

## Marché immobilier suisse 2018

Février 2018

# La conjoncture reprend à point nommé



Logements en propriété  
**Les prix repartent à la hausse**

Page 7

Immeubles résidentiels  
**Le retour des tours d'habitation**

Page 27

Surfaces de vente  
**La sélection bat son plein**

Page 43

## Impressum

### Editeur

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

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

### Impression

gdz AG, Spindelstrasse 2, 8041 Zürich

### Clôture de rédaction

2 février 2018

### Série de publication

Swiss Issues Immobilien

### Commandes

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

### Visitez notre site Internet

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

### Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.  
Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés.

## Auteurs

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

Brice Hoffer  
+41 44 333 72 60  
brice.hoffer@credit-suisse.com

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

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

Stephan Boppart  
Slavisa Lazic

### Participation

Fabian Diergardt

## Sommaire

<b>Synthèse</b>	<b>4</b>
<b>Logements en propriété</b>	<b>7</b>
Demande	7
Offre	10
Résultat sur le marché	12
Perspectives 2018 pour les logements en propriété	15
<b>Processus décisionnel lors de l'achat d'un logement: une répartition claire des rôles</b>	<b>16</b>
<b>Logements locatifs</b>	<b>19</b>
Demande	19
Offre	21
Résultat sur le marché	23
Perspectives 2018 pour les logements en location	26
<b>Immeubles de grande hauteur: le retour des tours d'habitation</b>	<b>27</b>
<b>Immobilier de bureau</b>	<b>31</b>
Demande	31
Offre	36
Résultat sur le marché	37
Perspectives 2018 pour les surfaces de bureaux	39
<b>Logistique urbaine: quand la logistique gagne la ville</b>	<b>40</b>
<b>Surfaces de vente</b>	<b>43</b>
Demande	43
Offre	48
Résultat sur le marché	49
Perspectives 2018 pour les surfaces de vente	51
<b>Économie comportementale: quand la psychologie joue des tours aux investisseurs</b>	<b>52</b>
<b>Placements immobiliers</b>	<b>55</b>
Placements immobiliers directs	55
Placements immobiliers indirects	57
Perspectives pour les placements immobiliers	59
<b>Factsheets: aperçu des marchés immobiliers régionaux</b>	<b>60</b>

## Synthèse

### La conjoncture reprend à point nommé

Le marché de l'immobilier suisse est malmené par une expansion record, des taux de vacance en hausse et une pression s'exerçant sur les loyers. Le récent rebond conjoncturel arrive donc à point nommé. La stimulation de la demande qui en découle offre un ultime élan au marché, après ceux liés à l'importante vague d'immigration débutée en 2007 et à l'énorme appréciation générée par les taux d'intérêts planchers, voire négatifs. Cette reprise de la demande va certes atténuer les symptômes de la suroffre, mais la situation globale restera compliquée.

### Logements en propriété Page 7

#### Les prix repartent à la hausse

La baisse des prix du logement en propriété à l'issue de 14 années d'augmentation n'était que temporaire et les prix sur le marché sont repartis en nette hausse, y compris au sein du segment de standing supérieur. La vigoureuse reprise conjoncturelle soutient la demande sur le marché du logement en propriété, d'autant plus que les taux d'intérêt hypothécaires restent à un très bas niveau en dépit d'une légère tendance haussière. La nouvelle remontée des prix est en outre favorisée par une activité de construction en déclin constant au cours de ces dernières années sur ce segment. Ce n'est que lentement que les promoteurs se détournent de leur prudence et planifient de nouveau plus de logements en propriété. L'offre devrait encore diminuer à court terme, raison pour laquelle nous anticipons de faibles taux de vacance et une solide croissance des prix dans la plupart des régions. Nous n'attendons cependant pas de nouvelle surchauffe du marché de la propriété – les facteurs positifs étant largement neutralisés par le niveau élevé des prix et le carcan réglementaire en matière d'accès au financement. À cela vient s'ajouter l'effet délétère du vieillissement démographique sur la demande de biens en propriété. La génération des baby-boomers, qui soutenait grandement la demande, arrive en effet à un âge où la pension à devenir propriétaire diminue.

### Complément: processus décisionnel lors de l'achat d'un logement Page 16

#### Une répartition claire des rôles entre hommes et femmes

L'acquisition d'un bien immobilier figure parmi les décisions les plus importantes d'un ménage – décision à laquelle les membres de la famille contribuent en fonction de leurs rôles et préférences. Tant les études internationales que l'enquête que nous avons menée mettent en lumière des différences importantes entre les genres en matière de processus décisionnel. Et les vendeurs font bien de se concentrer sur les femmes, puisque leur voix se révèle prépondérante lors de l'achat d'un logement. De leur côté, les hommes s'occupent davantage du financement. Le décalage entre les priorités féminines et masculines n'est plus à démontrer, mais ne manque pas de surprendre de par ses proportions.

### Logements locatifs Page 19

#### La reprise ne suffira pas

Les perspectives continuent de s'assombrir sur le marché de la location, comme en témoignent les taux de vacance en hausse, la pression croissante sur les loyers et l'ascendant que prennent les locataires hors des grands centres. Sur fond de rendements attrayants, la multiplication des risques ne décourage cependant pas les investisseurs qui continuent de plébisciter ce segment. La production de logements locatifs se maintient donc à un très haut niveau, alors que le marché est confronté à un recul de la demande lié au tassement persistant de l'immigration. Or, c'est précisément à ce moment critique que le marché reçoit un précieux soutien: la solide reprise économique qui se dessine va sans doute stabiliser la demande. Cela devrait certes quelque peu freiner la progression des taux de vacance, mais non la stopper. Comme nous tablons sur une activité de construction toujours trop soutenue en 2018, ces taux devraient au contraire nettement progresser pour atteindre un niveau d'environ 2,5%. Nous anticipons par conséquent une poursuite du repli des loyers sur offre de près de 1%.

### Complément: immeubles de grande hauteur Page 27

#### Le retour des tours d'habitation

Les villes sont au cœur de la vie économique, sociale et culturelle, et exercent de ce fait une fascination certaine. La redécouverte des villes en tant que lieu de résidence s'explique également par l'amélioration de la qualité de vie et différentes tendances sociétales, comme la diminution de la taille des ménages. La forte pression d'urbanisation qui en découle implique une densification du tissu urbain, où les tours d'habitation ont leur rôle à jouer. C'est d'ailleurs pour cette raison qu'elles connaissent une renaissance depuis 2010. Dans les localisations centrales, elles semblent pouvoir répondre à certains besoins d'habitat urbain. Pour les investisseurs, elles constituent cependant des projets complexes aux coûts généralement élevés. L'échelonnement des prix en fonction de l'étage

et le choix du groupe cible adéquat permettent cependant de compenser les surcoûts grâce à des revenus locatifs plus conséquents.

**Immobilier de bureau**  
**Page 31**

**Rebond fragile de la demande**

Les signes d'embellie sur le marché des surfaces de bureaux se multiplient. Reste à savoir si cette évolution sera durable. Sur fond de faibles coûts de financement, d'écart de rendement attrayants et de pénurie de placements, les investissements dans des projets d'immobilier de bureau demeurent intéressants. Après deux années de calme relatif, l'on observe ainsi une nouvelle accélération de l'activité de planification de surfaces de bureaux. Mais ces nouveaux afflux de capitaux menacent la stabilisation du marché suisse de l'immobilier de bureau. C'est pourquoi tous les espoirs reposent sur la reprise graduelle de l'économie helvétique en 2018 et sur sa capacité à stimuler suffisamment la demande de surfaces. À plus long terme, le vieillissement de la population helvétique, qui se traduira par une stagnation de la population active à partir de 2025, ainsi que la diminution de la consommation de surfaces par salarié laissent présager un repli marqué de la dynamique de la demande. Les tendances qui s'inscrivent en soutien de cette dernière – accélération de l'immigration, augmentation du taux de participation des femmes et des seniors, poursuite de la tertiarisation de l'économie suisse, etc. – pourraient certes atténuer la faiblesse attendue de la croissance, mais ne parviendront guère à inverser la situation. Le scénario d'un ralentissement à long terme de la demande de surfaces de bureaux semble par conséquent inévitable.

**Complément:**  
**logistique urbaine**  
**Page 40**

**Quand la logistique gagne la ville**

Sous l'effet de la réurbanisation et de l'envolée du commerce en ligne, les sites logistiques au sein des centres et à proximité immédiate de ces derniers gagnent en importance – malgré la pénurie de terrains. Les concepts modernes de logistique urbaine visant à résoudre le problème du «dernier kilomètre» favorisent quatre approches. Outre des moyens de transport plus rapides et de nouveaux types de livraison (p. ex. des points de retrait), des modèles plus sophistiqués de coopération et de réaffectation de surfaces commerciales et de bureaux sont ici expérimentés. Si les systèmes en cascade prônés par la logistique urbaine restent pour l'heure l'exception dans notre pays, un nombre grandissant d'investisseurs immobiliers s'intéresse de plus en plus à ce secteur en plein essor.

