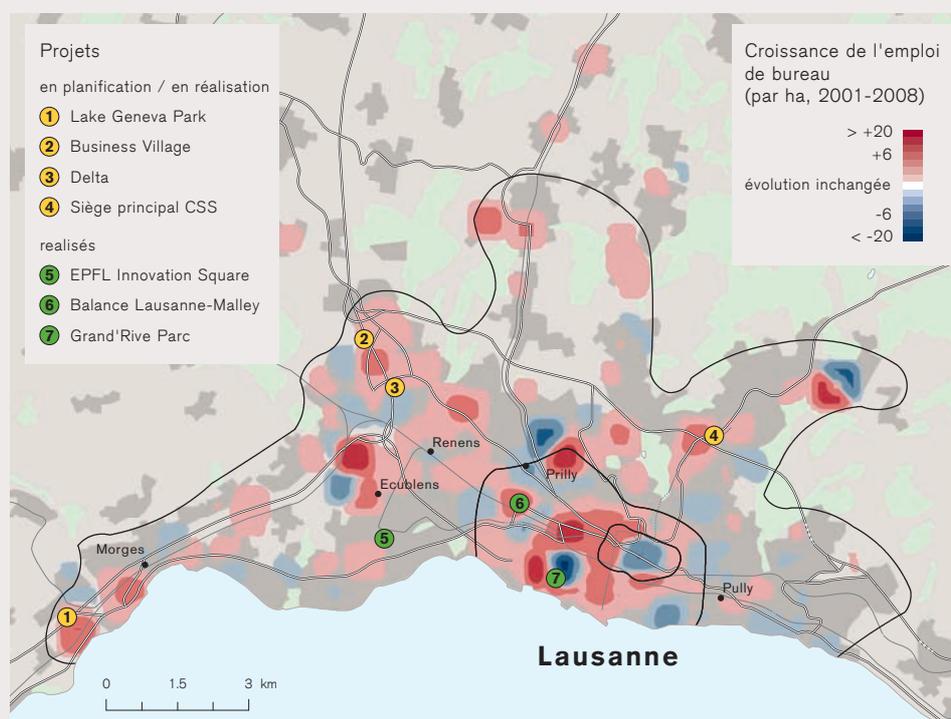
Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

## Lausanne

Figure 46

### Marché des surfaces de bureaux Lausanne

Croissance de l'emploi de bureau dans le quartier des affaires central (CBD), élargi et extérieur, en chiffres absolus par ha 2001-2008



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

### Un pôle de développement à l'ouest du CBD

Avec une croissance de l'emploi de 16.4%, lui permettant d'atteindre 31'454 équivalents plein temps, la demande du marché des surfaces de bureaux de Lausanne a connu une évolution vraiment dynamique entre 2001 et 2008. Une concentration s'observe en particulier à l'ouest du quartier des affaires central, autour du quartier émergent du Flon. Au sud-est et au nord du quartier, respectivement, l'emploi dans les branches de bureaux classiques a augmenté de 260 personnes entre 2001 et 2008; dans les quartiers ouest de la Rue de Sébeillon et de la Rue de Morges de la zone de Sébeillon/Malley, à orientation industrielle, la croissance nette de l'emploi a même atteint 700 équivalents plein temps dans les branches de bureaux classiques. Ainsi, quelque 28% de la croissance de la demande se concentrent sur ces pôles d'évolution. Plus loin, au sud-ouest du CBD, la densité des postes de travail a également augmenté, mais il ne s'agit pas d'une évolution nouvelle. En effet, Phillip Morris y a établi dès 2001 son centre opérationnel international comptant 1'500 collaborateurs du support technique et la Maison du Sport International, qui abrite de nombreuses associations et organisations sportives et ouvrira bientôt de nouvelles surfaces de bureaux, y a été construite en 2006.

### L'EPFL Innovation Square rend Ecublens attractif pour la R&D

La plus forte concentration recensée dans le quartier des affaires extérieur a eu lieu dans la commune d'Ecublens, où l'emploi dans les branches de bureaux classiques a plus que doublé, atteignant 1'413 personnes. Au nord également, la croissance a été en partie considérable, par exemple au Mont-sur-Lausanne, avec un taux de 53%. A Ecublens, la concentration se traduit en outre par des effectifs plus élevés par bâtiment. Ceux-ci sont en effet passés de 6 personnes à 18.5 entre 1995 et 2001, pour atteindre 27.7 employés par bâtiment en 2008. Le développement de l'Innovation Square sur le Campus de l'EPFL à Ecublens devrait également avoir contribué à cette concentration des effectifs. Outre de petites start-up, les équipes de recherche et de développement de grandes entreprises comme Nokia, Swisscom ou Logitech se sont installées sur une surface de bureau de 13'000 m<sup>2</sup> répartie dans 11 bâtiments. Il existe des plans de concentration décentralisée de postes de travail de la part de l'assurance CSS qui, d'ici 2012, compte ériger une construction nouvelle pour 500 collaborateurs au nord de la bretelle d'autoroute Lausanne-Vennes et directement sur la ligne de métro M2. Comme c'est également le cas d'autres entreprises, l'assurance-maladie CSS vise à regrouper différents sites et unités.

**Offre de surfaces de 30'000 m<sup>2</sup> à Bussigny-près-Lausanne**

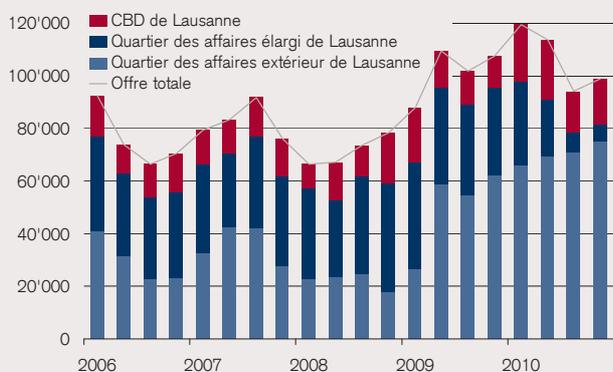
Délivré en septembre 2010, l'autorisation de construire concernant le projet de l'assurance au nord de Lausanne accroît, avec un volume de 47.4 mio. CHF, le niveau annuel de projets autorisés dans la région économique de Lausanne à 118 mio. CHF, ce qui, comparé au niveau de 208 mio. CHF recensé en 2008, doit être considéré comme modéré. Bussigny-près-Lausanne verra apparaître d'ici 2012 un Business Village doté lui aussi d'un raccordement direct à l'autoroute et au métro, avec une surface de bureau de 30'000 m<sup>2</sup>. Une partie du projet a déjà été réalisée fin 2008 et l'entrepreneur général Losinger Construction SA y a installé son siège central romand sur une surface de 3'000 m<sup>2</sup>. C'est également à ce projet que l'on doit la forte hausse des surfaces proposées dans le quartier des affaires extérieur au 2<sup>e</sup> trimestre 2009, car l'ensemble de la surface est déjà proposée en location et donne un avant-goût de l'expansion de l'offre disponible à l'achèvement en 2012 (figure 47). Toutefois, corrigée de ces 30'000 m<sup>2</sup>, l'offre avoisine, avec une surface totale de 68'916 m<sup>2</sup>, le plancher de 2006. Cela est dû avant tout à un net repli de l'offre dans le quartier des affaires élargi. Pourtant, la publication réitérée de surfaces déjà réalisées et de surfaces futures dans le quartier des affaires extérieur est le signe de difficultés de commercialisation, lesquelles sont confirmées par l'évolution du taux de vacance. Dans le district de l'Ouest lausannois, les surfaces inoccupées ont grimpé de 11'965 m<sup>2</sup> en 2009 à 49'702 m<sup>2</sup> en 2010. Dans le district de Lausanne, des surfaces de 28'253 m<sup>2</sup> étaient vacantes en 2010, contre 17'056 m<sup>2</sup> l'année précédente. Dans l'ensemble, le taux de vacance estimé dans la région économique de Lausanne est de 3.7%.

**De forts signaux émanant des prix indiquent une demande intacte**

Après une courte phase de correction, les prix du CBD sont à nouveau sur le cap de la croissance à long terme (figure 48). Compte tenu de la faible libération de surfaces et d'une moindre activité de construction nouvelle, nous ne nous attendons pas à une nouvelle augmentation du taux de vacance. Mais cela dépend en grande partie de la manière dont la situation va évoluer dans le district de l'Ouest lausannois. Il n'est pas exclu que les taux de vacance accrus et l'étendue des surfaces proposées dans le quartier des affaires élargi bloquent la croissance des prix. En revanche, malgré les tendances mutationnelles, les petites surfaces sont encore demandées dans le CBD de Lausanne et les prix devraient se stabiliser autour d'au moins 300 CHF/m<sup>2</sup> et par an. Dans le quartier des affaires élargi, la fonte de l'offre de surfaces proposées indique une demande solide. En tant que pôle de développement du marché des surfaces de bureaux de Lausanne, il existe ici encore un potentiel haussier au niveau des prix. Dans l'ensemble, les déséquilibres locaux du marché de Lausanne augmentent, ce qui ne s'est pas encore – abstraction faite de la correction cyclique dans le CBD – reflété dans les prix. Dans le quartier des affaires extérieur, la dynamique attendue de la demande ne devrait guère suffire en 2011 à remplir entièrement les nombreuses surfaces inoccupées. Mais comme les nouveaux projets sont plutôt rares actuellement, leur réduction n'est plus qu'une question de temps.

Figure 47  
**Evolution de la surface administrative proposée**

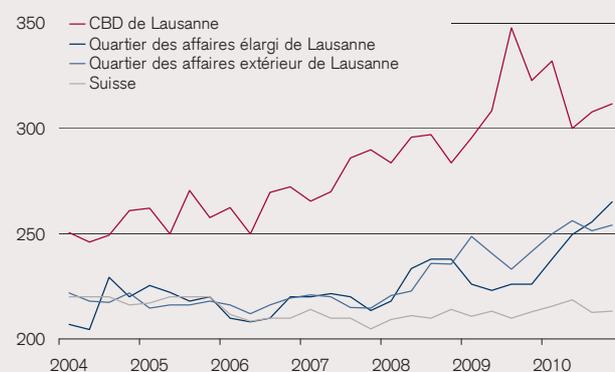
Somme des surfaces de bureaux publiées trimestriellement en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Figure 48  
**Evolution des loyers proposés**

Loyer médian en CHF/m<sup>2</sup> et par an



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

### Perspectives 2011 pour les surfaces de bureaux

A l'issue de quatre années de croissance dynamique de l'emploi dans les branches de bureaux classiques, un processus de consolidation s'est établi en 2010 sur le marché des surfaces de bureaux. Mais nous entrevoyons déjà à nouveau, plus tôt que prévu, de faibles signes de croissance du côté de la demande. L'année 2011 devrait néanmoins être placée principalement sous le signe d'une optimisation des surfaces. De nombreuses entreprises commencent à regrouper leurs sites dans de nouveaux et grands immeubles bien accessibles en dehors du CBD. Une faible demande supplémentaire ne peut que se traduire par une offre accrue de surfaces existantes. L'intense activité de planification de surfaces de bureaux de 2008, qui a atteint un volume d'autorisations de construire de 2.8 mrd. CHF, a fait grimper l'offre de surfaces de 23% dans le parc existant. Les nombreuses planifications de 2010 empêcheront une réduction de la suroffre et feront encore grimper les taux de vacance déjà en hausse. Dans les cantons de Vaud ou de Bâle-Ville, ce fut déjà le cas en 2010. Cela n'a pas encore eu d'influence sur les prix, à l'exception des CBD de Lausanne et Genève, où les niveaux de prix excessifs ont subi dernièrement une correction. A Zurich, de légères corrections des prix se profilent à l'horizon et compte tenu des expansions prévisibles des surfaces, elles pourraient bien se maintenir. A Bâle, les prix des emplacements prisés dans le quartier des affaires élargi se sont, comme on s'y attendait, rapprochés de ceux du CBD. A moyen terme, les principaux changements sont encore à venir sur le marché bernois des surfaces de bureaux, caractérisé jusqu'alors par une haute stabilité: tant l'administration publique que les grandes entreprises planifient de nouvelles surfaces à des emplacements décentralisés et d'ici 2014, elles engendreront une forte libération de surfaces existantes. Dans l'ensemble, le marché suisse des surfaces de bureaux a bien maîtrisé jusque-là le ralentissement cyclique – essentiellement parce que la suroffre existante n'a pas été accentuée par des libérations supplémentaires de surfaces. Les séquelles de la forte expansion de l'offre devraient certes encore se faire sentir ici et là, mais le nouveau cap de croissance qu'a emprunté l'emploi de bureau devrait empêcher la formation de socles de surfaces vacantes élevés.

### Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
<i>Conjoncture:</i> compte tenu de l'économie suisse fondamentalement saine, la croissance modérée de l'emploi devrait se poursuivre. Pour 2011, nous nous attendons à une augmentation d'au moins 7'000 employés dans les branches de bureaux classiques.	➔	➔
<i>Situation dans les différentes branches:</i> pour 2011, la forte demande en prestations de construction et la complexité croissante du secteur du bâtiment devraient conforter la croissance au niveau des architectes et des ingénieurs. On assistera toutefois à des adaptations structurelles et à des incertitudes persistantes dans le secteur du marché financier, qui devraient réduire légèrement l'emploi chez les prestataires financiers.		
<b>Offre</b>		
<i>Influences conjoncturelles:</i> le volume croissant de projets autorisés, qui a atteint 2.2 mrd. CHF fin 2010, devrait éviter dans un premier temps une réduction de la suroffre.	↗	↗
<i>Structure de l'offre:</i> sont concernés par la suroffre, dans une première phase, les régions périphériques et les quartiers des affaires extérieurs des principaux marchés des surfaces de bureaux. Les vagues de déplacement vers les quartiers extérieurs se feront également sentir dans les CBD, dans une deuxième phase, sous la forme d'une offre excédentaire.		
<b>Résultat du marché</b>		
<i>Surfaces vacantes:</i> dans les cantons de Bâle-Ville et de Vaud, les taux de vacance ont déjà augmenté en 2010. Nous nous attendons, dans les autres cantons également, à une fin du recul ou des tendances latérales des surfaces vacantes qui, de façon analogue à l'évolution de l'offre, devraient augmenter dans un premier temps dans les quartiers des affaires extérieurs puis dans les CBD.	➔	↗
<i>Loyers:</i> les évolutions de prix localement différentes se compensent au niveau national et maintiendront le mouvement latéral de ces 5 dernières années dans une fourchette de 205 et 215 CHF/m <sup>2</sup> et par an. Les corrections isolées de prix CBD élevés devraient céder la place à une phase de stabilisation des prix, tandis que la croissance des prix devrait stagner dans les quartiers des affaires élargis.	➔	➔
<i>Performance:</i> les tendances mutationnelles, assorties d'une demande supplémentaire modérée, devraient également faire grimper ponctuellement les taux de vacance dans les CBD à partir de 2011. Il existe un risque accru pour les immeubles anciens et non rénovés qui se situent à des emplacements périphériques et/ou mal desservis par le réseau de transports, qui sont abandonnés par les entreprises pour des raisons d'optimisation des surfaces. La fin prochaine de la phase de taux d'intérêts bas a en outre un effet d'amortissement sur le potentiel de rendement.	➔	↘

Source: Credit Suisse Economic Research

## Surfaces de vente

Depuis des années, les immeubles du commerce de détail permettent de réaliser les plus gros rendements, comparés aux autres secteurs immobiliers. La théorie des marchés des capitaux nous enseigne que des rendements élevés sont aussi liés à un risque élevé. La frontière est souvent tenue dans les surfaces de vente. Peu de choses décident parfois du succès ou de l'échec. Les chaînes internationales du commerce de détail attisent la lutte déprédatrice, à laquelle ont succombé essentiellement les petits magasins, et intensifient ainsi la mutation structurelle qui fait déjà rage en raison du nouveau comportement des consommateurs et des tendances à la saturation. Une mutation structurelle intensive signifie que les cartes sont redistribuées, ce qui, à son tour, a des effets incertains sur les acteurs du marché – engendrant un risque accru.

### Demande

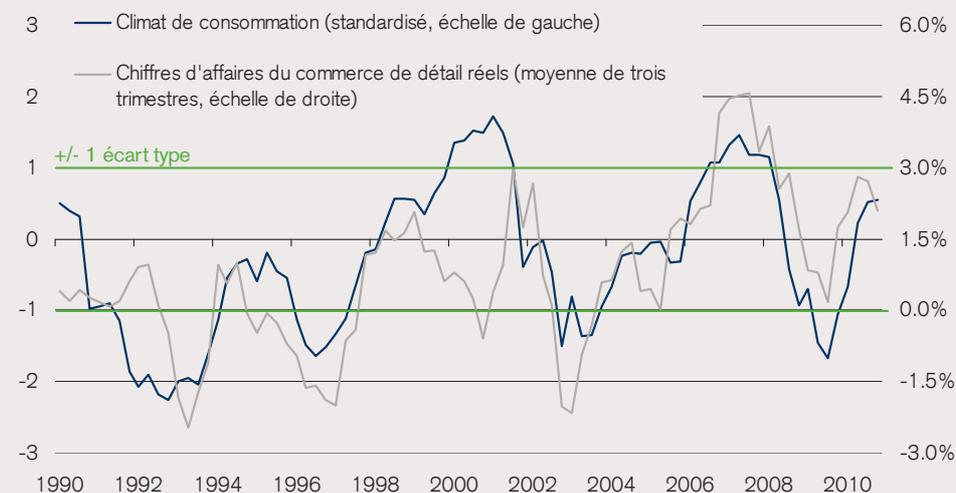
#### La récession ne laisse guère de séquelles dans le commerce de détail

La Suisse a moins souffert des effets de la crise mondiale que la plupart des autres pays industrialisés. Grâce à un redressement impressionnant, le recul du PIB a pu être compensé dès le 3<sup>e</sup> trimestre 2010. Cette évolution s'explique aussi par une demande locale stable et une consommation privée robuste, qui ne s'est laissée irriter ni par la récession, ni par les mauvaises nouvelles des marchés. Grâce au chômage technique, il a été possible de différer les répercussions brutales de la chute de la marche des affaires de l'industrie sur le moral des salariés et des consommateurs jusqu'à ce que des lueurs d'espoir pointent, courant 2009, à l'horizon conjoncturel. La baisse du climat de consommation n'a aussi été que de courte durée et peut être interprétée a posteriori comme une pause après la chute de Lehman. Dès l'automne 2009, une reprise a ramené d'un coup le climat de consommation à un niveau qui dépasse clairement la moyenne sur le long terme (figure 49). Cette nette amélioration s'est accompagnée d'une évolution étonnamment robuste sur le marché du travail. Les scénarios catastrophes présentés antérieurement, avec des taux de chômage avoisinant les 5%, se sont révélés trop pessimistes. Cela rappelle les phases de dépression du passé, où le climat était meilleur que la situation. Depuis 2006, on en est venu à un changement de paradigme: pour la première fois, la situation est meilleure que le climat ou, en d'autres termes, les consommateurs sont désormais trop pessimistes.

Figure 49

#### Chiffres d'affaires du commerce de détail et climat de consommation

Climat de consommation: indice; chiffres d'affaires du commerce de détail: variation par rapport à l'année précédente, en %



Source: Secrétariat d'Etat à l'économie, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse Economic Research

### **Une croissance respectable des chiffres d'affaires grâce à la migration**

Avec l'amélioration du climat, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont aussi vite repris le chemin de la croissance. L'année dernière, ils devraient avoir connu une augmentation réelle de près de 3%, ce qui, compte tenu de la stagnation de l'année précédente, représente un résultat respectable. Une comparaison avec les cycles antérieurs montre que les chiffres d'affaires du commerce de détail ont beaucoup moins souffert dans la récente phase de ralentissement. Une fois de plus, l'immigration s'est révélée un important pilier, car la croissance démographique de l'année dernière de 0.9% contribue largement à l'augmentation de la consommation. Chaque personne immigrée est un consommateur de plus qui, dans la phase de fondation d'un ménage, suscite en outre une demande accrue en biens du commerce de détail. Les revenus, en revanche, n'ont pas généré de grandes impulsions l'année passée, car les ménages n'ont pas pu enregistrer d'importantes augmentations de salaires ni d'heures de travail supplémentaires. Le pouvoir d'achat a néanmoins augmenté – tout du moins pour ce qui est de la part des propriétaires de logement dans la population, qui est d'environ 40%. En raison des distorsions de la structure des intérêts, ceux-ci avaient environ 4.6 mrd. CHF de plus en poche en fin d'année. Une partie de ce cadeau inopiné de la crise est allée à la consommation et devrait avoir contribué à une stabilisation rapide des chiffres d'affaires du commerce de détail.

### **Une croissance mitigée des chiffres d'affaires du commerce de détail pour 2011**

Durant l'année en cours, les ménages de propriétaires profiteront à nouveau de coûts d'habitat réduits. Mais dans l'ensemble, les perspectives de revenu sont mitigées. L'augmentation des prélèvements pour le système d'assurance sociale ainsi que la hausse des primes d'assurance maladie engloberont durant l'année ce que l'inflation laisse de l'augmentation des salaires. Les espoirs reposent en grande partie sur une évolution dynamique du marché du travail qui – à condition qu'il n'y ait pas de nouvelles perturbations en lien avec la crise de la dette – au regard de l'évolution réjouissante des emplois vacants, ne sont pas irréalistes. Comme dans les années précédentes, le principal moteur de croissance sera de nouveau l'immigration. Après le recul de la vague migratoire déclenchée par la suppression totale des dernières restrictions de la libre circulation des personnes, une nouvelle donne se profile. Les chiffres d'immigration de ces deux dernières années devraient devenir la norme, garantissant au commerce de détail une croissance de base. Son potentiel sera encore augmenté par le fait que la majeure partie des immigrants appartiennent aux tranches d'âge qui, après intégration, devraient réaliser des revenus croissants, qui s'accompagneront de dépenses de consommation plus élevées.

### **La demande de surfaces sous le signe de la mutation structurelle**

La croissance modérée mais solide attendue pour les chiffres du commerce de détail permet aussi d'escompter une poursuite de la reprise dans la demande de surfaces. Mais il n'est pas encore question de retour à l'euphorie d'avant la crise. L'année dernière, les deux grands distributeurs Migros et Coop ont élargi leurs surfaces de vente de 1 à 2%. Nous nous attendons à une évolution similaire pour l'année en cours. Des rabais sur l'assortiment de détail témoignent qu'avec la croissance d'Aldi et de Lidl, la concurrence s'intensifie dans les affaires grand public classiques. Les nouveaux discounters poursuivent imperturbablement leur rythme d'expansion et sont freinés tout au plus par des difficultés de recrutement de personnel qualifié. L'année dernière, Lidl a ouvert une trentaine de succursales, Aldi une vingtaine, lançant sur le marché de nouvelles surfaces de détail de quelque 56'000 m<sup>2</sup>. Des productivités des surfaces en baisse chez les deux grands distributeurs, qui réunissent environ 40% du chiffre d'affaires du commerce de détail, attestent de la concurrence à outrance qui règne actuellement dans le retail. La future demande de surfaces sera donc davantage dominée par les mutations structurelles du commerce de détail que par les projets d'expansion. Les moteurs de ce changement structurel sont les tendances aux plus grands formats, les évolutions des trajets de courses et des heures d'achat des consommateurs, la préférence pour les centres commerciaux et les magasins spécialisés ainsi que le come-back des petits magasins sous forme de Convenience. Dans leur activité principale, Migros et Coop ont pu augmenter pour les magasins spécialisés leurs chiffres d'affaires au-dessus de la moyenne l'année dernière. Les grands distributeurs essaieront donc de compenser leurs chiffres d'affaires en stagnation, voire en baisse, dans le domaine alimentaire par une croissance des ventes dans le non alimentaire. Cela devrait encore stimuler la croissance des magasins spécialisés, qui profite en particulier des grandes surfaces de bricolage – où des concurrents allemands comme Hornbach et Bauhaus percent sur le marché suisse – et de la chaîne de meubles Ikea.

### **L'e-commerce influencera un jour les structures de surfaces**

A moyen et long terme, le commerce en ligne, qui affiche des taux de croissance élevés mais qui, en matière de chiffre d'affaires, n'a franchi que le seuil du 1%, par exemple, dans les produits alimentaires, devrait influencer les structures des surfaces de vente. La commande sur Internet, qui permet un gain de temps, se propagera plus rapidement qu'on ne pourrait le supposer aujourd'hui.

## Complément: densité des centres commerciaux en Suisse

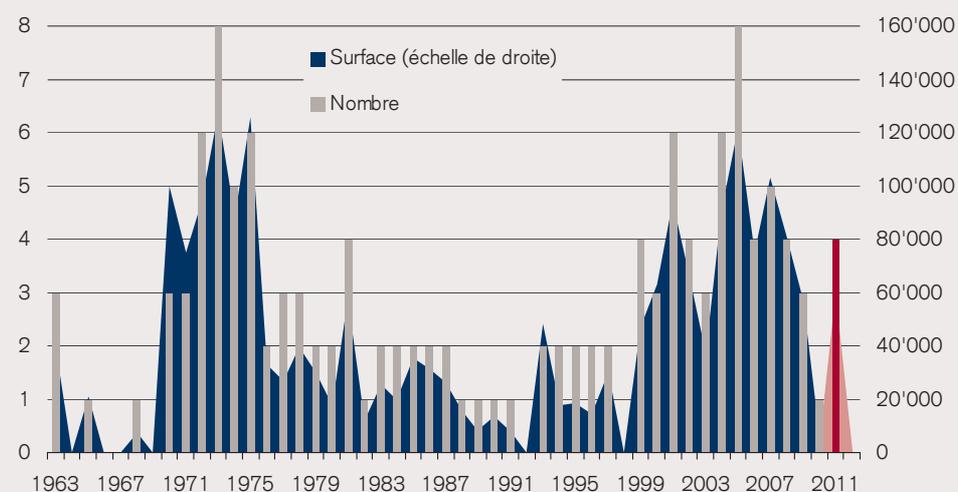
### La fin d'une décennie du centre commercial

En termes de surfaces de vente, la Suisse a atteint la fin d'une décennie du centre commercial. Depuis la fin des années 1990, une vague de nouveaux centres commerciaux a déferlé sur la Suisse, comme ce fut déjà le cas au début des années 1970 (figure 50). Ces nouveaux temples de la consommation ont laissé une empreinte durable sur le paysage des centres commerciaux. Au sein du top ten, trois centres sont issus de l'ère nouvelle. Avec Sihlcity à Zurich-Sud, la Shopping Arena à Saint-Gall, le Westside à Berne et le Stücki à Bâle, quatre centres importants ont été lancés au cours de ces quatre dernières années. Suscitant moins d'intérêt de la part des médias, d'anciens centres commerciaux ont été modernisés et ont élargi en partie substantiellement leur surface. Obéissant à la loi des rendements décroissants, le chiffre d'affaires par mètre carré ne peut, dans la plupart de ces cas, être maintenu. Si l'on analyse la productivité des surfaces de tous les centres commerciaux, on remarque qu'à l'exception notable du Glattzentrum et du Centre Balaxert à Genève, le chiffre d'affaires par surface d'un centre a tendance à être d'autant plus bas que les surfaces du centre sont nombreuses. Les stratégies de croissance se heurtent donc à des limites. Nous avons à maintes reprises attiré l'attention sur le fait que le rythme d'expansion engagé dans le commerce de détail ne pourrait être maintenu éternellement. A l'issue d'une phase de croissance d'environ dix ans, l'expansion des surfaces des centres commerciaux a désormais fait une pause l'année dernière. Une seule ouverture a pu être enregistrée, celle de l'Ifis Center à Langnau dans l'Emmental.

Figure 50

### Evolution des centres commerciaux en Suisse par année de construction

Centres commerciaux avec une surface de vente de plus de 7'000 m<sup>2</sup> et offre de produits alimentaires; 2011/12: prévision



Source: Credit Suisse Economic Research, Wüest & Partner, GfK

### Le pipeline de projets s'amenuise

Les chiffres d'affaires peu enthousiasmants des nouveaux centres ont peut-être contribué à tempérer l'euphorie. Mais les autres centres ont dû eux aussi, après des années de taux de croissance supérieurs à la moyenne, s'accommoder depuis 2009 d'une plus faible croissance de leurs chiffres d'affaires, et certains ont même dû essayer des pertes. Seuls les chiffres corrigés pour 2010 permettront de savoir si cette situation s'explique par des raisons conjoncturelles ou par un déclin de la récente ère des centres commerciaux. Le fait qu'environ deux douzaines de projets soient encore en cours de planification pourrait laisser présager une poursuite du boom de la construction de centres commerciaux. Toutefois, si on y regarde de plus près, les dates d'inauguration annoncées semblent de plus en plus lointaines. Alors qu'au milieu de l'année dernière, on comptait encore sur huit ouvertures pour l'année en cours, on n'en recense plus que quatre aujourd'hui: le Centre Commercial Courvieux à Martigny, le Centro Ovale à Chiasso, le City West à Coire et le Stade Thoun Sud, qui sont tous déjà en cours de construction. Cela devrait conférer au marché des centres commerciaux une nouvelle expansion des surfaces d'environ 60'000 m<sup>2</sup>, soit près de 3%.