**Surfaces de vente**  
**Page 43**

**La sélection bat son plein**

L'érosion des chiffres d'affaires s'est interrompue dans le commerce de détail. Le déclin de la productivité des surfaces, l'écart de croissance marqué entre le commerce en ligne et son homologue stationnaire ainsi que l'augmentation du nombre de faillites suggèrent cependant que la mutation structurelle est loin d'être achevée dans la branche. L'évolution en cours aux États-Unis révèle que ce sont les fournisseurs de surfaces de vente qui sont ici particulièrement affectés, faute de locataires. La situation en Chine donne un aperçu des tendances à l'œuvre dans le commerce de détail. En dépit d'une utilisation bien moins répandue de l'Internet que dans les pays occidentaux, la Chine se place d'ores et déjà en tête de peloton en matière de commerce en ligne. Dans ce contexte, nous soumettons les modes d'achat stationnaires à un test de résistance numérique et montrons que les grands magasins et les rues commerçantes des localisations B et C sont les plus menacés. Le futur de la situation commerciale étant devenu nettement plus incertain, les détaillants tentent de gagner en flexibilité. C'est pourquoi ils diminuent le nombre de leurs sites et entendent orienter leurs activités en ligne dans l'optique d'une stratégie multicanal. Et la mutation structurelle vient tout juste de commencer, comme en atteste la hausse des vacances en dépit d'une expansion de surfaces ralentie.

**Complément:**  
**économie**  
**comportementale**  
**Page 52**

**Quand la psychologie joue des tours aux investisseurs**

Les modèles et théories économiques traditionnels reposent généralement sur l'hypothèse que le comportement humain est rationnel et vise à maximiser l'utilité («homo oeconomicus»). En réalité, l'approche de nos congénères en matière de prises des décisions révèle de nombreuses divergences, parfois systématiques, de ce modèle rationnel. C'est ici qu'intervient l'économie comportementale. Composante des sciences économiques modernes, cette discipline s'attache, en se fondant surtout sur les connaissances issues de la psychologie, à expliquer les comportements irrationnels des acteurs du marché et à mieux appréhender les inefficacités de ce dernier. En raison de leur manque de transparence et de leur inertie, les marchés immobiliers sont considérés comme particulièrement inefficaces, d'où la possibilité de transposer différentes théories de l'économie comportementale à leurs acteurs. Citons ici p. ex. l'aversion à la perte, qui fait en sorte que le volume de transactions effectuées pendant les phases de correction des prix se révèle bien moins important qu'en temps normal.

**Les taux négatifs surpassent le cycle**

Les placements immobiliers directs et indirects demeurent une classe d'actifs intéressante, malgré des rendements en demi-teinte sur fond d'une demande fébrile sur les marchés physiques. Les taux négatifs supplantent en quelque sorte le cycle immobilier classique et empêchent la correction des prix des immeubles de rendement et des produits d'investissement, en dépit d'un potentiel de revenus locatifs en berne. Il en découle un tassement continu des rendements des placements directs ainsi qu'un niveau durablement élevé des agios sur les placements indirects. Les agios ne joueront certes plus le rôle de moteur de la performance dans les prochaines années, mais ne devraient pas non plus la pénaliser selon notre scénario principal. En raison du mouvement latéral des taux longs et de la timide hausse des taux courts, les valeurs nettes d'inventaire devraient certes générer des rendements positifs, mais moins généreux que dans un passé récent. Dans l'ensemble, notre scénario principal prévoit donc un léger recul de la performance des placements immobiliers indirects dans les années à venir, mais pas d'effondrement du marché. La quête de rendements devant rester d'actualité en 2018, l'excellente performance de ces dernières années va sans doute être suivie par un résultat, dans le pire des cas, de moyenne facture.

## Logements en propriété

# Les prix repartent à la hausse

La baisse des prix du logement en propriété intervenue à l'hiver 2016/2017 à l'issue de 14 années d'augmentation n'était que temporaire. Grâce aux taux d'intérêt durablement bas et à l'activité de construction en repli constant, les prix des maisons et appartements se sont rapidement stabilisés pour repartir à la hausse au 2<sup>e</sup> semestre 2017. Comme les impulsions conjoncturelles et les freins réglementaires se neutralisent, ce sont les effets démographiques qui prédominent. Approchant de l'âge de la retraite, les baby-boomers s'apprentent à quitter la vie active et à délaissier les logements en propriété. Quelles seront les répercussions de cette évolution sur le marché de la propriété?

## Demande: les freins au financement sapent les impulsions

**Le rebond conjoncturel soutient la demande de logements en propriété ...**

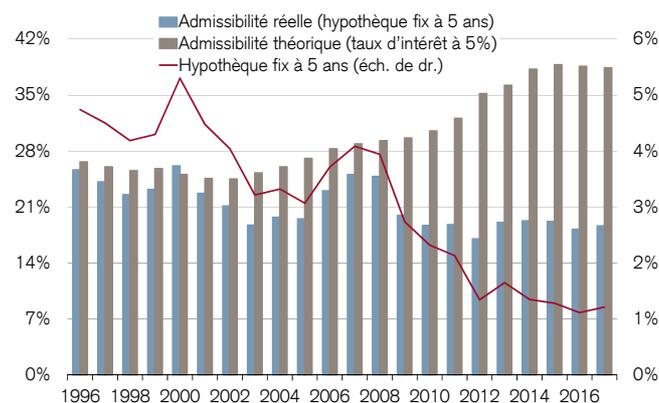
Nous attendons des conditions conjoncturelles très favorables en 2018. La croissance du PIB helvétique devrait s'accroître sensiblement (1,7%) et le taux de chômage s'inscrire en léger recul. Ce à quoi viennent s'ajouter de bonnes perspectives économiques dans la zone euro, dont la Suisse devrait bénéficier. La reprise de l'économie permet aux ménages d'avoir une activité professionnelle plus importante et donc d'accroître leurs revenus. Du fait de la hausse seulement modérée des salaires réels et nominaux en 2018, le rebond ne se répercutera toutefois pas immédiatement sur les finances des consommateurs.

**... d'autant plus que les taux d'intérêt hypothécaires restent bas**

Ces nouvelles globalement positives devraient renforcer le désir d'accéder à la propriété, car les taux d'intérêt hypothécaires resteront sans doute très faibles en 2018. Les taux du marché monétaire ne devraient, à notre avis, guère évoluer. Nous anticipons en revanche une augmentation de 15 à 40 points de base des taux des hypothèques fix à échéances moyennes et longues pour la fin 2018. Historiquement, les coûts hypothécaires effectifs demeurent néanmoins extrêmement bas: l'année passée, un propriétaire disposant d'un revenu moyen devait consacrer 18,6% de celui-ci à l'hypothèque, à l'amortissement et à l'entretien d'un logement neuf de standard intermédiaire (fig. 1), contre 21,1% en moyenne entre 1996 et 2017.

**Fig. 1: Admissibilité des logements en propriété**

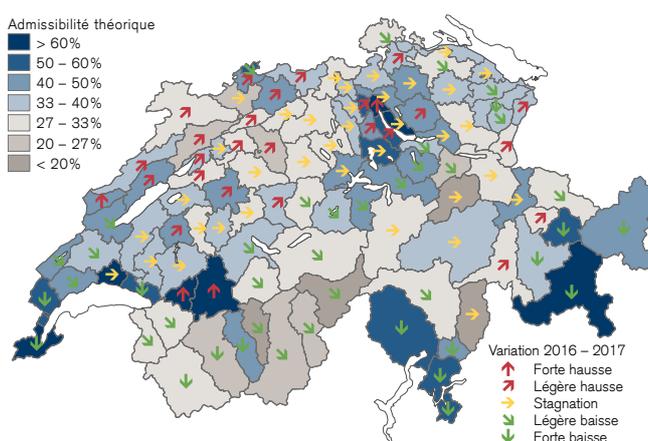
Pour un ménage moyen, en % du revenu et sur la base des paramètres suivants: logement neuf, entretien 1%, nantissement 80%, amortissement aux 2/3 en 15 ans



Source: Credit Suisse

**Fig. 2: Admissibilité théorique, par région**

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



Source: Credit Suisse, Geostat

**L'admissibilité théorique freine la demande ...**

Même si l'admissibilité réelle se maintiendra à peu près à son faible niveau actuel en 2018, de nombreux ménages ne pourront toujours pas accéder à la propriété. Outre les exigences élevées en matière de fonds propres, l'admissibilité théorique prescrite par la loi limite leur capacité à acquérir un logement. En 2017, un ménage disposant d'un revenu moyen aurait théoriquement dû déboursier 38,4% de ce revenu pour un logement en propriété neuf de standard intermédiaire.

### ... et attire toujours les acheteurs potentiels vers les régions bon marché

dière (fig. 1). Cette charge a certes légèrement diminué ces deux dernières années, mais dépasse toujours largement le seuil critique de 33%.

La demande de logements en propriété s'en trouve freinée. Les obstacles diffèrent toutefois fortement en fonction de la région, essentiellement en raison des niveaux de prix respectifs (fig. 2). La charge de la propriété se révèle la plus élevée autour du lac Léman et des lacs de Zurich et de Zoug. Dans ces régions, cette charge n'est pas supportable pour un grand nombre de ménages. Elle a encore augmenté dans le canton de Zurich en particulier. Nous anticipons par conséquent une poursuite du repli d'une partie de la demande vers les régions où les prix sont plus abordables et l'admissibilité théorique inférieure.

### Évolution démographique: moteur de la demande de logements en propriété

#### L'évolution démographique définit la demande à long terme

À l'instar de la conjoncture et de l'abordabilité des maisons individuelles et appartements, l'évolution démographique joue un rôle décisif dans l'évolution de la demande de logements en propriété. À l'inverse des deux premiers facteurs cités, les effets démographiques n'ont guère d'impact notable sur la demande à court terme, mais gagnent en influence à plus longue échéance. Connaître la répartition de l'âge des propriétaires ainsi que les moments auxquels les ménages passent de la location à la propriété, puis abandonnent de nouveau cette dernière, est par conséquent crucial pour mieux comprendre le marché du logement en propriété.

### Les baby-boomers: principaux demandeurs de logements en propriété

Selon les chiffres de 2015, le propriétaire suisse moyen est âgé de 58 ans et fait donc partie des baby-boomers, nés durant les années de forte natalité de 1946 à 1964. 42% des propriétaires appartiennent à ce groupe d'âge, qui ne représente pourtant qu'environ 31% des ménages.

### La propriété du logement ne se démocratise qu'à partir de 35 ans

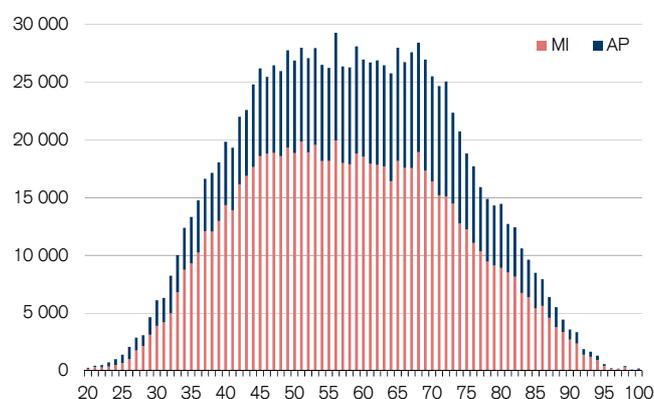
La grande importance des baby-boomers en tant que segment de la demande tient aussi à leur âge. Si les jeunes ménages possèdent rarement leur propre logement, le nombre de propriétaires augmente avec l'âge (fig. 3). Bien que beaucoup de jeunes adultes aspirent déjà à accéder à la propriété, la flexibilité et la mobilité restent dans un premier temps primordiales à leurs yeux. Par ailleurs, ils ne disposent fréquemment pas du revenu et/ou de la fortune requis à cet effet. Seuls 13,5% des 30–34 ans sont ainsi propriétaires de leur logement, contre presque 51% des baby-boomers.

### Propriété du logement dans le cycle de vie des propriétaires

L'âge et surtout la composition du ménage jouent un rôle dans le choix non seulement du logement en propriété, mais aussi entre maison individuelle (MI) et appartement (PPE). La figure 4 décrit cette situation à l'aide de l'observation des cohortes d'âges de l'année 2015. Elle montre l'évolution (augmentation ou diminution) du nombre de propriétaires au sein des différentes classes d'âge au cours de la période 2010–2015. Le comportement des jeunes ménages (25–44 ans) diffère ici nettement de celui des ménages d'âge moyen (45–69 ans) et plus âgés (70 ans et plus).

**Fig. 3: Nombre de propriétaires par âge**

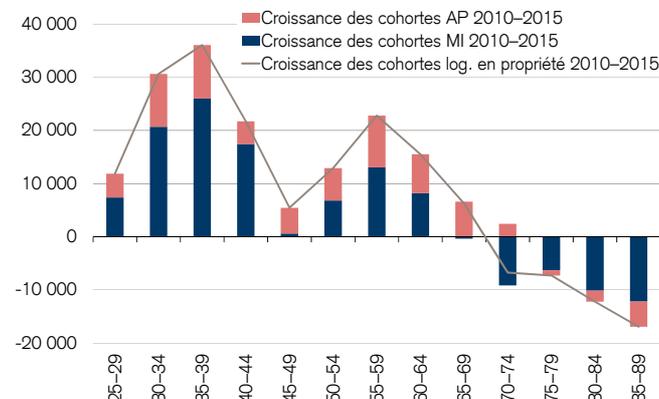
Nombre de propriétaires par âge



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 4: Croissance des cohortes de propriétaires**

Cohortes de l'année 2015 sur la période 2010–2015



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### L'appartement en propriété gagne en importance avec l'âge

Même s'il est aussi prisé des jeunes ménages, l'appartement en propriété gagne surtout en importance pour les classes d'âge à partir de 45 ans (personnes qui avaient 40 ans ou plus au début de la période de 5 ans). Il s'agit ici probablement de ménages urbains qui n'ont pu accéder que tardivement à la propriété, de couples sans enfant, de ménages qui ont opté pour un appartement après le départ des enfants ainsi que de ménages pour qui la maison familiale se révèle peu adaptée à l'âge ou devient trop compliquée à entretenir.

### La proportion de propriétaires diminue à partir de 70 ans

Les ménages plus âgés privilégient également les appartements en propriété. Le nombre de propriétaires diminue cependant à partir de 70 ans suite aux décès et aux emménagements dans des formes d'habitat plus adaptées aux seniors, de sorte que la croissance des cohortes et donc la demande de logements en propriété deviennent négatives (fig. 4). Ce phénomène concerne en premier lieu les maisons individuelles. Les appartements continuent en revanche à gagner en importance jusqu'à l'âge de 70–74 ans.

### Les jeunes ménages privilégient toujours la maison individuelle

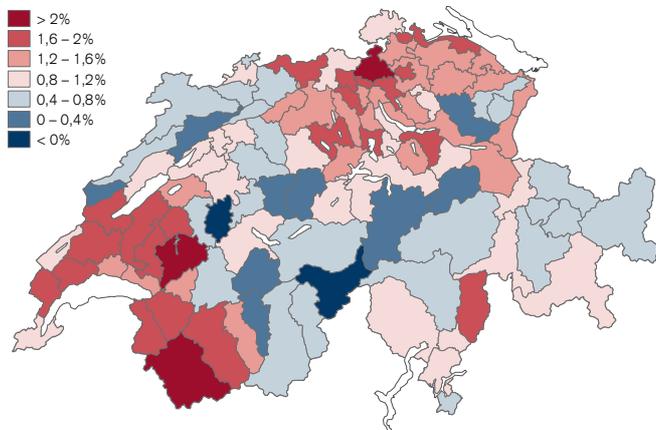
Les jeunes ménages deviennent souvent acquéreurs des maisons individuelles délaissées par leurs aînés (fig. 4). Cette forme d'habitat est très prisée des classes d'âge jeunes, ce qui à première vue peut sembler étonnant puisque les maisons individuelles à l'état neuf sont souvent bien plus onéreuses en raison des prix des terrains. Mais les bâtisses plus anciennes, dont la valeur est en grande partie amortie, peuvent être accessibles aux jeunes ménages – surtout si elles sont implantées en dehors des pôles urbains. Cependant, les biens acquis présentent alors bien souvent un aménagement passé de mode et un important besoin de rénovation, qui sont sources de coûts supplémentaires. Pour de nombreux couples avec enfants, la maison demeure néanmoins la forme de propriété privilégiée.

### Perspectives: la demande se maintient tout juste à son niveau actuel

Sur la base de la croissance démographique attendue, la répartition par âges des propriétaires permet d'anticiper la demande de logements en propriété pour les années à venir. Les fluctuations de la demande liées à la conjoncture ne sont pas prises en compte dans l'estimation. D'ici à 2025, nous tablons sur un potentiel de demande supplémentaire de presque 23 000 propriétaires en moyenne à l'échelle nationale, soit un peu moins que sur la période 2010–2015. La croissance devrait tout d'abord se révéler légèrement plus importante, puisque ce sont surtout les ménages d'âge moyen qui vont intervenir en tant qu'acheteurs. Vers la fin de la période, la demande devrait toutefois être inférieure au potentiel précité, car l'absence des baby-boomers se fera de plus en plus ressentir. L'âge moyen des propriétaires va continuer d'augmenter sous l'effet du vieillissement démographique. Mais cela n'implique pas automatiquement que le nombre de demandeurs d'objets sur le marché s'accroît avec l'âge. Étant donné que la propension à déménager diminue avec l'âge, la croissance se concentre davantage sur les demandeurs jeunes et d'âge moyen, comme le révèle la figure 4.