En 2012, il faudra s'attendre à une croissance nulle, si nous ne comptons pas l'Albispark, faute d'offre de produits alimentaires, parmi les centres commerciaux classiques. La seconde vague d'ouverture de centres commerciaux en Suisse touche ainsi inexorablement à sa fin. Le rythme d'expansion rapide des deux discounters Aldi et Lidl qui, par leur stratégie d'approvisionnement de proximité, absorbent le pouvoir d'achat et les fréquences, facteurs particulièrement décisifs pour le lancement de nouveaux centres, devrait contribuer à ce qu'un certain nombre des projets actuels ne puissent survivre à la phase de planification. Le fait que certains des projets en cours de planification soient des projets de stade, généralement caractérisés par une haute complexité, ne simplifie pas les choses. La symbiose entre le stade de sport et le centre commercial s'explique souvent simplement par le fait que les uns attendent un financement plus facile de l'infrastructure de sport, les autres un plus grand nombre de places de parc.

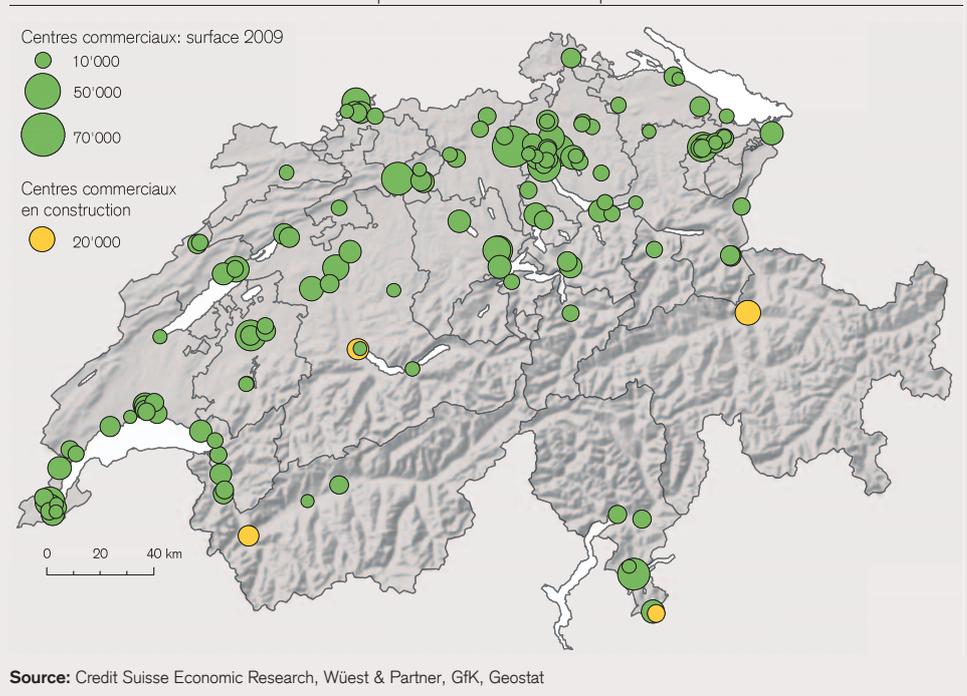
### Un réseau de centres commerciaux à mailles serrées?

Le réseau des centres commerciaux qui, aujourd'hui, traverse toute la Suisse, resserre de plus en plus ses mailles. La recherche de nouveaux sites devient en conséquence plus difficile. On ne trouve pratiquement plus de surfaces libres. Les meilleurs emplacements sont déjà occupés; il s'agit certes souvent d'anciens parcs commerciaux, mais ceux-ci disposent, à condition d'investir dans des transformations, de bonnes chances de croissance. Pour se faire une idée plus exacte de la densité de l'approvisionnement des centres commerciaux en Suisse, nous avons appliqué l'indicateur présenté dans notre Retail Outlook 2011 pour la densité d'approvisionnement du commerce de détail.<sup>13</sup> Nous considérons ce faisant tous les centres commerciaux d'une surface de plus de 7'000 m<sup>2</sup> et disposant d'un secteur alimentaire. La Suisse compte actuellement 132 ensembles de ce genre, dont quatre, que nous avons mentionnés nommément ci-dessus, sont encore en cours de construction. Les premiers de ces centres commerciaux ont vu le jour au début des années 1960; 47 d'entre eux ont été construits durant ces 11 dernières années (figure 51).

Figure 51

#### Centres commerciaux en Suisse

Toutes les centres commerciaux de surfaces de plus de 7'000 m<sup>2</sup> et offre de produits alimentaires



### Un nouvel indicateur de la densité d'approvisionnement avec les centres commerciaux

Les indicateurs traditionnels de mesure de la densité d'approvisionnement, comme le nombre de magasins par habitant d'une région, ne sont que peu parlants. Ils ne parviennent pas à exprimer le fait que les centres commerciaux disposent d'une grande force d'attraction et que leurs zones de desserte s'étendent généralement aux régions avoisinantes. En général, les zones d'achalandage des différents centres commerciaux se chevauchent en Suisse, si bien qu'il faut tenir compte de cette situation de concurrence. Notre indicateur possède donc deux dimensions. Il représente d'une part la situation concurrentielle en intégrant les surfaces de centres commerciaux situés aux alentours, et il mesure d'autre part le nombre de clients potentiels qui habitent ou travaillent dans la zone d'achalandage. Pour déterminer un indicateur aussi exact que possible, l'évaluation se fait pour chaque commune. Les zones d'achalandage des différents centres commerciaux ne sont pas fixées a priori, mais générées automatiquement en tant que fonction de la distance entre le potentiel de clientèle et l'offre d'achat. Nous ne nous basons pas, ce faisant, sur les distances en tant que grandeur, mais sur le temps nécessaire à les parcourir. La fonction de pondération correspondante a été déduite de données empiriques relatives au comportement de mobilité pour les courses.

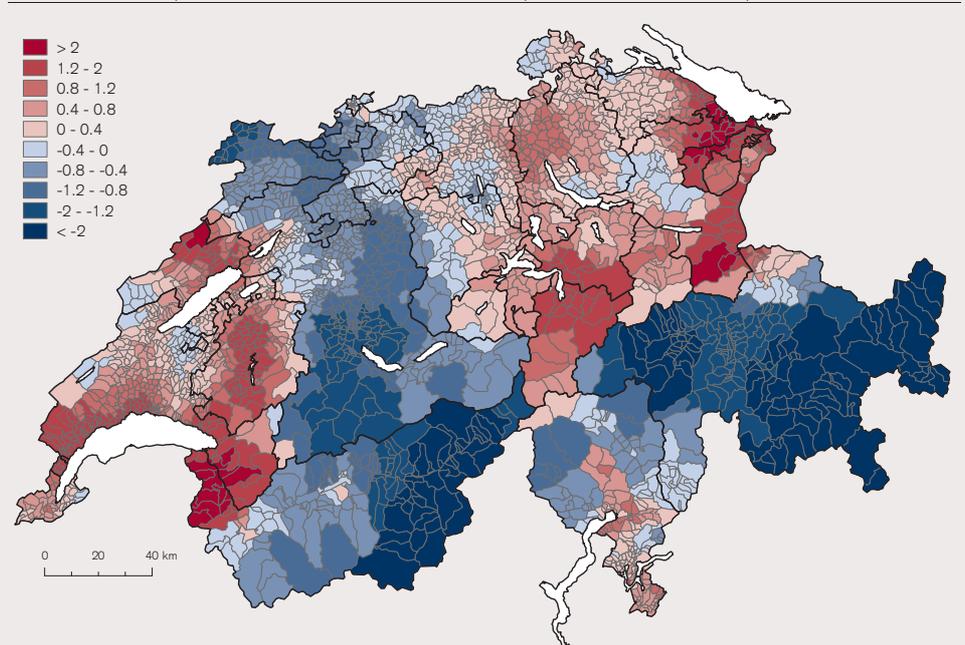
### Les régions en expansion de la Suisse sont bien couvertes

A partir du quotient de surfaces d'achat et du potentiel de clientèle, on déduit le Retail Provision Index (RPI) pour les centres commerciaux, que nous standardisons à des fins de comparabilité. Un RPI négatif (bleu) est le signe d'une densité d'offre inférieure et un RPI positif (rouge) d'une densité d'offre supérieure à la moyenne en centres commerciaux dans une commune. Le RPI endosse ce faisant la perspective du fournisseur. Un RPI peu élevé indique que l'offre existant dans la commune est faible par rapport au potentiel de clientèle et qu'il existe une chance pour de nouveaux prestataires. En revanche, un RPI élevé laisse présager une certaine saturation. La densité des centres commerciaux révèle des aspects intéressants (figure 52).

Figure 52

#### Densité des centres commerciaux en Suisse

Retail Provision Index pour les centres commerciaux de surfaces de plus de 7'000 m<sup>2</sup> et offre de produits alimentaires



Source: Credit Suisse Economic Research, Wüest & Partner, GfK, Geostat

Les deux régions métropolitaines de Genève/Lausanne et Zurich qui, au cours de ces dernières années, ont affiché la plus forte croissance démographique, présentent une haute densité d'approvisionnement. Une zone mixte s'étend du Jura au Valais, en passant par le canton de Berne, avec des densités d'offre plutôt faibles. Les densités d'approvisionnement généralement basses dans les cantons montagneux du Valais et des Grisons s'expliquent par les données topographiques, préjudiciables au groupement de possibilités d'achat en un seul lieu. De plus, grâce à la demande supplémentaire issue du tourisme, ces régions sont relativement bien des-

servies par des magasins de produits alimentaires, comme le montre l'évaluation du RPI pour ces magasins. En conséquence, les locataires-clé du domaine alimentaire n'ont que peu d'intérêt à y voir s'installer un centre commercial.

### Une tache blanche à Thoune

Au Tessin, les centres commerciaux de Tenero et San Antonino ainsi que les centres situés dans la région de Lugano/Mendrisiotto couvrent relativement bien les besoins. Dans la région de Zurich, le degré d'approvisionnement est supérieur à la moyenne mais, compte tenu de la forte densité de population, il n'est pas excessif. Après l'ouverture de la Shopping-Arena, la région de Saint-Gall peut être considérée comme saturée en Suisse alémanique, tout comme le Sarganserland ainsi que la région d'Uri/Innerschwyz. En Suisse romande, l'Arc lémanique, le Chablais, le canton de Fribourg et la région de La Chaux-de-Fonds bénéficient plutôt d'une suroffre. Yverdon pourrait éventuellement encore absorber des surfaces supplémentaires. Comme si le marché avait déjà disposé plus tôt de notre évaluation, trois nouveaux centres commerciaux seront lancés, avec le stade Thoune Sud, le City West à Coire et le Centre Commercial Courvieux à Martigny, dans des régions qui ne sont pas encore considérées comme surapprovisionnées. Le Centro Ovale à Chiasso, en revanche, devrait être exposé dès le début à la concurrence à outrance d'autres centres commerciaux. S'il y avait encore une chose telle qu'une tache blanche dans le paysage des centres commerciaux de Suisse, c'est à Thoune qu'on la trouverait. Le centre "Puls Thun", sur le terrain Emmi, constitue déjà un nouveau projet.

En raison de l'absence de données, le potentiel de clientèle et les centres commerciaux des pays limitrophes ne sont pas inclus dans les calculs. Comme le tourisme commercial Suisse-étranger est supérieur à celui du sens étranger-Suisse, le RPI dans les zones frontalières tend vers des valeurs basses. Ainsi, la région métropolitaine de Bâle apparaît plutôt sousapprovisionnée. Mais sans base de données, il n'est pas possible de juger définitivement si c'est le potentiel de clients étrangers ou plutôt la situation concurrentielle qui seraient déterminants.

---

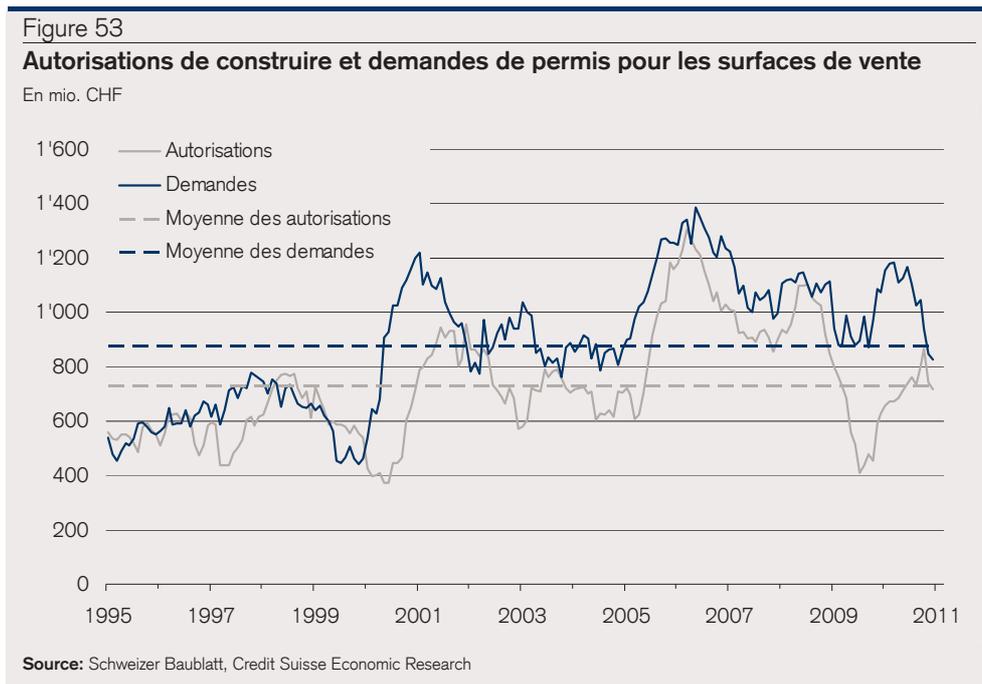
### Offre

### Des rendements élevés avec les immeubles de commerce

Longtemps, la forte expansion des surfaces du commerce de détail a donné matière à discussion. A plusieurs reprises durant ces dernières années, nous avons proposé des explications pour cette évolution apparemment inéluctable. Aux précédentes raisons, telles que l'entrée de prestataires étrangers sur le marché suisse, la stratégie de défense des fournisseurs établis de longue date et la mutation structurelle (sous l'effet d'évolutions sociales), vient s'ajouter la stabilité de la consommation en Suisse, récemment mise en évidence. Forte de son statut de marché de niche et de test pour les détaillants étrangers du fait de son solide pouvoir d'achat et de sa concurrence souvent limitée, la Suisse jouit d'un fort attrait. Autre moteur de l'expansion des surfaces: les rendements remarquables réalisés dernièrement avec les surfaces de vente. Selon les données de l'indice IPD (Investment Property Databank)/Wüest & Partner 2009, c'est en investissant dans des immeubles de commerce que l'on pouvait générer les plus hauts rendements durant ces huit dernières années, comparé à d'autres immeubles de rendement. Même si dans ces données, les surfaces des petits commerces, au détriment desquels s'est faite jusqu'ici l'expansion des surfaces, sont nettement sous-représentées, ces chiffres expliquent bien l'intérêt durable des investisseurs à l'égard des nouveaux projets.