Fig. 5: Potentiel de demande régional d'ici à 2025

Prévision du potentiel de demande annuel pour le logement en propriété, en %

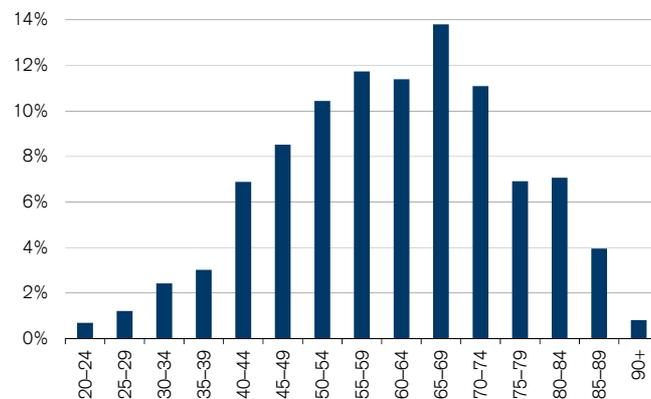


### Importantes disparités sur le front du potentiel de demande régional

S'agissant du futur potentiel de demande, des différences marquées apparaissent en fonction des régions. Nous décelons ainsi le plus fort potentiel pour le logement en propriété en Suisse alémanique, dans la grande région de Zurich (fig. 5). Dans l'Unterland zurichois, le potentiel

Fig. 6: Répartition par âges des propriétaires de résidences secondaires

Répartition des propriétaires de résidences secondaires par classe d'âge, en %



annuel devrait p. ex. s'établir à 2,1% du parc actuel de logements en propriété. La demande devrait aussi connaître une croissance supérieure à la moyenne en Suisse romande, et notamment dans le canton de Fribourg, l'arrière-pays vaudois et le Bas-Valais. Elle ne devrait en revanche guère augmenter dans de nombreuses régions rurales. Nous anticipons même un recul dans les régions de la Schwarzwasser et de Conches.

### Demande de résidences secondaires en pleine mutation

Dans les régions touristiques, la demande de résidences secondaires, également dépendante du vieillissement de la société, vient s'ajouter à celle des résidences principales. Pour de nombreux ménages de la génération du baby-boom, un appartement de vacances dans les montagnes suisses constitue un acquis, un symbole de prestige ou un lieu de retraite – voire un peu des trois. La génération des «Millennials», en quête de spontanéité et d'expériences, désireuse de découvrir le monde, affiche en revanche d'autres préférences. Grâce aux services aériens low cost, le monde entier est désormais très accessible pour tout à chacun. Partager au lieu de posséder, telle est ici la devise issue de l'économie participative. Si les «Millennials» optent pour la montagne, ils louent temporairement un logement via Airbnb. L'achat d'un appartement de vacances n'est plus une priorité. Cette évolution se traduit par une augmentation de l'âge des demandeurs de résidences de vacances. Aujourd'hui déjà, le propriétaire d'un appartement de vacances a en moyenne 61 ans et la classe d'âge des 65–69 ans constitue la principale cohorte avec presque 14% (fig. 6). Dans les prochaines années, de plus en plus de ménages arriveront à un âge où ils souhaiteront renoncer à leur résidence de vacances, qui, si les enfants ne veulent pas la reprendre, devra être vendue sur un marché où la demande s'inscrit en repli à long terme. Le marché devrait donc devenir plus exigeant, surtout en dehors des destinations touristiques renommées.

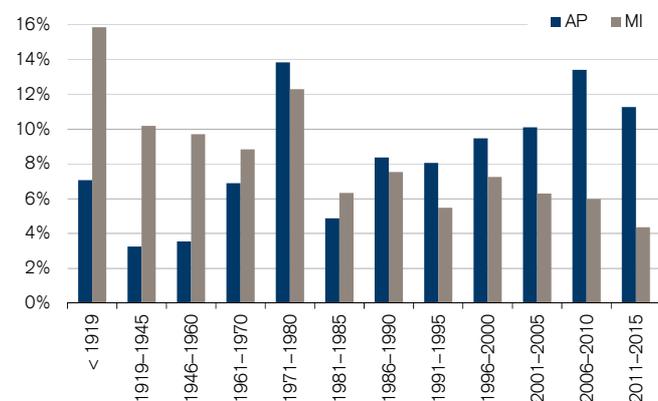
### Offre: poursuite du repli de l'activité de construction

### Le logement en propriété de plus en plus prisé

Beaucoup d'attention est généralement accordée à l'activité de construction, y compris dans le segment du logement en propriété. Bien qu'apparemment considérable avec près de 22 000 unités, la production de logements en propriété de l'année 2017 est insignifiante par rapport au parc existant. Que savons-nous du parc? Il est dominé par les maisons individuelles, mais les appartements les rattrapent, comme le révèle la distribution par période de construction (fig. 7). Les appartements sont en moyenne nettement plus récents que les maisons individuelles. Les appartements achevés après 2001 représentent à eux seuls 34,7% du parc total, contre 16,6% pour les maisons individuelles construites sur la même période.

**Fig. 7: Parc de logements en propriété par période de construction**

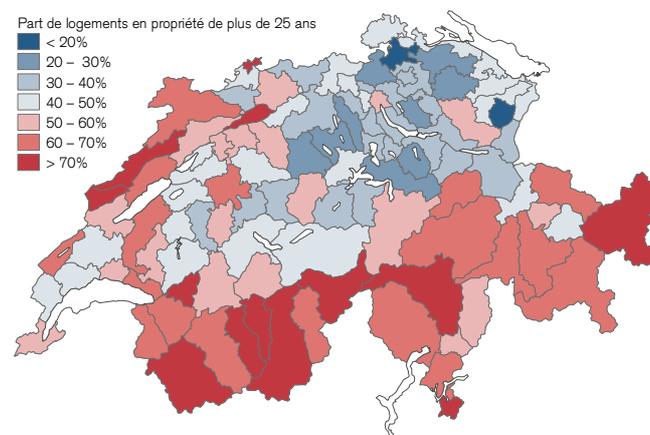
Part par période de construction, à l'aune du parc respectif (résidences principales), 2015



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 8: Part de logements en propriété ayant plus de 25 ans**

Résidences principales, en %, 2015



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

### Écueils en vue pour le concept de l'appartement en propriété

Juridiquement, la propriété par étage n'existe que depuis 1965, ce qui explique la jeunesse de la structure d'âge des appartements en propriété. Pour les appartements construits avant cette année, il s'agit de transformations de maisons individuelles en propriétés par étage. La forte hausse des prix fonciers et la raréfaction des terrains à bâtir dans les localisations bien desser-

vies ont conduit à ce que l'activité de construction porte aujourd'hui sur deux appartements pour une maison. Mais les avantages des appartements en propriété font aussi face à des inconvénients, parmi lesquels les prises de décisions difficiles au sein des sociétés de copropriétaires. Cette problématique devrait bientôt revenir sur le devant de la scène, puisque presque 19% des appartements avaient entre 30 et 44 ans en 2015. Avec l'ancienneté, repousser les rénovations de grande ampleur (toit ou façade p. ex.) devient de plus en plus difficile.

### Les localisations urbaines offrent plus d'options pour résoudre le blocus décisionnel

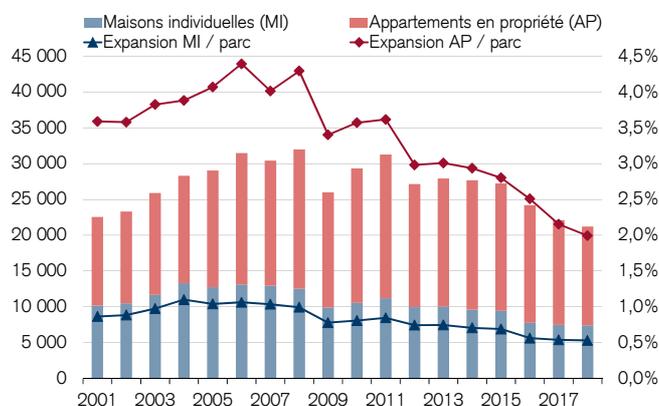
Le manque de moyens financiers et les désaccords au sujet de la marche à suivre sont autant de freins à l'efficacité d'une stratégie de rénovation. De telles situations devraient à l'avenir se multiplier dans les régions où la proportion des appartements de plus de 25 ans est élevée, soit surtout sur le versant sud des Alpes, au pied sud du Jura ainsi qu'à Bâle et Berne (fig. 8). Dans les régions urbaines, la vente constitue une solution additionnelle du fait de la forte appréciation des terrains à bâtir. De même, l'ajout d'étages combiné à des rénovations cycliques de grande ampleur offre des possibilités intéressantes.<sup>1</sup> De telles options font souvent défaut dans les régions alpines, dès lors qu'il ne s'agit pas de destinations renommées. En cas d'existence de résidences secondaires, la situation est encore compliquée par l'importante hétérogénéité au sein des sociétés de copropriétaires.

### Nouvelle baisse du nombre de logements en propriété délivrés en 2018

L'activité de construction de logements en propriété ralentira une nouvelle fois en 2018. Nous anticipons ici une hausse de 21 200 unités d'habitat (fig. 9). À l'instar de l'année précédente, le segment des appartements devrait être le plus affecté par ce recul. Avec l'achèvement d'environ 13 800 appartements, la diminution atteindra probablement 5,5% en glissement annuel. À l'aune du parc, l'expansion se maintient cependant à niveau respectable (2%). Sur le front des maisons individuelles, nous attendons une baisse de 1,1% seulement, soit l'arrivée sur le marché de près de 7 400 unités (0,5% du parc). À l'exception de Genève et Nyon, le logement en propriété ne connaîtra pas une expansion marquée dans les centres et les localisations onéreuses, mais dans les régions un peu plus distantes des pôles urbains (fig. 11).

**Fig. 9: Augmentation nette et expansion du parc de logements en propriété**

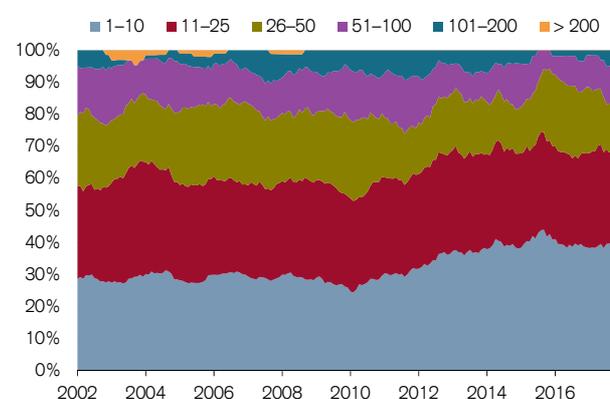
Augmentation nette en unités d'habitat; éch. de dr.: expansion en % du parc



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

**Fig. 10: Permis de construire pour des appartements en propriété par taille de projet**

Taille de projet en nombre d'appartements, part en %



Source: Credit Suisse, Baublatt

### Les promoteurs commencent à surmonter leurs réticences

Le recul de la production d'appartements en propriété résulte en premier lieu du durcissement des exigences en matière de financement. Nombre de ménages vivant en milieu urbain ne parviennent notamment plus à accéder à la propriété, d'où la prudence affichée ces dernières années par les promoteurs s'agissant du développement de projets d'appartements en propriété. Cette circonspection se reflète aussi dans la taille réduite des projets: en 2011, quelque 25% des projets ayant obtenu une autorisation de construire portaient sur plus de 50 appartements, contre 14% à la fin 2017 (fig. 10). L'atterrissage en douceur, jusqu'à présent réussi, du marché des logements en propriété incite les investisseurs à accélérer quelque peu l'activité de planification. Cette évolution devrait devenir visible dans le nombre de demandes déposées et de permis de construire octroyés dans les deux prochaines années.

<sup>1</sup>Galliker, P., Mötteli, M., Qelaj, D. (2017). «Ausschöpfung des Verdichtungspotenzials im Stockwerkeigentum durch Aufstockung», Haute École de Lucerne

## Les réaffectations peuvent accélérer l'expansion

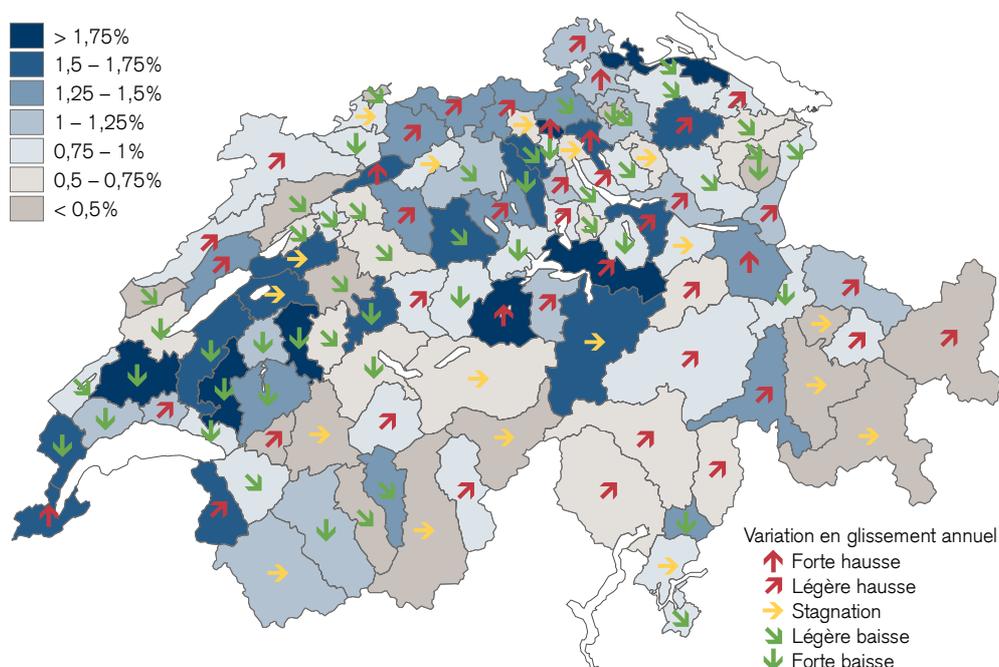
## Les objets de type «buy-to-let» pourraient également gonfler l'offre

À l'heure actuelle, les incertitudes entourant l'ampleur de l'expansion des objets en propriété sont plus élevées qu'en règle générale. Dans le cadre de grands projets, de nombreux investisseurs planifient de plus en plus souvent tant des logements en propriété que des biens locatifs, souhaitant ainsi conserver la possibilité de passer d'un segment à l'autre peu avant la phase d'achèvement et la commercialisation. Les difficultés de commercialisation croissantes sur le marché de la location les encouragent en outre à proposer des objets déjà achevés en tant qu'unités en propriété – bien souvent avec succès.

Les investissements de type «buy-to-let», c'est-à-dire des objets en propriété acquis par des particuliers à des fins de placement et de location, constituent un autre facteur d'incertitude. Environ 20% des logements en propriété nouvellement construits entrent dans cette catégorie. Leurs propriétaires supportent un risque élevé et pourraient devoir revendre ces biens en cas de nouvelle hausse des taux de vacance. Un examen approfondi des logements locatifs proposés par voie d'annonces en ligne révèle que 7150 d'entre eux sont situés dans des immeubles où se trouvent également des biens en propriété. Il s'agit ici d'un nombre considérable par rapport au total de 91 700 objets locatifs proposés. La surproduction actuelle de logements locatifs pourrait ainsi contribuer à gonfler l'offre sur le marché de la propriété. Les groupes cibles de ces deux formes d'habitat étant relativement différents, les réaffectations s'accompagnent de difficultés; raison pour laquelle nous n'attendons pas un impact trop marqué en termes de volume.

**Fig. 11: Expansion attendue des logements en propriété**

En % du parc de logements et par rapport à l'année précédente (flèches)



Source: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

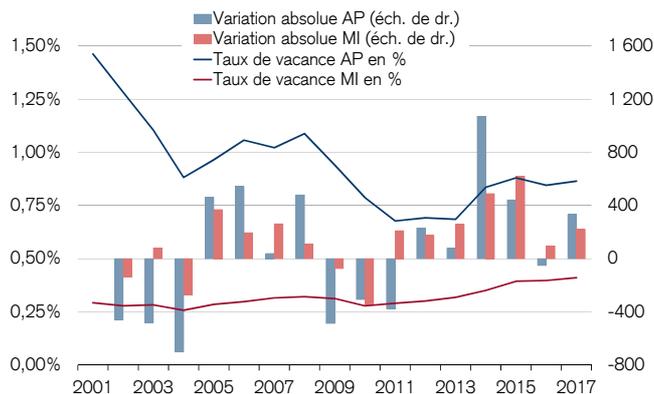
## Résultat sur le marché: les prix du logement en propriété repartent à la hausse

## L'offre et la demande sont équilibrées

L'offre et la demande se maintiennent à des niveaux similaires sur le marché du logement à usage propre. La prudence affichée par les promoteurs sur le front de la production de logements en propriété est à l'unisson de la demande délibérément freinée par la réglementation, de sorte qu'aucun déséquilibre notable ne s'est formé en termes de volumes. Le taux de vacance n'a par conséquent que légèrement augmenté l'année passée, passant de 0,84 à 0,87% pour les appartements en propriété (fig. 12) – soit une hausse de 332 unités. Pour les maisons individuelles, la progression s'est révélée encore plus faible avec une augmentation du taux de vacance de 0,40 à 0,41% (+220 unités). Dans les deux segments, les surfaces inoccupées se sont ainsi maintenues à un niveau limité et non problématique.