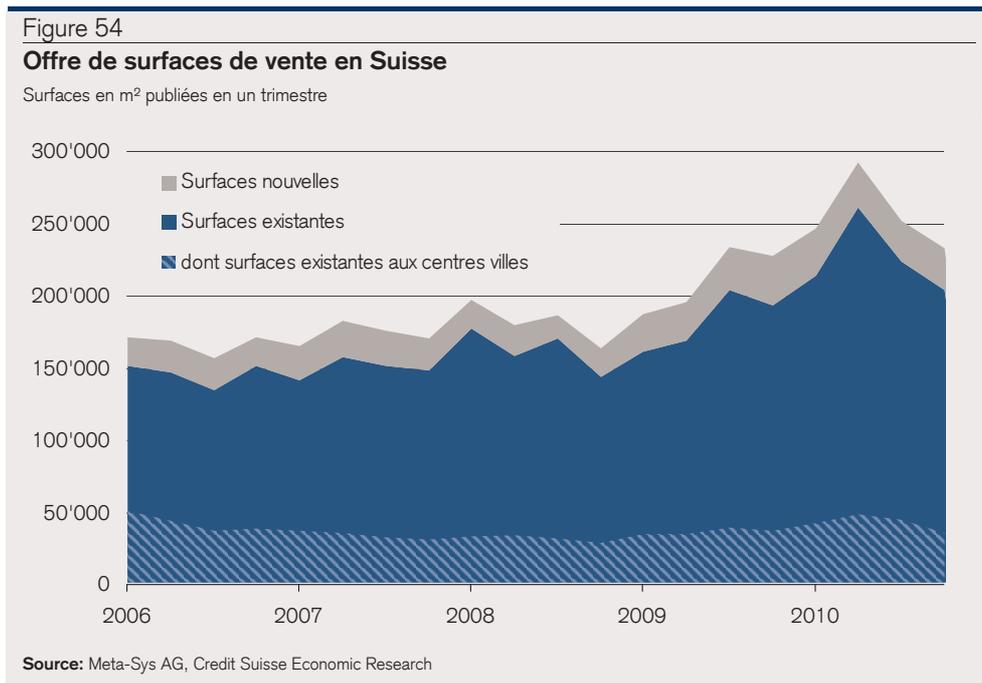
### L'expansion des surfaces se tasse

Avec la crise financière, l'expansion des surfaces de vente est mise à rude épreuve. La perspective d'une récession potentiellement grave et durable a souvent remis en question les projets d'expansion des détaillants. Il était prévisible que la crise financière aurait des retombées sur l'activité de planification et les suppositions se sont aussi confirmées à partir de l'automne 2008, avec le recul rapide des autorisations de construire (figure 53). Toutefois, le hiatus a été de courte durée. Dès la mi-2008, l'augmentation des demandes de permis et le revirement de tendance au niveau des volumes de surfaces de vente autorisées ont signalé que les projets d'expansion ne resteraient pas longtemps stoppés. Néanmoins, la crise financière a tempéré, si ce n'est plus, l'expansion des surfaces. Pour l'heure, demandes de permis et autorisations de construire sont en recul, et ces deux indicateurs se situent légèrement en deçà de leur valeur moyenne sur le long terme. Les intentions d'expansion semblent avoir perdu de leur dynamique.



**Nettement plus de surfaces proposées**

Du fait d'une forte demande de la part des détaillants, les surfaces supplémentaires ont bien été absorbées entre 2006 et 2008, si bien que le volume des surfaces publiées sur les portails immobiliers a toujours oscillé autour de 170'000 m<sup>2</sup> (figure 54). Ici encore, le changement de climat à l'automne 2008 a nettement réduit la demande, de sorte que l'absorption parfaite des surfaces anciennes et nouvelles s'est enrayée. En l'espace de six trimestres, le volume des surfaces publiées a grimpé de 80% jusqu'au printemps 2010. Le fait que l'offre en centre ville croisse aussi de quelque 70% montre le degré d'incertitude provoqué par la crise. Une fois la courte récession maîtrisée, la situation s'est améliorée et l'offre de surfaces de vente a de nouveau reculé. Le redressement n'est toutefois pas terminé. Fin 2010, les surfaces proposées, tant anciennes que nouvelles, dépassaient encore de près d'un tiers le niveau antérieur à la crise. La hausse temporaire de l'offre ne s'est totalement résorbée qu'en centre ville.



## Résultat du marché

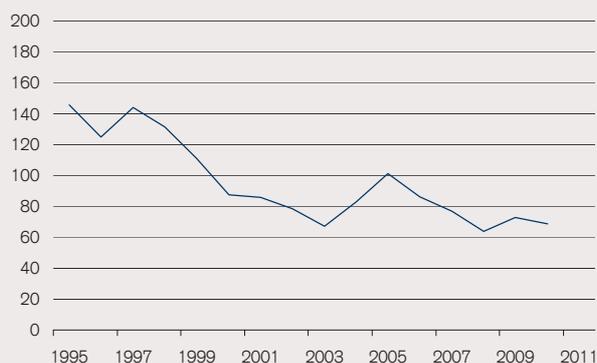
### Le recul des taux de vacance prend fin

Dans certaines régions de Suisse, on recense les locaux vacants sur le marché des surfaces de vente. Nous disposons des évaluations pour les cinq cantons de Genève, Vaud, Neuchâtel, Bâle-Ville et Bâle-Campagne ainsi que pour les villes de Zurich, Berne et maintenant aussi pour Lausanne. Comme on peut le voir sur la [figure 55](#), le recul régulier des surfaces inoccupées, avec de brèves interruptions, à ces endroits durant ces dernières années a pris fin. Dès 2009, il en résulte davantage de logements vacants, toutefois fortement influencés par l'évolution dans la ville de Bâle. L'année dernière, les surfaces vacantes se sont globalement légèrement résorbées. Un impact de l'offre supérieure sur les surfaces inoccupées recensées au 1<sup>er</sup> juin n'a donc pas encore pu être constaté. Comme on le sait, les surfaces vacantes réagissent toutefois en différé aux évolutions du marché. Ainsi, les retombées de l'éclatement de la bulle dotcom ne se sont manifestées dans les chiffres qu'en 2004. Le tableau des résultats détaillés est hétérogène. Alors que les taux de vacance sont toujours en baisse dans la ville de Zurich, on relève une tendance à la hausse des surfaces inoccupées dans les deux cantons de Neuchâtel et de Bâle-Ville. Dans les autres zones, l'évolution est plus ou moins latérale ([figure 56](#)).

Figure 55

#### Surfaces de vente inoccupées

Total des surfaces de 5 cantons et de trois villes, en 1'000 m<sup>2</sup>

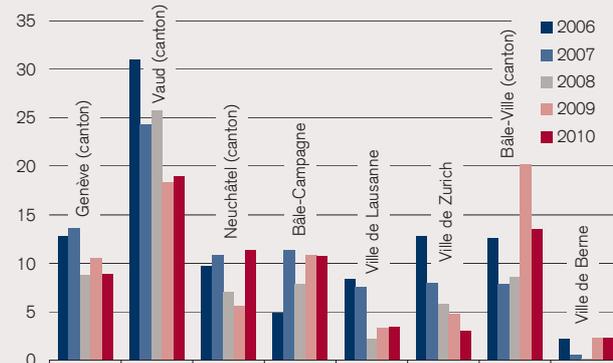


Source: Credit Suisse Economic Research, divers offices cantonaux

Figure 56

#### Surfaces de vente inoccupées par région

Surfaces vacantes au plan régional en 1'000 m<sup>2</sup>



Source: Credit Suisse Economic Research, divers offices cantonaux

### De faibles taux de vacance dans les villes

Dans les grandes villes particulièrement, les taux de vacance se situent à un niveau extrêmement bas. A Zurich, 0.18% seulement (3'000 m<sup>2</sup>) des surfaces de vente étaient inoccupées. Pour Genève et les autres villes, les chiffres devraient être un peu supérieurs, mais ne pas dépasser 0.6% à l'exception de Bâle, qui doit encore digérer l'ouverture du centre commercial Stücker et l'extension de RailCity Bâle. Mais Bâle est régie par d'autres étalons, car dans cette ville-frontière, faire ses courses de l'autre côté de la frontière nationale est populaire et également très intéressant financièrement aujourd'hui compte tenu du franc suisse fort. Il sera intéressant de suivre l'évolution des centres commerciaux projetés à Weil am Rhein et sur le terrain Erlenmatt, éloignés de deux kilomètres seulement à vol d'oiseau. Dans un contexte de forte concurrence sur un espace restreint, c'est avant tout le site qui importe.

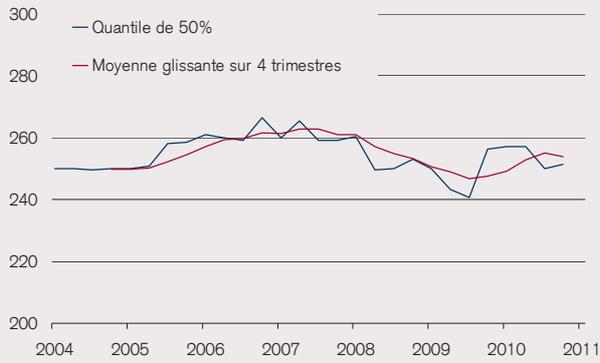
### Le tassement des prix en partie rattrapé

La phase de ralentissement s'est répercutée relativement vite sur les loyers proposés des surfaces de vente. Les prix médians, variant depuis un certain temps sur une fourchette plus ou moins serrée de 240 à 260 CHF, ont baissé pour atteindre temporairement 240 CHF ([figure 57](#)). En revanche, les prix du segment supérieur ont réagi relativement tard, mais d'autant plus fortement ([figure 58](#)). Dans ces deux domaines, les prix de l'offre se sont remis jusqu'à la fin de l'année dernière. Dans le segment de prix supérieur, le tassement des prix – si l'on suit la moyenne glissante plus éloquent du fait du manque de données – a été presque entièrement rattrapé. Dans le segment de prix moyen, les prix de l'offre stagnent en revanche au milieu de la fourchette existante, après avoir regagné la moitié du repli. Ces réactions et mouvements de prix illustrent la forte prédilection de la demande pour les emplacements d'exception.

Figure 57

**Evolution des loyers, segment de prix moyen**

Prix proposés en CHF/m<sup>2</sup>, quantile de 50% (médiane)

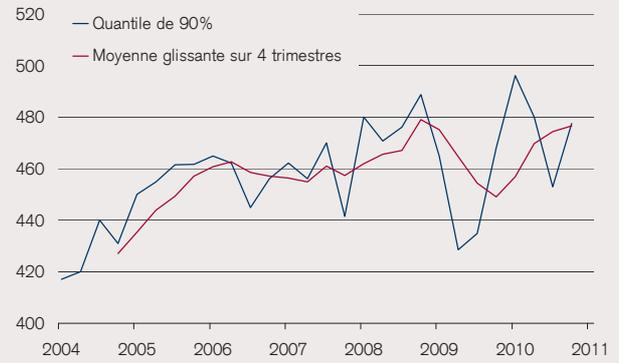


Source: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

Figure 58

**Evolution des loyers, segment de prix supérieur**

Prix proposés en CHF/m<sup>2</sup>, quantile de 90%



Source: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

### Perspectives 2011 pour les surfaces de vente

Après un recul provisoire de la demande d'origine conjoncturelle, qui a même touché les centres villes, la confiance revient progressivement et devrait offrir aux surfaces de vente une demande solide mais pas excessive en 2011. Le moral des détaillants est tout juste positif et l'intérêt des concurrents étrangers ne faiblit pas. Mais les arbres ne vont pas monter jusqu'au ciel. La phase de ralentissement relativement bien supportée a ainsi valu à la plupart des centres commerciaux une stagnation voire un recul des chiffres d'affaires et donné un avant-goût du renforcement de la concurrence. La productivité des surfaces s'érode de plus en plus car les chiffres d'affaires ne peuvent suivre le rythme de l'augmentation des surfaces. Si l'expansion des surfaces n'a pas été stoppée par la crise financière, elle a perdu son élan, ce que viennent confirmer les chiffres peu dynamiques des demandes et autorisations de permis de construire. Ce ralentissement arrive à point nommé, car l'offre des surfaces publiées n'est pas encore revenue au niveau antérieur à la crise. Le boom des nouveaux centres commerciaux va rapidement s'essouffler après le lancement de quatre nouvelles unités durant l'année en cours. L'évolution des loyers montre que la lutte déprédatrice ne met sous pression qu'une partie du marché et que les emplacements de premier ordre et dotés de fortes fréquentations peuvent être dissociés.