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

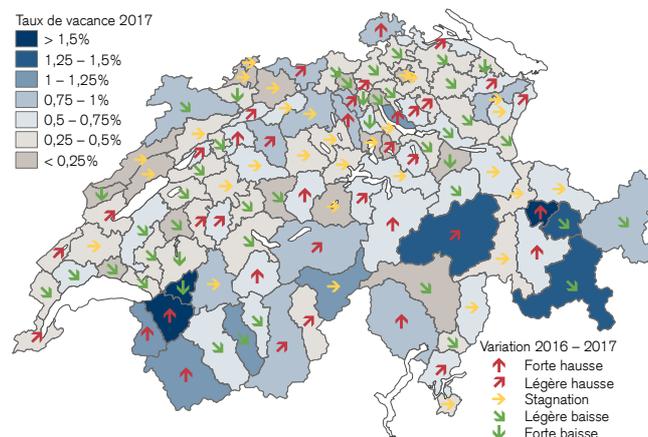
Éch. de g.: en % du parc respectif; éch. de dr.: variation absolue



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 13: Taux de vacance régionaux des logements en propriété**

En % du parc de logements en propriété



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

**Taux de vacance élevé uniquement dans l'arc alpin**

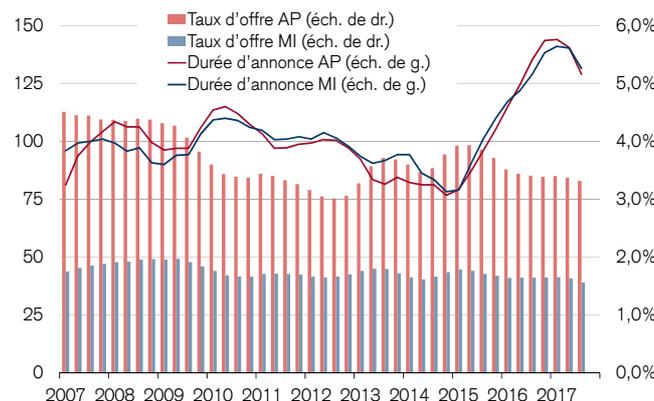
Les taux de vacance ont même reculé dans bon nombre de régions (fig. 13), en particulier dans l'arc lémanique et la région de Zurich. Les régions alpines continuent d'afficher les taux les plus élevés de logements en propriété inoccupés, bien qu'une tendance à la baisse soit observable dans certaines zones. La suroffre générée par l'initiative sur les résidences secondaires ainsi que les incertitudes sur le front de la demande ne se sont de toute évidence pas résorbées sur tout le territoire.

**Le taux d'offre s'inscrit même en repli**

À l'inverse du taux de vacance, le nombre d'objets existants proposés par voie d'annonces s'inscrit même en léger repli actuellement (fig. 14). Le taux d'offre a de nouveau quelque peu diminué en glissement annuel, passant de 3,4 à 3,3% pour les appartements en propriété et de 1,7 à 1,6% pour les maisons individuelles. Ce recul aux niveaux observés durant le boom des années 2010-2012 révèle à quel point la demande serait importante si elle n'était pas artificiellement freinée par les exigences financières élevées applicables à l'octroi de crédits hypothécaires.

**Fig. 14: Taux d'offre et durée d'annonce**

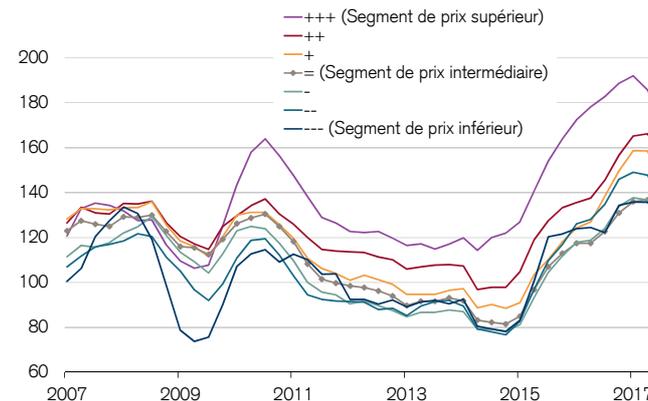
Objets existants, taux d'offre en % du parc respectif; durée d'annonce en jours



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Fig. 15: Durée d'annonce par segment de prix**

Durée d'annonce en jours



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**La durée de commercialisation s'est récemment raccourcie**

L'allongement de la durée d'annonce après l'entrée en vigueur du principe de la valeur minimale et de l'augmentation des exigences en matière d'amortissement, suite au durcissement des règles d'autorégulation à l'automne 2014, démontrent l'efficacité des mesures réglementaires (fig. 14). Depuis lors, les acheteurs potentiels doivent apporter davantage de fonds propres si le prix d'achat dépasse la valeur de nantissement. Par ailleurs, les amortissements plus élevés ont entraîné une nouvelle dégradation de l'admissibilité théorique. Celle-ci s'est entre-temps stabilisée, de sorte que la durée d'annonce et les frais de commercialisation ont légèrement diminué

au cours des derniers trimestres. Cette évolution s'explique sans doute par la correction des prix intervenue fin 2016/début 2017, qui a renforcé l'attractivité du logement en propriété.

### Les logements en propriété onéreux occasionnent les frais de commercialisation les plus élevés

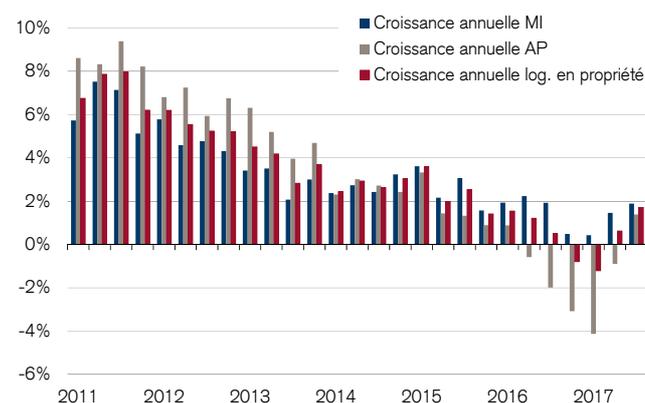
Depuis quelques années, les frais de commercialisation augmentent de concert avec le niveau des prix dans la plupart des régions. Cette évolution concerne moins le niveau absolu des prix que leur niveau relatif au sein d'une région. C'est pourquoi nous avons analysé le niveau des prix des objets proposés par voie d'annonces par rapport à la médiane de la région correspondante. La figure 15 révèle que la durée moyenne d'annonce des biens vendus au prix médian en 2017 s'établissait à 129 jours, contre 174 jours (45 jours de plus) pour les logements du segment supérieur, dont le prix dépasse la médiane d'au moins 50%. La durée de commercialisation des biens onéreux dépassait parfois de plus de 60 jours celle des objets médians. Depuis la mi-2016, les disparités en la matière ont toutefois commencé à se résorber.

### Les taux de vacances devaient rester faibles en 2018 et les prix légèrement augmenter

Au vu de l'évolution conjoncturelle qui soutient la demande et du recul continu de l'activité de construction, nous anticipons un semblant de «raréfaction» des logements en propriété, et donc des taux de vacances toujours faibles en 2018. Une légère baisse des logements inoccupés semble même possible. Dans ce contexte, nous attendons une évolution des prix de nouveau positive pour 2018. Alors que les prix du logement à usage propre s'inscrivaient en repli fin 2016/début 2017, la tendance s'est inversée au cours de l'année écoulée (fig. 16). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, la récente progression atteint 1,4% pour les appartements en propriété et 1,9% pour les maisons individuelles (3<sup>e</sup> trimestre 2017). Même autour du lac Léman, où la correction était la plus marquée dans un passé récent, les prix repartent majoritairement à la hausse. Des replis modérés des prix sont pour l'heure encore observables dans les cantons du Valais, de Schwyz, de Glaris et des deux Appenzell, ainsi que dans certaines parties du Tessin et des Grisons (fig. 17). Pour 2018, nous tablons sur une légère croissance des prix d'environ 2–2.5%, qui devrait être plus prononcée dans la région de Zurich/Zoug. La correction devrait également toucher à sa fin sur le segment de prix supérieur. Nous n'attendons cependant pas de nouvelle surchauffe du marché de la propriété – les facteurs positifs étant largement neutralisés par le niveau élevé des prix et le carcan réglementaire en matière d'accès au financement.

Fig. 16: Croissance des prix des logements en propriété

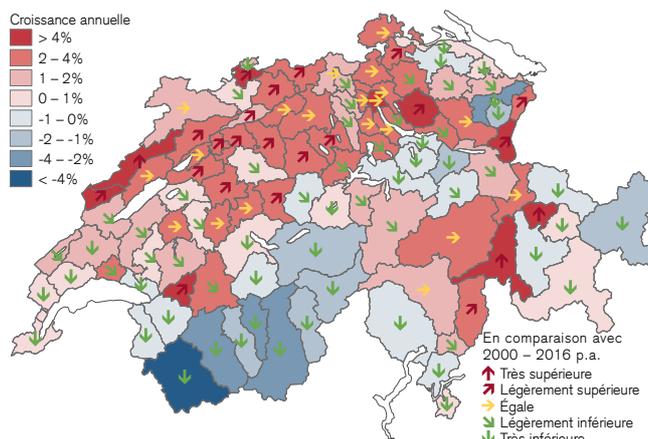
Taux de croissance annuels sur le segment de prix intermédiaire



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

Fig. 17: Croissance des prix des logements en propriété par région

Taux de croissance annuels pour les logement en propriété (segment intermédiaire), T3 2017



Source: Wüest Partner, Credit Suisse, Geostat

### Les déséquilibres devraient de nouveau s'accroître

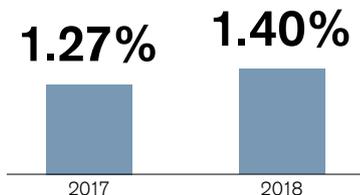
La hausse des prix immobiliers devrait relancer le débat sur la durabilité de cette évolution. Nous estimons toujours que le niveau actuel des prix dans la plupart des régions n'est pas durable. En de nombreux endroits, l'écart entre l'évolution des prix immobiliers et celle des revenus pourrait certes se réduire quelque peu grâce au recul des prix enregistré fin 2016/début 2017, mais les disparités demeurent importantes. Les déséquilibres ne résultent toutefois pas de dérives spéculatives, mais du niveau de taux d'intérêt qui n'est également pas durable. Les futures fluctuations des taux détermineront par conséquent l'orientation qui, à long terme, ramènera les prix immobiliers à des niveaux plus conformes aux revenus de la population.

# Perspectives 2018 pour les logements en propriété

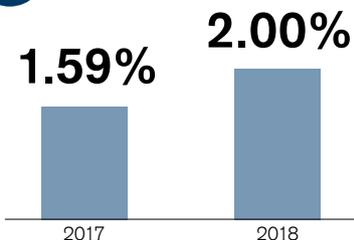
## Taux hypothécaires



Hypothèque fix à 5 ans



Hypothèque fix à 10 ans



Hypothèque LIBOR (LIBOR 3 mois)



## Demande



### Demande en demi-teinte:

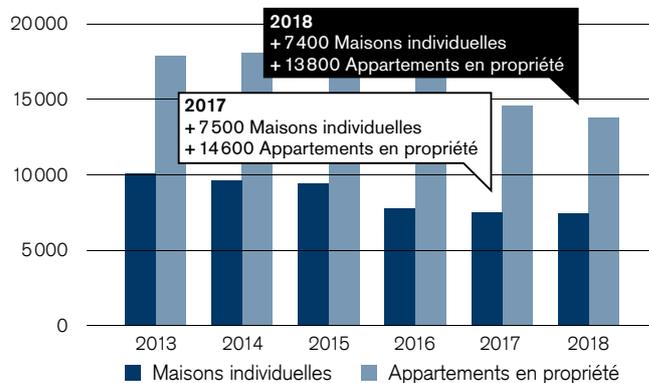
- Les faibles coûts hypothécaires et le rebond conjoncturel soutiennent la demande
- Les prix élevés et les exigences réglementaires constituent un frein

2018: impulsions de la demande neutralisées



## Offre

Augmentation nette (nb. de logements)



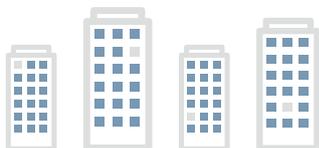
### Repli moins marqué de l'activité de construction:

- Les promoteurs commencent à surmonter leurs réticences
- Plus de réaffectations de biens locatifs en logements en propriété

2018: nouveau recul de l'offre en raison d'un effet retard



## Logements vacants



- Une légère diminution des vacances est même possible, étant donné le repli de l'offre
- Les conditions de commercialisation restent cependant exigeantes

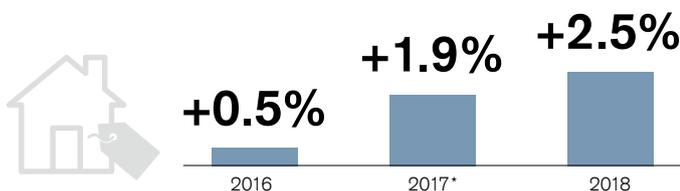
2018: les logements en propriété vacants se maintiennent à un faible niveau



## Prix

Croissance des prix de transaction en %

Maisons individuelles



\* 3<sup>e</sup> trimestre 2017

Appartements en propriété



## Complément: processus décisionnel lors de l'achat d'un logement

# Une répartition claire des rôles

Parmi les décisions les plus importantes d'un ménage, l'acquisition d'un bien immobilier s'opère normalement sur la base d'un processus en plusieurs étapes distinctes: identification du besoin, recherche de l'objet, évaluation des alternatives et achat. La théorie néglige en général le fait qu'un ménage se compose de membres individuels, dont les rôles et les préférences diffèrent. Pour en savoir plus sur ce processus décisionnel, nous avons consulté des agents immobiliers et nos spécialistes en financement, ce qui nous permet d'appréhender l'intégralité du processus – de la première visite au financement.

### Un achat commun, mais des besoins individuels

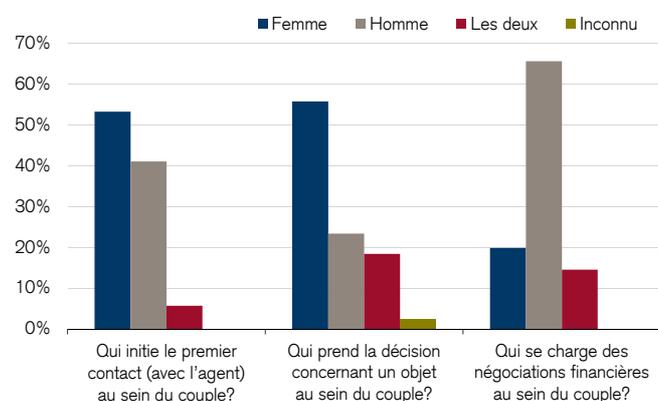
Notre enquête auprès des agents et des spécialistes en financement a révélé qu'un logement est en général acquis et occupé en commun. Près de 75% des acheteurs sont des couples avec ou sans enfant, fait également attesté par les données de l'OFS relatives aux propriétaires. Il est toutefois intéressant de noter que les hommes célibataires font un peu plus fréquemment l'acquisition d'un bien immobilier que les femmes. Mais des différences entre les genres sont aussi observables au sein des couples: 97% (!) des agents immobiliers interrogés par nos soins confirment l'existence de diversités spécifiques au genre lors de l'achat d'un logement. 67% – soit une part plus faible – des spécialistes en financement constatent aussi des différences marquées. Des études internationales brossent un tableau similaire.<sup>2</sup> Dans les jeunes familles avec enfants, ce sont ainsi souvent les femmes qui expriment le désir d'accéder à la propriété. Les motifs sont ici liés à un besoin de place accru, à la répartition des rôles au sein du ménage et à la sécurité financière que confère le fait de posséder son propre toit. En l'absence d'enfant, le processus est en revanche initié par les deux membres du couple. Les hommes manifestent le souhait d'acquérir un logement surtout plus tard dans la vie.

### Les femmes recherchent plus activement un bien immobilier

Les femmes prennent volontiers les rênes pour ce qui est de la recherche d'un logement. Notre enquête montre que ce sont elles qui établissent le premier contact avec l'agent dans 53% des cas (fig. 18), contre 41% seulement pour les hommes. Le rôle prépondérant des femmes se manifeste aussi lors de la première visite. Il est alors intéressant de voir ce qui se passe si seul un des deux partenaires est présent à cette occasion: s'il s'agit de l'homme, il est fréquent que la transaction n'aboutisse pas, même si le bien lui a plu. Les préférences des femmes concernant l'objet envisagé entrent donc davantage en ligne de compte que celles des hommes. Cela peut notamment tenir au fait que les aspects fonctionnels revêtent plus d'importance aux yeux du partenaire qui a la charge principale des enfants – généralement toujours la femme.

**Fig. 18: Comportement décisionnel lors de la recherche d'un logement**

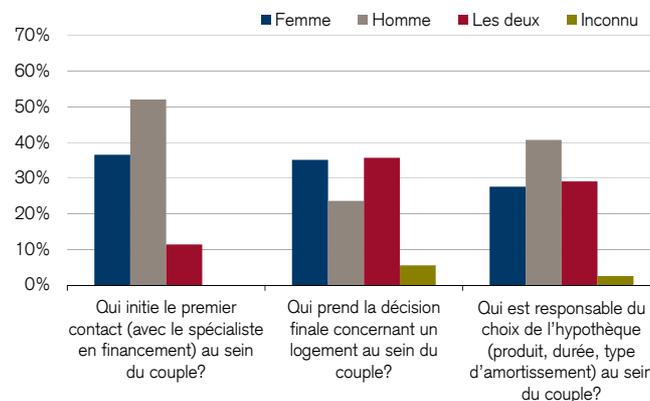
Parts en %; agents interrogés: 31



Source: Credit Suisse

**Fig. 19: Comportement décisionnel lors du financement**

Parts en %; spécialistes en financement interrogés: 96



Source: Credit Suisse

<sup>2</sup> Cf. p. ex. Levy et Lee (2004). «The influence of family members on housing purchase decisions»

### Cuisine, voisins et convenance pour les enfants sont les principaux critères pour les femmes

Quels sont les critères de sélection d'un bien immobilier importants pour les femmes et les hommes? Notre enquête confirme le cliché courant selon lequel les hommes se soucient des équipements techniques et du garage, les femmes de la cuisine et de la salle de bains. Il est intéressant de constater que ces schémas sont effectivement très répandus (fig. 20). Mais les femmes ne tiennent pas uniquement compte de critères spécifiques au bien: des thèmes tels que le voisinage, le contexte social, la convenance pour les enfants et la microsituation, donc tout particulièrement l'accessibilité des écoles maternelles ou d'autres établissements scolaires, montrent que l'environnement et la localisation du logement jouent un plus grand rôle à leurs yeux. L'aspect émotionnel d'un objet revêt aussi de l'importance: un bien qui ne plaît pas d'emblée aux femmes est la plupart du temps éliminé immédiatement.