### Demande, offre et résultat du marché

Demande	Situation initiale	Perspectives
L'embellie des attentes conjoncturelles pour 2011 laissent présager une solide croissance des chiffres du commerce de détail en 2011. Seule l'immigration, qui semble s'installer durablement comme facteur essentiel de la demande, garantira une croissance de base. Il demeure donc une marge pour la poursuite de la reprise de la demande de surfaces de vente qui devrait encore être nourrie par le souhait de détaillants étrangers d'atteindre une taille critique en Suisse.	→	↗
<b>Offre</b>		
L'offre de surfaces de vente publiées a provisoirement beaucoup augmenté sous l'effet de la crise des marchés financiers. Au second semestre de l'année dernière, une partie de cette hausse a pu être résorbée. Cette évolution devrait se poursuivre durant l'année en cours. Toutefois, un retour rapide au niveau antérieur à la crise n'est pas en vue, à l'exception des centres villes. La crise financière semble avoir privé l'expansion des surfaces de sa dynamique. A moyen terme, il arrivera moins de nouvelles surfaces sur le marché car le boom des centres commerciaux, notamment, semble toucher à sa fin. Pour un certain temps, l'accent devrait donc être porté sur l'arrondissement des sites existants avec des magasins spécialisés.	↗	→
<b>Résultat du marché (prix)</b>		
Le redressement rapide des prix dans le segment supérieur met en évidence que la lutte pour les meilleurs emplacements engendre des situations de marché très disparates. Il y a d'une part les emplacements de premier ordre, qui font l'objet d'une vive demande et peuvent pratiquement dicter leurs conditions, et d'autre part les sites restants qui ne sont pas épargnés par la lutte déprédatrice renforcée par l'expansion des surfaces. Selon la qualité du site, ces surfaces parviennent plus ou moins bien à se soustraire à la concurrence. Pour certaines, seule demeure la solution de concessions au niveau des prix ou du changement d'affectation. Après une diminution de la tendance à l'internationalisation dans le commerce de détail, on devrait assister à un remembrement, raison supplémentaire d'escompter une évolution modérée des loyers hors des emplacements de premier ordre.	↗ (sites de premier ordre) → (autres)	↗ (sites de premier ordre) ↘ (autres)

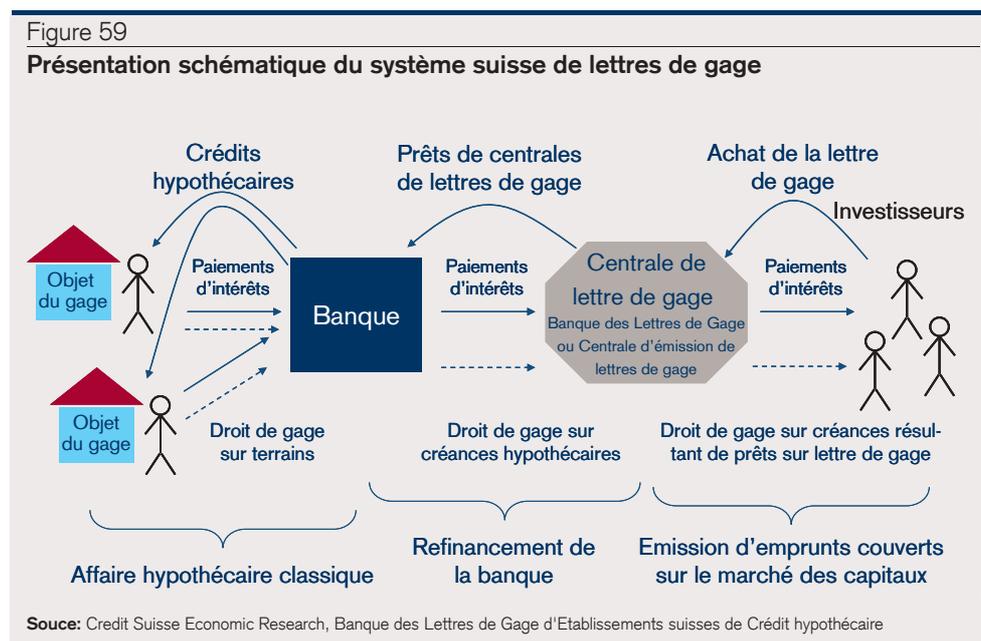
Source: Credit Suisse Economic Research

## Le système suisse de lettres de gage – à n'en pas douter

### Mode de fonctionnement des prêts des centrales de lettres de gage et des lettres de gage

Le système suisse à deux niveaux des prêts des centrales d'émission de lettres de gage et des lettres de gage vit actuellement une renaissance. Pendant longtemps, la réglementation stricte instaurée sur la base de la loi sur l'émission de lettres de gage (LLG) de 1930 a conféré aux lettres de gage une image poussiéreuse. Mais c'est précisément dans cette marge de manœuvre étroitement jalonnée que réside le charme de "l'ennuyeux". Les sûretés de la lettre de gage suisse sont inégalables et au cours des plus de 70 années d'existence de cet instrument, pas la moindre défaillance n'a été enregistrée.

La lettre de gage appartient à la famille des emprunts garantis par sûretés (en anglais Covered Bonds). Pour simplifier, il s'agit d'obligations assorties de sûretés supplémentaires. L'instrument des prêts des centrales de lettres de gage sert traditionnellement aux banques à refinancer une partie de leurs créances hypothécaires. La banque obtient des prêts auprès de la Banque des Lettres de Gage d'Établissements suisses de Crédit hypothécaire ou de la Centrale d'émission de lettres de gage des banques cantonales suisses, les deux seuls instituts autorisés par la loi à assumer une telle fonction charnière (figure 59). En contrepartie, la banque met en gage, à titre de sûreté, des créances hypothécaires de premier ordre qui sont elles-mêmes, comme à l'accoutumée, couvertes par un droit de gage immobilier. Ce sont donc les preneurs de crédits hypothécaires et, partant, leurs biens immobiliers qui constituent la dernière sûreté. Pour financer les prêts des centrales de lettres de gage aux banques, la centrale de lettres de gage émet, de son côté, des emprunts par lettres de gage (appelés en bref lettres de gage).<sup>14</sup>



### Couverture pluridimensionnelle

Les lettres de gage sont très solides, en premier lieu parce qu'elles disposent d'une chaîne de sûretés à plusieurs niveaux. En deuxième lieu, le cercle d'affaires des établissements d'émission de lettres de gage fait l'objet d'une réglementation stricte.<sup>15</sup> Les instituts de lettres de gage sont en troisième lieu soumis au principe d'équilibre et de couverture: leurs prêts sur lettres de gage doivent, côté actifs, faire état de la même durée et de la même valeur nominale que les lettres de gage émises côté passifs. Ainsi, les établissements d'émission de lettres de gage ne s'exposent à aucune transformation des échéances et à aucun risque d'intérêt. En quatrième lieu, le fonds de garantie des lettres de gage est extrêmement solide et doit être inscrit dans un

<sup>14</sup> Pour toute information complémentaire, voir Horat (2007): Die besicherte Refinanzierung des Hypothekengeschäfts: Der Schweizer Pfandbrief und seine Entwicklungschancen. (Le refinancement sécurisé des affaires hypothécaires: la lettre de gage suisse et ses chances de développement).

<sup>15</sup> Le plus grand émetteur allemand de lettres de gage, Hypo Real Estate, a échoué en raison de placements atypiques.

registre des gages. C'est ainsi, par exemple, que deux tiers au maximum de la valeur estimée des objets mis en gage peuvent être refinancés en tant que valeur de couverture par le prêt sur lettres de gage. La loi stipule que les valeurs de couverture ne doivent jamais être inférieures aux prêts sur lettres de gage et qu'elles doivent le cas échéant être augmentées. Enfin, la banque commerciale et la centrale de lettres de gage sont soumises à l'obligation de déclarer faillite s'il est indispensable de recourir au fonds de garantie. En cas de faillite d'une banque, la centrale de lettres de gage a un droit de prérealisation sur la masse de couverture inscrite au registre des gages. En raison de leurs divers filets de sécurité, les lettres de gage suisses des deux centrales de lettres de gage ont obtenu de Moody's il y a près de dix ans le rating maximum Aaa.

#### **A la différence des titrisations, il n'y a pas de transfert de risques**

Les prêts sur lettres de gage ne doivent pas être confondus avec les titrisations, comme les Mortgage Backed Securites (MBS). Dans le système suisse de lettres de gage, le risque de crédit demeure dans le bilan de la banque et n'est pas transféré à l'investisseur. Celui-ci bénéficie de la chaîne de sûretés à plusieurs niveaux. D'une part, la centrale de lettres de gage répond sur son capital de tous les droits émanant des lettres de gage, d'autre part, la banque commerciale est responsable sur ses fonds propres des prêts utilisés et la troisième sûreté est donnée par les débiteurs hypothécaires. La quatrième sûreté est constituée par les valeurs immobilières, qui disposent d'un autre tampon de sûreté puisqu'elles ne sont généralement pas nanties au maximum. Le fait que le risque de crédit demeure auprès des banques et que les dispositions en matière de sûretés soient toujours les mêmes minimise dans le système suisse les conflits d'intérêts pouvant s'avérer fatals, comme ce fut le cas dans les titrisations américaines.

#### **Avantage des prêts sur lettres de gage pour les banques**

Les lettres de gage offrent aux banques commerciales une possibilité stable de refinancer à long terme les prêts hypothécaires. Comme on l'a vu, cela peut être bien utile en situation de crise, car les apports de clients utilisés d'ordinaire peuvent s'effondrer et aussi parce que le refinancement sur les marchés monétaires et des capitaux peut s'avérer coûteux ou impossible. Pour garantir la stabilité financière, la Banque nationale suisse (BNS) a lancé entre fin 2008 et l'été 2009 les "transactions sur lettres de gage Limmat". Les grandes banques, confrontées à des problèmes sur le marché interbancaire, ont pu améliorer leur situation en matière de refinancement au moyen d'importants prêts sur lettres de gage à des conditions attractives. Les prêts sur lettres de gage n'ont alors pas été comme à l'accoutumée cotés en bourse, mais placés au niveau privé auprès de banques suisses disposant d'une liquidité excédentaire. Les lettres de gage peuvent être déposées à titre de sûretés dans les opérations de mise en pension avec la BNS ("repo") ou sur le marché interbancaire. Dans ce rôle, elles peuvent servir d'assurance, en quelque sorte, contre les chocs de liquidité lorsque les banques détiennent elles-mêmes, par mesure de sécurité, une partie des lettres de gage.

#### **Points faibles: peu de flexibilité et des obstacles fiscaux**

Un inconvénient du système suisse de lettres de gage se situe dans sa faible flexibilité. Sauf exception, les banques n'ont pas la possibilité de choisir exactement le moment d'un prêt sur lettres de gage. Comme il s'agit d'un processus à deux niveaux, les banques restent longtemps sans savoir quels seront le prix, la durée et le volume du prêt sur lettres de gage. Du côté du marché des capitaux, les lettres de gage présentent des inconvénients par rapport à la concurrence étrangère, car elles sont soumises au droit d'émission sur les obligations suisses, de 1.2% pour chaque année entière ou commencée. De plus, il est compliqué, voire impossible, pour les investisseurs étrangers, de demander le remboursement de l'impôt anticipé dû sur les intérêts, ce qui réduit nettement le rendement.<sup>16</sup>

#### **Importance des lettres de gage et évolution du spread**

Compte tenu de la hausse de l'intérêt porté aux prêts des centrales de lettres de gage et aux lettres de gage, le volume des lettres de gage a considérablement augmenté au cours de ces dernières années (figure 60). Aujourd'hui, la somme des prêts sur lettres de gage correspond à 9% des crédits hypothécaires. Côté investisseurs, la part des lettres de gage dans toutes les obligations suisses cotées est importante (23%), bien que quelques lettres de gage fassent aussi l'objet d'un placement privé. Fin novembre 2010, la valeur nominale des lettres de gage en circulation cotées en bourse s'élevait à 47.6 mrd. CHF. Après avoir augmenté à la suite de la crise, le différentiel de rentabilité entre les lettres de gage et les emprunts comparables sans risque (swaps) a de nouveau diminué courant 2009 (figure 61), ce qui devrait principalement

<sup>16</sup> Voir Horat (2007): Die besicherte Refinanzierung des Hypothekengeschäfts: Der Schweizer Pfandbrief und seine Entwicklungschancen, page 104.

s'expliquer par l'achat d'obligations en francs, dans le cadre de la politique monétaire peu conventionnelle de la BNS, auxquelles devraient aussi avoir appartenu les lettres de gage. Il en a résulté une augmentation du prix des lettres de gage et donc une baisse du rendement et de la prime de risque.<sup>17</sup> L'année dernière, le spread des lettres de gage n'a pas subi de gros changements.

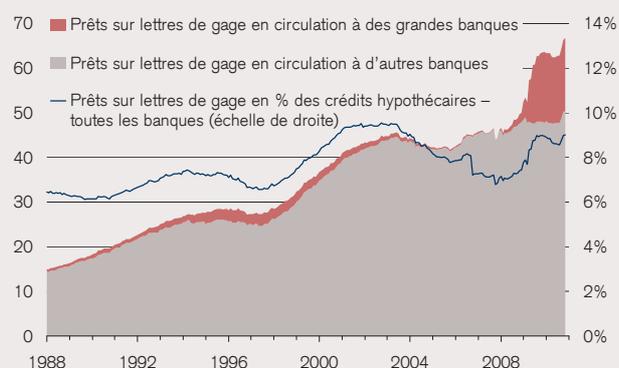
**Les lettres de gage restent d'actualité**

La rude concurrence qui règne sur le marché des crédits hypothécaires suisse devrait encore s'intensifier et augmenter la pression sur les intérêts et les marges. De ce fait, ainsi les coûts de refinancement revêtent une importance croissante. Comme les prêts sur lettres de gage représentent une source de refinancement avantageuse à long terme et qu'il existe toujours des besoins de refinancement en raison de la croissance constante du volume hypothécaire, leur importance ne devrait pas non plus diminuer en 2011. Par ailleurs, la crise financière a montré qu'une base de refinancement largement étayée sur le long terme protégeait mieux les banques des chocs de liquidités. A condition de disposer d'un volume d'émissions suffisamment important, une banque peut aussi émettre de son propre chef des obligations sécurisées. C'est ce qu'a fait le Credit Suisse, par exemple, en décembre 2010 avec un volume jumbo de 1.25 mrd. d'euros. Grâce à la cotation en euros, il a été possible de cibler un public international pour les obligations sécurisées. Côté investisseurs également, les lettres de gage ne devraient pas perdre de leur attrait cette année, d'autant que le besoin de sécurité devrait rester élevé dans l'environnement actuel. La discussion actuelle relative à la suppression du droit d'émission fédéral ainsi qu'une éventuelle abolition de l'impôt anticipé pour les investisseurs domiciliés à l'étranger pourraient également accroître l'attrait des lettres de gage.

Figure 60

**Prêts sur lettres de gage en circulation**

En mrd. CHF

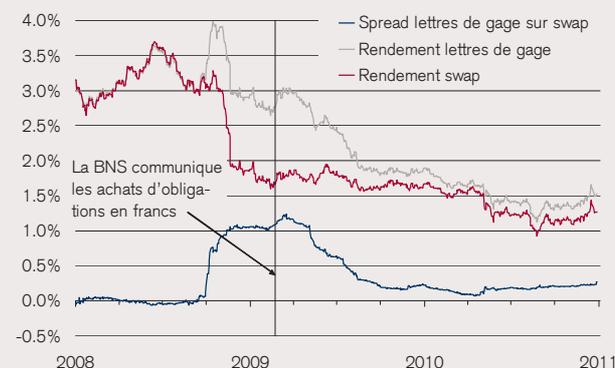


Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse Economic Research

Figure 61

**Rendements de lettres de gage et spread**

Spread en % sur taux de swap, rendements en %



Source: Credit Suisse Liquid Swiss Index

17 Voir appréciation de la situation économique et monétaire de la BNS du 12 mars 2009. L'étendue des achats de lettres de gage par la BNS n'est pas connue.

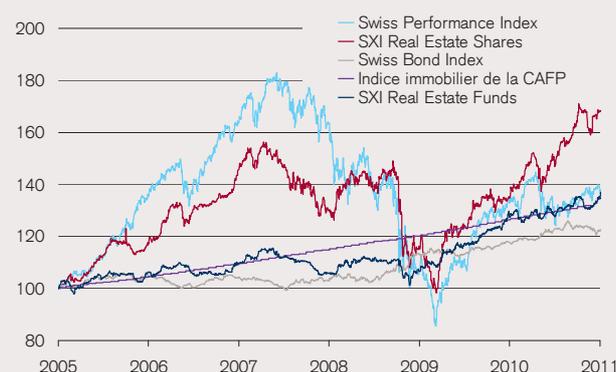
## L'immobilier comme placement

Les véhicules de placements immobiliers suisses cotés ont réussi à contourner parfaitement les tempêtes des trois dernières années – crise des subprimes, crise financière, récession, crise de la dette et désordres monétaires. Les turbulences sur les marchés de capitaux ont fait ressortir les avantages des fonds immobiliers. Après une évolution fulgurante des cours en 2009, les fonds immobiliers ont à nouveau affiché une performance positive en 2010 (5.7%), l'ampleur s'étant normalisée par rapport à l'année précédente (figure 62 et figure 63). Du fait de la récession maîtrisée en Suisse, d'une flambée de la demande de placements immobiliers et d'une prolongation de la phase d'intérêts spécialement bas, les sociétés immobilières par actions, en particulier, ont réussi à gagner du terrain au cours de l'année passée. La hausse des cours des placements immobiliers en bourse s'est accompagnée d'une augmentation des agios et des primes. Néanmoins, le succès des placements immobiliers suisses risque de plus en plus de compromettre les acquis. De nombreux facteurs positifs sont déjà inclus dans les cours actuels, de sorte que les risques de baisse ont aussi augmenté en un an.

Figure 62

### Indice de performance

Rendements globaux, indice: 1.1.2005 = 100

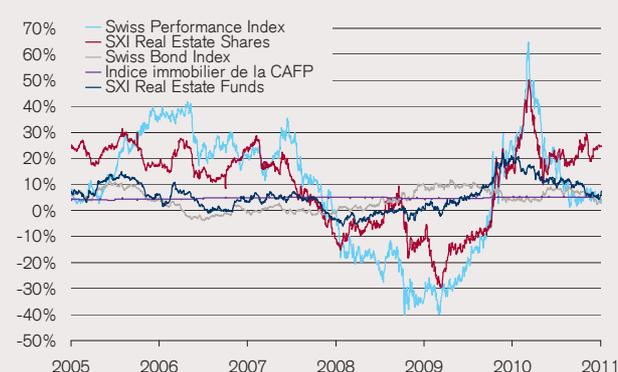


Source: SIX Swiss Exchange, Wüest &amp; Partner

Figure 63

### Rendements annuels roulants

Rendements globaux, en %



Source: SIX Swiss Exchange, Wüest &amp; Partner

## Fonds immobiliers

Au cours de ces dernières années, les fonds immobiliers suisses ont considérablement profité de la réticence à assumer des risques affichée par les investisseurs. Outre l'absence d'alternatives, la tendance aux fonds immobiliers devrait notamment s'expliquer par les distributions stables et substantielles ainsi que par les faibles fluctuations des cours. Compte tenu de l'évolution de cours volatile et en partie régressive d'autres actifs, le retour à la stabilité de la valeur et aux dividendes ou distributions était une conséquence logique de l'aversion croissante au risque. De même, les obligations ne pouvaient plus, en raison de leurs faibles rendements, répondre aux exigences des investisseurs.

### Les fonds immobiliers brillent par leurs distributions

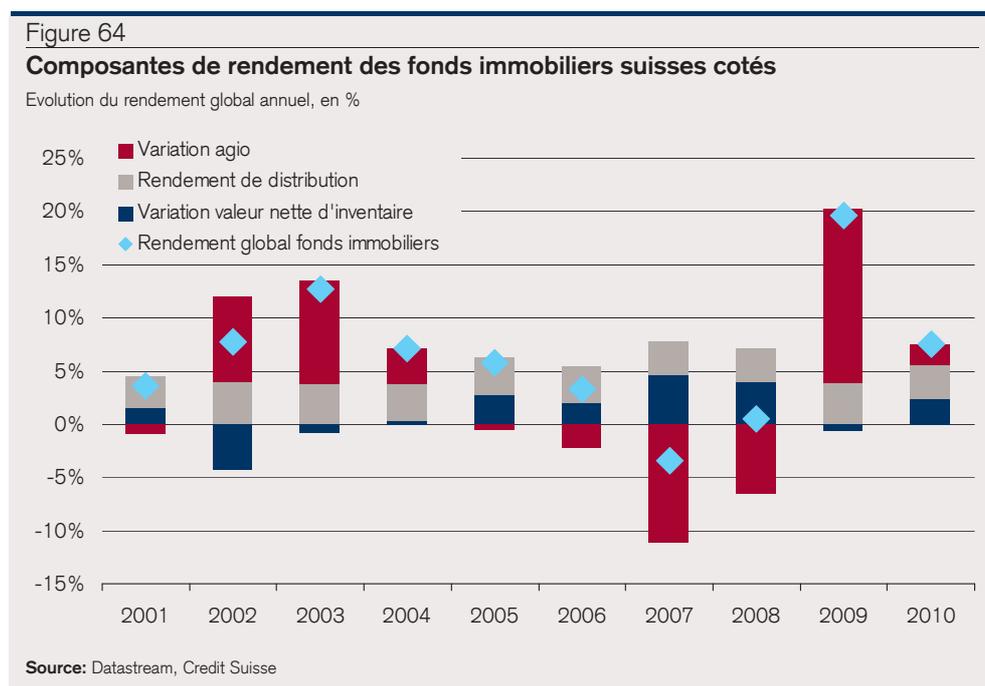
Sur la moyenne des fonds immobiliers suisses, le rendement de distribution, mesuré en pourcentage du cours boursier, s'est élevé en 2010 à 3%, et ce malgré la forte hausse antérieure des cours. Depuis 1996, ce rendement était en moyenne de 3.6%, pour une faible fourchette de fluctuation (figure 64). Des dividendes aussi constants ne sont possibles que grâce aux fondamentaux intacts des marchés immobiliers suisses à la base des valeurs des fonds. C'est ainsi que les revenus locatifs ont pu augmenter d'une année à l'autre. Selon Wüest & Partner, les loyers nouvellement fixés des logements en location, corrigés du facteur qualité, ont augmenté continuellement de 2% à 3% par an depuis 2007 en Suisse.

Sur les marchés des surfaces commerciales, les propriétaires ont actuellement plus de mal à imposer leurs prix. Contrairement au marché du logement, qui n'a pas connu de fléchissement de la demande grâce à l'immigration, les marchés suisses de l'immobilier commercial ont ressenti les effets du ralentissement cyclique. En dépit de l'évolution plus volatile de la demande dans le sillage de la récession, les loyers des bureaux ont majoritairement eu tendance à évoluer latéralement ou de façon légèrement positive en Suisse depuis 2005. Seule exception: la région lémanique, où des hausses annuelles des loyers de plus de 3.5% ont pu être réalisées. La grande solidité des marchés immobiliers se reflète également dans les faibles taux de perte sur loyer des fonds immobiliers, composés des pertes résultant des surfaces vacantes et de l'encaissement. Selon les derniers rapports annuels disponibles, ceux-ci n'étaient en moyenne que de 3.4%.

**Un changement des catalyseurs de rendement**

L'évolution du rendement global d'un fonds immobilier peut être subdivisée en trois parties (figure 64). Elle comprend en premier lieu la variation de la valeur nette d'inventaire (Net Asset Value – NAV), c'est-à-dire de la valeur immobilière sous-jacente par part. Ensuite, la modification de l'agio – c'est-à-dire le montant par lequel le cours boursier dépasse la NAV par part – influence le cours et, partant, le rendement. Enfin, la troisième et dernière composante est le rendement de distribution. L'attrait exercé par les fonds immobiliers durant ces deux dernières années s'explique par le changement des catalyseurs de rendement. En 2009 en particulier, l'augmentation soudaine de l'attrait des fonds immobiliers par rapport aux placements à taux fixes, dûe aux baisses des intérêts, a influé sur les agios et en a fait les principaux moteurs de rendement des fonds immobiliers.

Le rendement de distribution des fonds immobiliers est relativement constant et l'influence de la variation de la valeur nette d'inventaire par part est généralement faible. Cette composante s'est révélée particulièrement positive l'année dernière, ce qui devrait s'expliquer par plusieurs facteurs. En général, une partie du bénéfice est conservée afin de réaliser des acquisitions ou de s'atteler à des assainissements dans le portefeuille immobilier, ce qui augmente la valeur du portefeuille et donc la NAV par part. Compte tenu de la pénurie de biens immobiliers à vendre constatée l'année dernière, les investissements générateurs de plus-value devraient avoir été réalisés de manière croissante dans le portefeuille existant ou dans des projets de construction, qui augurent tous deux de rendements plus élevés. Le taux d'actualisation a légèrement baissé dans la majorité des fonds immobiliers, ce qui fait grimper les valeurs d'estimation des immeubles. Les taux d'actualisation ont été essentiellement revus à la baisse en raison des faibles attentes de rendement et des taux bas. Mais des changements au niveau de la qualité des immeubles, par exemple à la suite de rénovations, ou une modification des risques dus à des adaptations de la structure du portefeuille, pourraient également en constituer les raisons.



### Un momentum de plus en plus épuisé dans les fonds immobiliers

Les cours actuels des fonds immobiliers incluent déjà de nombreux facteurs positifs. Le potentiel est donc restreint. Les revenus locatifs stables et les dividendes devraient encore se maintenir dans les prochaines années, mais il ne faut pas s'attendre à une augmentation significative de la distribution. Les NAV ne devraient pas non plus connaître de progression comparable à celle de 2010. D'autres avantages, comme la stabilité des conditions cadres juridiques ou l'exonération d'impôt sur les revenus accordée dans quelques fonds au niveau des détenteurs des parts, sont certes importants, mais ils ne sont que difficilement extensibles à court terme. Le succès actuel des fonds immobiliers renferme donc un certain risque, car il est de plus en plus difficile d'attirer des investisseurs supplémentaires et parce qu'un grand nombre des atouts des fonds devraient perdre de leur attrait à moyen terme. Bien qu'un exode massif des fonds soit très improbable, les agios des fonds immobiliers devraient – dès que les investisseurs auront à nouveau le goût du risque et que les intérêts augmenteront – être sous pression. La cotation en francs suisses, monnaie qui a tendance à être surévaluée, ne joue qu'un rôle mineur étant donné que les fonds immobiliers n'ont qu'une faible part d'investisseurs étrangers. Dans les phases caractérisées par une plus grande disposition à assumer des risques, en revanche, le faible endettement des fonds immobiliers, de 20% en moyenne, devrait perdre de son attrait actuel.

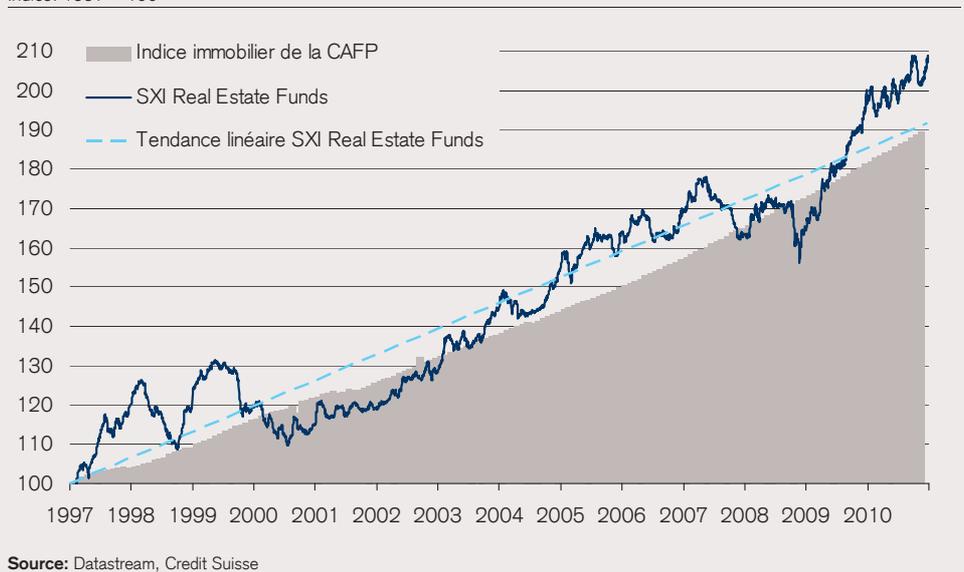
### Divers nouveaux fonds et augmentations de capital

Compte tenu de la forte demande, il n'est pas étonnant que les directions des fonds immobiliers aient profité de l'intérêt manifesté par les investisseurs pour engager diverses augmentations de capital et acquérir de nouveaux actifs. L'année dernière, de nouvelles parts ont été placées dans sept fonds pour plus de 1 mrd. CHF, le fonds immobilier UBS Sima pouvant à lui seul récolter la somme impressionnante de 530 mio. CHF. Trois fonds immobiliers ont par ailleurs été nouvellement cotés en bourse (UBS Direct Residential, Realstone Swiss Property et Patrimonium Swiss Real Estate Fund). L'intérêt porté aux fonds immobiliers suisses s'est aussi reflété dans le lancement du fonds immobilier Hospitality du Credit Suisse, dont le volume d'émission de 900 mio. CHF a été nettement dépassé avec une souscription de près de 1.2 mrd. CHF.

Figure 65

#### Evolution des rendements globaux

Indice: 1997 = 100



### Les agios pourraient avoir atteint un tournant

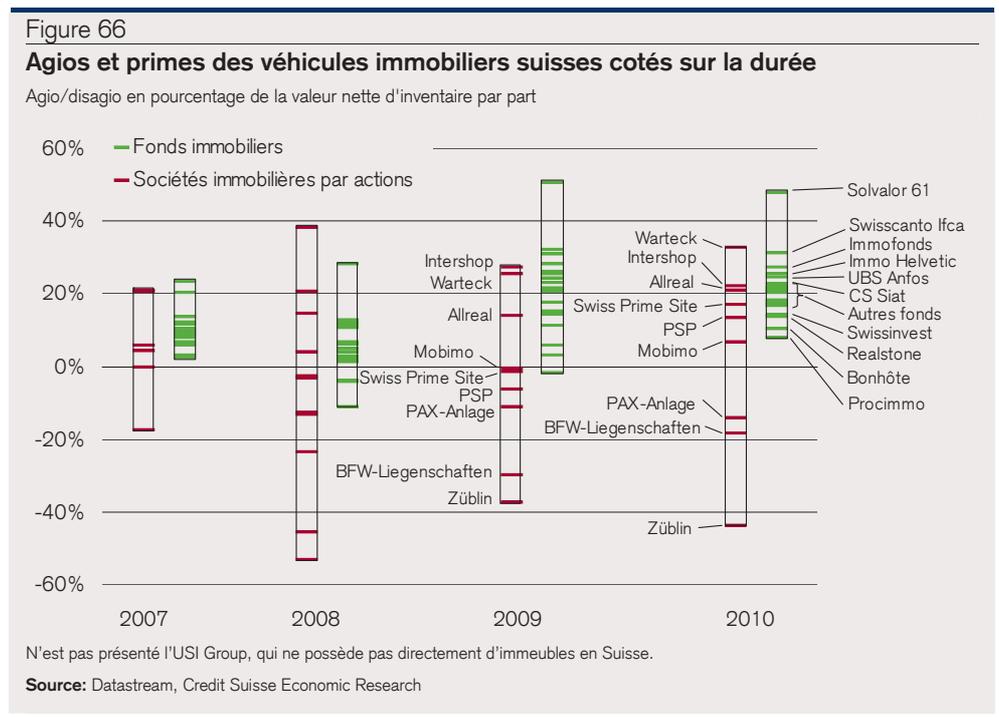
D'une manière générale, des agios positifs sont économiquement acceptables dans les fonds immobiliers. En effet, l'investisseur du fonds profite – à la différence d'un portefeuille immobilier détenu directement – de la négociabilité et des petites montants des parts du fonds, de leurs caractéristiques de diversification (faible corrélation par rapport aux différentes régions ainsi qu'aux différents immeubles et locataires) et d'une gestion professionnelle ainsi que d'économies d'échelle. Cependant, l'agio moyen des fonds immobiliers cotés fin 2010, de 22.3%, se situe à un très haut niveau par rapport à la moyenne à long terme de quelque 10%. Comme nous l'avons montré dans l'étude immobilière de l'année dernière, les agios sont corrélés

lés d'une façon négative au montant du niveau des intérêts. Compte tenu des taux bas, 22.3% correspondent au niveau pouvant être associé à des valeurs aussi extrêmes. Toutefois, la hausse des taux d'intérêt à long terme attendue courant 2011 devrait faire pression sur les agios. L'observation sur le long terme de l'évolution des rendements de fonds immobiliers et de fondations de placements immobiliers (représentés dans l'indice immobilier de la CAFP) montre aussi qu'en raison des agios élevés, la courbe de rendements des fonds immobiliers s'est quelque peu dissociée de la tendance à long terme du rendement des fonds et fondations de placements. A moyen terme, il faut s'attendre à un nivellement de ces deux évolutions (figure 65).

**Sociétés immobilières par actions**

**De meilleures perspectives pour les sociétés immobilières par actions**

Après s'être avouées vaincues en 2009, en dépit d'une croissance à deux chiffres, par la performance des fonds immobiliers, les sociétés immobilières par actions ont su s'attirer l'année dernière les faveurs des investisseurs et ont poursuivi en bourse leur forte tendance haussière engagée il y a près de deux ans (figure 66). L'indice des sociétés immobilières par actions SIX Real Estate Shares a affiché l'année passée un rendement global de 24.7%, estompant en partie la différence difficilement explicable entre les primes des sociétés immobilières par actions et les agios des fonds immobiliers, dont nous avons parlé dans l'étude immobilière de l'année dernière.



La performance des sociétés immobilières par actions est toujours fortement influencée par la courbe de l'indice d'actions, qui réagit lui-même aux indicateurs de tendance et aux perspectives macroéconomiques. A partir du printemps 2010, cependant, l'évolution des actions immobilières s'est décorrélée de l'indice d'actions SPI, de sorte que les primes des deux poids lourds, Swiss Prime Site et PSP Swiss Property, évoluent à nouveau sur un terrain positif. Cette décorrélacion s'explique en particulier par l'embellie des perspectives sur les marchés immobiliers commerciaux, où les sombres scénarios élaborés pour la demande ne se sont pas confirmés, ainsi que par la prolongation de la phase d'intérêts bas. Les deux sociétés par actions citées profitent également du fait qu'elles se concentrent sur des emplacements de premier ordre, échappant ainsi, tout du moins en partie, à la suroffre menaçante de surfaces commerciales en dehors des zones centrales. Simultanément, les sociétés immobilières par actions tirent profit du niveau très bas des taux hypothécaires, ce qui garantit une base de coûts solide pour les années à venir – un signal positif pour les actionnaires, car cela se solde par des dividendes plus élevés ou par des valeurs nettes d'inventaire par part supérieures. Il ne faut pas

non plus sous-estimer, en particulier pour les quatre grandes sociétés immobilières par actions, la hausse de leur notoriété à l'étranger ainsi que diverses intégrations dans des indices d'actions. En conséquence, la plupart des sociétés immobilières par actions ont pu augmenter en partie substantiellement leur prime par rapport à l'année précédente (figure 66). Les actions immobilières ont été cotées fin 2010 avec une prime de 14.3% en moyenne, ce qui excède nettement la moyenne à long terme de 1%. Nous jugeons toutefois improbable une nouvelle décorrélation de la performance des actions immobilières par rapport à l'indice d'actions. L'amélioration des perspectives sur les marchés immobiliers commerciaux suisses est généralement déjà prise en compte dans les sociétés immobilières par actions. C'est donc essentiellement l'évolution de l'indice d'actions, auquel les actions immobilières sont fortement corrélées, qui devrait déterminer la performance de ces actions durant l'année en cours.

---

## Placements directs

---

### **Le manque de placements fait pression sur les rendements immobiliers**

Les hautes volatilités observées récemment sur les marchés d'actions et d'obligations ainsi que les incertitudes nourries face à la stabilité des instituts financiers ont incité de nombreux investisseurs à accorder dans leurs décisions de placement une attention accrue aux valeurs réelles. La résistance aux crises des marchés immobiliers suisses ainsi que les faibles coûts de refinancement invitaient pour ainsi dire à investir dans des immeubles de rendement, ce dont ont fait particulièrement usage les investisseurs privés en se tournant vers les biens petits ou moyens. Mais les investisseurs institutionnels ont eux aussi modifié leur allocation d'actifs. Selon l'indice Credit Suisse des caisses de pension, la part de biens immobiliers comprise dans les actifs immobilisés des institutions de prévoyance a pratiquement explosé entre le 3<sup>e</sup> trimestre 2006 et le 3<sup>e</sup> trimestre 2010, passant de 13.6% à 19.9%. Une grande partie de ces actifs a été allouée au marché immobilier suisse, car les gestionnaires de portefeuille faisaient encore preuve de beaucoup de réserve envers les placements immobiliers à l'étranger. En conséquence, les prix des immeubles de rendement ont grimpé, selon le SWX IAZI Investment Real Estate Price Index, de plus de 10% entre l'effondrement de Lehman à l'automne 2008 et la fin 2010. Inversement, les rendements initiaux ont été sous pression. Il ne faudrait donc pas, lorsqu'il est question de surchauffes sur le marché immobilier suisse, exclure le segment des immeubles de rendement et en particulier celui des immeubles d'habitation.

### **Les propriétaires d'immeubles de rendement subissent une double pression**

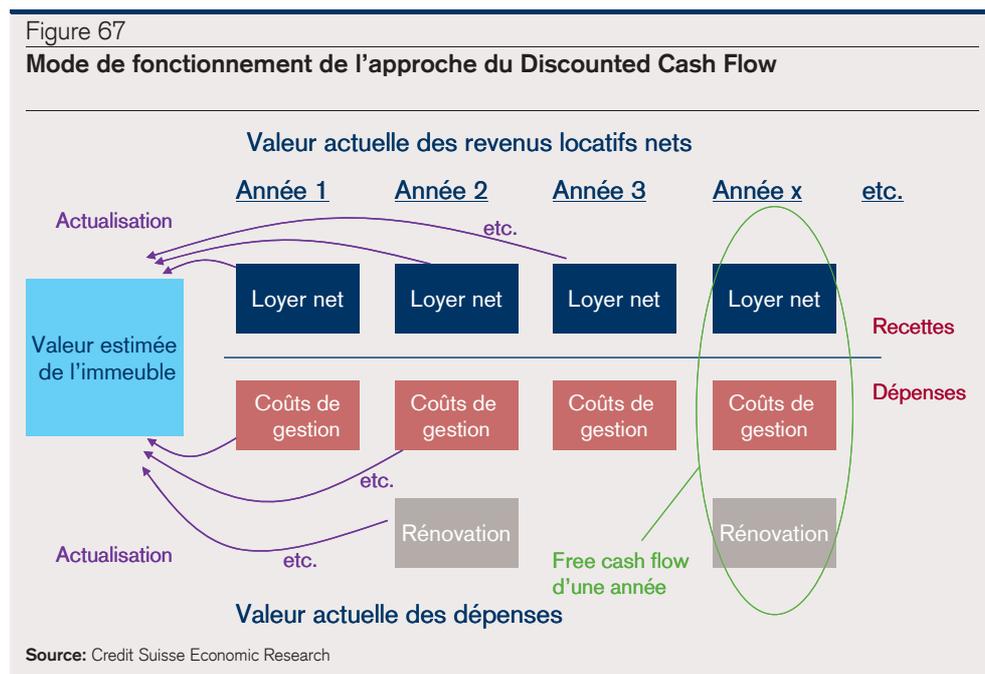
Bien que nous attestions toujours une forte stabilité au marché suisse des immeubles d'habitation, les perspectives ne sont plus aussi favorables pour les propriétaires d'immeubles de rendement. Grâce aux faibles taux de vacance, les revenus locatifs ont pu être régulièrement rehaussés par le passé lors de changements de locataires, et ils se situent d'une manière générale à un niveau relativement élevé. Les cash flows nets devraient subir une double pression dans les prochains trimestres. Dans le refinancement à court terme, les hausses de taux attendues se traduiront directement par des frais d'intérêts hypothécaires accrus, alors que conformément à nos prévisions, l'inertie des taux d'intérêt de référence ne permettra de répercuter ces coûts qu'après plusieurs trimestres (voir complément sur le taux d'intérêt de référence à la page 14). Dans le cas d'un repli progressif à la politique monétaire expansionniste par des hausses trimestrielles des taux directeurs de 25 points de base par la BNS, commençant à partir de juin 2011, les propriétaires d'immeubles ne pourront par exemple signifier à leurs locataires des augmentations de loyer qu'en 2013. Les perspectives mitigées pour le marché des immeubles d'habitation limiteront en outre le potentiel de revenus locatifs, parce qu'il faut s'attendre à l'avenir à des taux de vacances en hausse. En raison de la forte activité de construction de logements locatifs et des mutations structurelles de la demande (part de propriété croissante, immigrants à la recherche d'une propriété du logement), la croissance des loyers, freinée l'année dernière, restera également faible à l'avenir.

**Complément: évaluation d'immeubles au moyen de la méthode DCF**

La méthode du Discounted Cash Flow (en bref DCF) est considérée comme la méthode la mieux développée actuellement pour déterminer la valeur d'immeubles de rendement tels qu'immeubles plurifamiliaux ou commerciaux. Pour les fonds immobiliers suisses, l'estimation d'immeubles au moyen d'une méthode dynamique de détermination de la valeur de rendement (par exemple DCF) est obligatoire depuis fin 2007. L'approche DCF n'est qu'une procédure parmi d'autres pour l'évaluation d'immeubles. Toutefois, son mode de calcul avant-gardiste ne joue à plein qu'à condition de prendre en compte tous les détails.

**Free cash flows et actualisation comme base de la méthode DCF**

La méthode DCF, issue à l'origine de l'évaluation d'entreprises, repose sur l'approche classique du compte des investissements, selon laquelle l'investisseur évalue un immeuble sur la base de tous les free cash flows futurs (recettes moins dépenses, investissements inclus). L'approche est présentée sous forme schématique à la figure 67. Comme les free cash flows situés dans un futur plus lointain ne sont guère pris en compte aujourd'hui, ils sont soumis à un taux d'actualisation plus élevé. Leur valeur actuelle est donc inférieure. La période examinée est souvent divisée en deux: sur une période de cinq à dix ans, la croissance des loyers peut encore être estimée de façon à peu près plausible, et les free cash flows sont escomptés individuellement. Pour les périodes de prévisions plus longues, une valeur résiduelle est constituée à partir des free cash flows, des hypothèses simplifiées étant établies concernant la croissance des loyers et les dépenses de rénovation. Fait également partie de la valeur résiduelle le prix de vente final escompté, dans la mesure où la durée de détention de l'immeuble n'est pas illimitée.



**Les paramètres en détail**

Le mode de fonctionnement de l'estimation DCF peut être expliqué à l'aide d'un exemple simple. Nous prenons pour hypothèse un immeuble plurifamilial qui, la première année, génère des revenus locatifs nets de 300'000 CHF. Pour calculer le free cash flow, il faut en déduire chaque année les coûts de gestion (entretien, administration, impôts, etc.) ainsi que les dépenses éventuelles de rénovation. Pour simplifier, nous fixons ces coûts à un niveau forfaitaire de 15% et 10% par an, respectivement, des revenus locatifs nets. Par ailleurs, nous partons du principe que les loyers augmentent chaque année de 1% nominal et que l'achat potentiel est autofinancé à 100%. Cela simplifie l'exemple, car dans l'actualisation du free cash flow, seuls doivent être pris en compte les frais des fonds propres, et non ceux des fonds de tiers. Des frais des fonds propres existent parce que l'investisseur perd d'autres opportunités d'investissement, du fait du capital lié dans l'immeuble. Le taux d'actualisation se compose du rendement d'un placement alternatif sans risque du même horizon ainsi que d'une prime de risque spécifique à l'immeuble, dont nous fixons la somme à 5%. Les valeurs actuelles des free cash flows sont

calculées pour chaque année  $t$  en divisant les free cash flows par le terme  $(1 + 5\%)^t$  et permettent d'obtenir au total la valeur estimée de l'immeuble. En supposant que la croissance des loyers et la part des dépenses dans les revenus locatifs ne se modifient pas et que l'horizon est illimité, la valeur de l'immeuble peut être évaluée avec la formule de capitalisation d'une rente perpétuelle:  $P = (N - A) / (i - g)$ ,  $N$  et  $A$  étant les loyers nets initiaux et les dépenses,  $i$  le taux d'actualisation et  $g$  la croissance du loyer. Dans notre cas, on obtient une évaluation de l'immeuble de  $(300'000 - 75'000) / (5\% - 1\%) = 5.625$  mio. CHF.

### Un contrôle détaillé offre des avantages, mais a aussi des inconvénients

A la différence de notre exemple simplifié, la méthode DCF présente l'avantage de pouvoir contrôler de manière ciblée les recettes et les dépenses de chaque année et d'intégrer ainsi notamment dans l'estimation les cycles de rénovation souvent connus des différentes parties de l'immeuble ainsi que les augmentations supposées des revenus locatifs et les évolutions des taux de vacance. Mais l'avantage du calibrage exact est aussi simultanément le plus grand défi de l'estimation DCF. En effet, les différents paramètres ont une forte influence sur la valeur estimée de l'immeuble et leur définition est donc délicate. Selon le soin avec lequel la méthode est appliquée et la manière dont les paramètres sont sélectionnés, les estimations peuvent présenter de fortes différences pour un même immeuble. On constate fréquemment que les récentes évolutions et attentes concernant la situation conjoncturelle et les taux de vacances ne sont pas intégrées dans l'estimation, bien que l'évaluation DCF offre cette possibilité. Souvent, les revenus locatifs sont simplement extrapolés, ou les cycles de rénovation ne sont pas reproduits correctement. Il faut aussi se dire que les incertitudes toujours inhérentes aux évaluations d'immeubles ne disparaissent pas avec la méthode DCF, mais qu'elles sont transposées à l'estimation de valeurs futures.

### La méthode DCF permet de mieux considérer les surchauffes

A la différence de la méthode hédoniste, utilisée essentiellement dans l'estimation de logements en propriété destinés à un usage propre et dans laquelle l'estimation de l'immeuble résulte de la somme des différentes caractéristiques de l'immeuble évaluées avec des prix implicites, comme la surface d'habitat, l'âge ou le micro/macro-emplacement, l'analyse DCF présente encore un autre avantage: elle est moins sensible aux surchauffes. L'évaluation hédoniste mène en effet automatiquement, en présence de marchés manifestement surchauffés sur un large front, à des estimations également excessives, car les prix des différentes caractéristiques de l'immeuble reposent sur la situation actuelle du marché, qu'elle soit fondamentalement justifiée ou non. Dans la mesure où les revenus locatifs font l'objet d'une évaluation conservatrice, les surévaluations temporaires de la méthode DCF n'ont qu'une influence de durée limitée sur les free cash flows et donc sur la valeur estimée de l'immeuble. Dans ce cas, la méthode DCF devrait constituer une base d'estimation plus stable.

### Un petit changement des hypothèses produit un grand effet

A l'achat d'un immeuble de rendement, il faut dans tous les cas plausibiliser l'estimation de l'immeuble afin de pouvoir clarifier au cas par cas si elle repose sur des hypothèses trop optimistes ou pessimistes. Comme nous l'expliquons dans la section concernant les placements directs au chapitre 4 (page 62), le potentiel de revenu locatif risque d'être actuellement surévalué. De plus, les taux d'actualisation pourraient avoir tendance à être fixés à un niveau trop bas en raison des faibles rendements des obligations. Il n'est toutefois pas possible d'affirmer de manière générale dans quelle mesure les évaluations DCF pourraient être trop basses ou trop élevées en Suisse. Mais nous pouvons indiquer l'influence des différents paramètres sur les valeurs estimées et donc attirer l'attention sur les principaux moteurs. Si l'on prend l'exemple ci-dessus et si l'on part de l'hypothèse restrictive selon laquelle la croissance des loyers serait supprimée, la valeur estimée se situe, pour un horizon illimité, à 4.5 mio. CHF au lieu de 5.625 mio. CHF. La [figure 68](#) montre que la valeur estimée dépend aussi de l'horizon de rendement de l'investisseur, l'influence devenant négligeable au bout d'une certaine période. Pour un taux d'actualisation de 5%, la valeur estimée s'élève, pour un horizon de 70 ans, à 4.34 mio. CHF. Si l'horizon est élargi à 100 ans, la valeur estimée augmente à 4.46 mio. CHF et n'est donc plus que légèrement en dessous de celle de l'horizon illimité (4.5 mio. CHF).

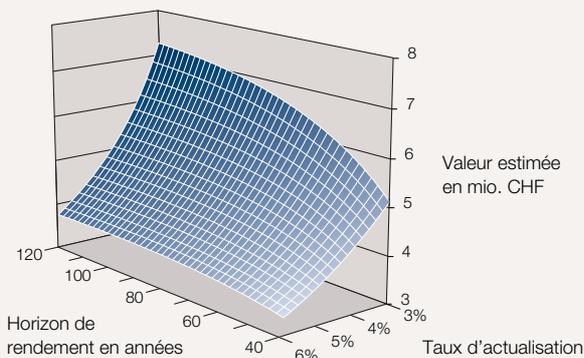
### Le plus important est le choix du taux d'actualisation

Des modifications du taux d'actualisation ont des conséquences beaucoup plus significatives sur la valeur estimée que des adaptations de l'horizon de rendement. Si, dans notre exemple, le taux d'actualisation est fixé à un niveau légèrement plus élevé, comme à 5.2% au lieu de 5% (horizon: 100 ans), la valeur estimée se modifie de 166'000 CHF, soit 3.7%, pour passer à 4.30 mio. CHF. Plus le taux d'actualisation est élevé, moins sa modification aura d'influence sur la valeur estimée. Des estimations erronées des futurs free cash flows, toujours difficiles à dé-

terminer, ont un impact très direct sur la valeur estimée: si les free cash flows déterminés sont de 1% trop élevés parce que l'on a compté dans notre exemple sur un taux de vacance de 2.0% au lieu de 2.7%, on obtient une valeur d'immeuble surestimée de 1%.

Figure 68  
Valeur estimée pour différentes hypothèses

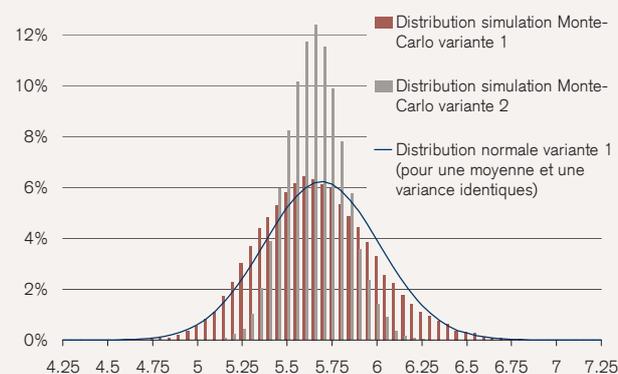
En mio. CHF, en fonction du taux d'actualisation et de l'horizon de rendement



Source: Credit Suisse Economic Research

Figure 69  
Distribution des valeurs estimées en cas d'estimations erronées

Part des valeurs estimées par classes en mio. CHF



Source: Credit Suisse Economic Research

### Intégration des incertitudes dans plusieurs variables

Il est très improbable qu'un seul paramètre soit estimé de manière inexacte, de sorte que, dans une seconde étape, nous tenons également compte de l'incertitude dans l'estimation de deux variables. Une simulation Monte-Carlo s'avère ici la bonne méthode. Nous modélisons la croissance des revenus locatifs nets ainsi que le taux d'actualisation en tant que variables aléatoires à distribution normale et effectuons ensuite 20'000 fois un calcul de la valeur estimée avec des jeux de données aléatoires. On peut alors observer quelle influence les erreurs commises au préalable par l'investisseur dans la détermination des paramètres ont sur l'écart que présente la valeur estimée par rapport à la valeur effective de l'immeuble, que l'on ne peut généralement pas observer, et quel risque l'investisseur encourt alors. Nous partons des mêmes chiffres que dans l'exemple précédent, mais tenons à nouveau compte d'un renchérissement nominal des loyers que nous fixons en moyenne à 1%, et indiquons un horizon de rendement illimité. Comme mentionné, on obtient, pour une estimation parfaite de la situation future, une valeur d'immeuble de 5.625 mio. CHF. Les plages de fluctuations autorisées pour les paramètres doivent toutefois également être spécifiées. Nous supposons que l'investisseur anticipe correctement, en moyenne, le taux d'actualisation et la croissance des loyers et que les écarts type des suppositions erronées sont de 0.1 et 0.2 points de pourcentage (variante 1) et de 0.05 et 0.1 points de pourcentage (variante 2).<sup>18</sup>

### Les évaluations d'immeuble peuvent présenter une forte dispersion

La variante 1 de la figure 69 montre la distribution des estimations de notre exemple de bâtiment générées par la simulation Monte-Carlo. Elle ressemble à une distribution normale, mais elle est légèrement étalée vers la droite et a un écart type de 321'000 CHF, soit 5.7%, de la valeur moyenne. Les résultats permettent de tirer les conclusions suivantes pour notre investisseur: à 69%, les valeurs estimées déterminées se situent dans une fourchette de +/- 321'000 CHF. A 31%, la valeur estimée s'éloigne davantage de la valeur correcte de 5.625 mio. CHF. Dans la variante 2, l'incertitude relative aux différents facteurs est réduite de moitié, ce qui mène à une fourchette de fluctuations des estimations également réduite de moitié. Dans ce cas, par exemple, 1.6% des estimations simulées se situent encore au-dessus de la valeur de 6 mio. CHF. Au vu des fluctuations de valeur substantielles dans le domaine des estimations immobilières selon les paramètres utilisés, il est judicieux de soumettre les hypothèses sous-jacentes à un examen approfondi et de vérifier leur durabilité.

<sup>18</sup> Dans deux tiers des cas, le renchérissement annuel moyen des loyers estimé au préalable par l'investisseur se situe, dans la variante 1, entre 0.3% et 0.7% et, dans environ 95% des cas, il se situe entre 0.1% et 0.9%. Les deux variables aléatoires sont indépendantes.

---

## Perspectives 2011 pour les placements immobiliers suisses

---

### **Des marchés immobiliers stables attirent encore les investisseurs...**

Cette année encore, les fondamentaux restent intacts sur les marchés immobiliers suisses et ils devraient, à la plupart des endroits, garantir des revenus locatifs stables pour un risque de surfaces vacantes simultanément limité. La libre circulation des personnes avec l'UE a créé une nouvelle donne. Suite à la vague migratoire consécutive à la suppression des derniers obstacles, l'immigration devrait se stabiliser à un niveau élevé, apportant un soutien solide à la demande de logements durant de nombreuses années. Sur fond de crise de la dette et de budgets étatiques labiles dans de nombreux pays industrialisés, la haute attractivité de la place suisse se pare d'un nouvel éclat. A l'avenir, la Suisse devrait exercer un attrait encore plus élevé en tant que site d'implantation pour les entreprises et lieu de résidence pour les personnes en quête de travail. Les perspectives à moyen et long terme du marché immobilier suisse peuvent donc être jugées très bonnes.

### **... ce qui augmente toutefois aussi les risques de baisse**

La haute performance qu'ont affichée les placements immobiliers suisses durant ces deux dernières années ne peut néanmoins continuer au même rythme. Il existe encore, outre les rendements de distribution relativement élevés, de nombreux moteurs de croissance (franc fort, intérêts bas, faible taux d'endettement, etc.) mais ceux-ci devraient perdre lentement de leur effet dès que les investisseurs auront retrouvé le goût du risque. Actuellement, de nombreux facteurs positifs sont déjà pris en compte dans les cours des placements indirects et dans les prix des placements directs. Le potentiel de hausse s'est réduit en conséquence en peu de temps, alors que les risques de baisse ont augmenté. Dans les fonds immobiliers en particulier, les agios sont aujourd'hui considérables et pourraient reculer parallèlement aux augmentations de taux escomptées. Mais l'attente d'une hausse des intérêts ne s'est déjà pas vérifiée l'année dernière, et il est possible que les investisseurs immobiliers puissent profiter de taux encore bas sur la majeure partie de l'année en cours.

### **Des raisons stratégiques parlent toujours en faveur des placements immobiliers**

Les récentes turbulences recensées sur les marchés des capitaux ont en outre de nouveau confirmé l'importance des placements immobiliers en tant qu'élément stabilisateur de tout portefeuille de placements. Il faut également considérer le fait que la pression sur les placements exercée par les investisseurs institutionnels devrait se maintenir, même s'il faut envisager de manière croissante des engagements à l'étranger. Ainsi, les placements immobiliers suisses constituent, du point de vue stratégique, un bon choix, ce dont atteste également le comportement des investisseurs institutionnels en matière de placements. D'un point de vue tactique cependant, la prudence s'impose pour les placements sur le marché suisse.



# Posséder des immeubles, sans être propriétaire: Une stratégie clairvoyante.

## Informez-vous sur les produits de placement immobiliers du Credit Suisse

Toujours plus d'investisseurs privés et institutionnels misent sur les avantages des placements immobiliers indirects: des rendements en général plus élevés que la propriété directe, aucuns frais de gérance, diversification optimale, parts ou actions négociables en tout temps et coûts de transaction minimales. Des produits de placement à succès, 1500 immeubles et un volume de 27 milliards de francs font de Credit Suisse Real Estate Asset Management un partenaire expérimenté et fiable. Pour en savoir plus, contactez-nous au numéro +41 (0)44 332 58 08\* ou

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