### Aspects financiers, places de parking et équipements techniques importants pour les hommes

L'approche est tout autre du côté des hommes, qui privilégient en général les aspects financiers (fig. 20) tels que le prix du logement et la marge de négociation possible. Concernant l'objet en lui-même, nombre d'entre eux accordent de l'importance au parking/garage et aux équipements techniques, des systèmes de chauffage aux raccordements électriques en passant par les connexions Internet. Les hommes cherchent aussi davantage à déterminer la qualité de construction/structure du bâtiment et le besoin en rénovation dans le cas d'objets existants. Contrairement aux femmes, ils s'intéressent peu aux caractéristiques de l'objet et rarement aux thèmes de l'adéquation aux enfants ou du voisinage.

### Ce sont les femmes qui choisissent en définitive le logement

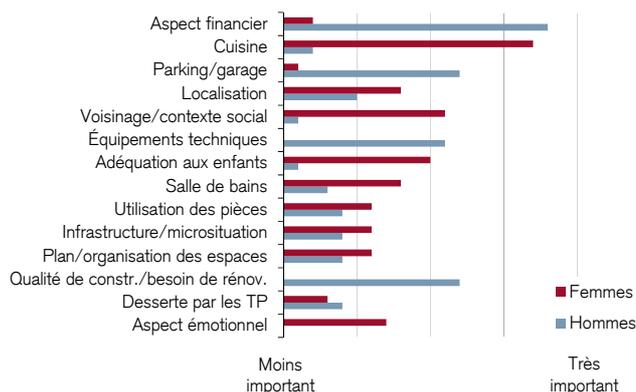
Les poids très différents que revêtent les divers thèmes font en sorte que les couples se complètent très bien et couvrent ensemble tous les aspects pertinents. Au vu de la répartition claire des rôles entre les genres, il n'est au final guère étonnant que la voix des femmes soit majoritairement prépondérante dans le choix d'acheter ou non un logement (fig. 18). Notre enquête auprès des agents a révélé que cette décision est prise par les femmes dans 56% des cas, contre 23% seulement pour les hommes.

### Les hommes se chargent de négocier le prix

Les rôles s'inversent cependant lorsqu'il s'agit de la négociation du prix du bien immobilier, dont les hommes se chargent dans presque deux cas sur trois, cette part n'étant que de 20% pour les femmes. La répartition classique des rôles entre les genres s'observe ainsi également dans cette situation.

**Fig. 20: Thèmes abordés lors de la recherche du logement**

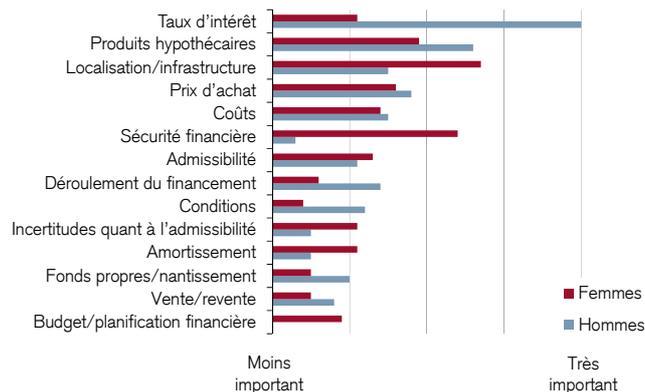
Thèmes sur lesquels portent principalement les questions des intéressés; agents interrogés: 31



Source: Credit Suisse

**Fig. 21: Thèmes abordés lors du financement**

Thèmes sur lesquels portent principalement les questions des intéressés; spécialistes en financement interrogés: 96



Source: Credit Suisse

### Les hommes prennent contact avec la banque

Le processus d'accession à la propriété ne s'achève toutefois pas avec le choix de l'objet, puisque le financement doit encore être assuré. À cette étape, de nombreux ménages sont confrontés à des obstacles majeurs voire insurmontables, en particulier en Suisse où les prix immobiliers sont élevés et les directives en matière de financement strictes. La répartition des rôles s'inverse par rapport à la recherche du bien dès le premier contact avec la banque, qui est initié par les hommes dans 52% des cas (fig. 19), contre 37% seulement pour les femmes. Les hommes se chargent des questions relatives au financement (choix du produit hypothécaire, durée, type d'amortissement, etc.) dans 41% des cas, tandis que la part des femmes n'est ici que de 28%. La répartition des rôles observée lors du choix du bien est ainsi confirmée: l'homme prend plus souvent les rênes s'agissant des aspects financiers.

### **La sécurité prime pour les femmes à l'étape du financement**

Les aspects essentiels aux yeux des femmes lors du contact avec les experts en financement tournent surtout autour de la sécurité financière (fig. 21). L'admissibilité et, tout particulièrement, les incertitudes relatives à cette dernière constituent aussi pour elles des points importants à aborder en entretien. Les femmes souhaitent p. ex. savoir si et dans quelle mesure le travail à temps partiel après la naissance d'un enfant, une éventuelle période de chômage ou la retraite influent sur l'admissibilité de l'objet. Le grand poids des considérations de sécurité se reflète également dans le fait que les femmes évoquent plus fréquemment la question de l'amortissement. Notons qu'elles abordent encore souvent le thème de la localisation/infrastructure avec l'expert en financement. Les femmes ont donc plus tendance à demander conseil à ce dernier à propos de l'objet lui-même.

### **Les hommes souhaitent optimiser le financement**

Lors du contact avec le spécialiste en financement, les hommes s'attachent en revanche en premier lieu à connaître le montant des intérêts hypothécaires et le coût final de l'hypothèque, souhaitant approfondir le thème des produits hypothécaires et de leurs durées. Le prix de l'objet joue en outre un rôle majeur pour les hommes, probablement parce qu'ils considèrent davantage l'achat d'un bien immobilier comme un investissement et n'hésitent pas à demander à un expert si le prix est justifié. Dans ce contexte, les possibilités de revente sont volontiers abordées. Les logements étant récemment devenus plus onéreux, la vérification du prix vise aussi certainement à identifier une éventuelle marge de négociation avec le vendeur.

### **La décision finale revient aux femmes**

La décision relative au financement, et donc à l'objet dont l'achat est envisagé, est prise en commun dans 36% des cas (fig. 19). En l'absence de décision paritaire, le mot de la fin revient plus fréquemment aux femmes (35%) qu'aux hommes (24%) selon les spécialistes en financement. Ce constat confirme que les femmes décident généralement en dernière instance s'agissant du choix du logement. Selon la littérature spécialisée, les divergences s'aplanissent au sein des couples sans enfants. Les différences liées au genre sont par conséquent en partie imputables à une répartition différente des rôles.

### **L'union fait la force**

Notre enquête confirme les résultats d'études internationales, qui ont conclu qu'une répartition claire des responsabilités entre les genres apparaît lors des différentes étapes du processus décisionnel relatif à l'acquisition d'un bien immobilier. Un examen des préoccupations clés révèle toutefois que les deux points de vue se complètent parfaitement, permettant de couvrir l'ensemble des aspects pertinents pour l'achat d'un logement. Les acteurs du couple se soutiennent ainsi mutuellement et font en sorte de ne rien oublier.

### **Exploiter les différences spécifiques au genre lors des négociations**

Vendeurs et agents immobiliers peuvent tenter d'utiliser stratégiquement ces différences de comportement décisionnel. Pour vendre un bien, il faut en premier lieu convaincre la femme. À cette fin, il est essentiel d'aborder les thèmes importants à ses yeux et de lui fournir les informations correspondantes. Les acheteurs potentiels devraient aussi être conscients de cet état de fait, qui se révèle décisif notamment lors de négociations de prix. Si la femme a déjà fait part de son intérêt pour un objet, l'homme ne devrait guère disposer de marge de négociation. Conseil pour les acheteurs potentiels: ne pas jouer cartes sur table, mais faire preuve d'habileté pour s'assurer une latitude de négociation le cas échéant.

## Logements locatifs

# La reprise ne suffira pas

Les perspectives continuent de s'assombrir sur le marché de la location, comme en témoignent les taux de vacance en hausse, la pression croissante sur les loyers et l'ascendant que prennent les locataires hors des grands centres, où ils se trouvent de plus en plus en position de force. Sur fond de rendements élevés, la multiplication des risques ne décourage cependant pas les investisseurs, qui continuent de plébisciter ce segment. La production de logements locatifs se maintient donc à un très haut niveau, alors que le marché est confronté à un recul de la demande lié au tassement persistant de l'immigration. Or, c'est précisément à ce moment critique que le marché reçoit un précieux soutien: la solide reprise économique qui se dessine va sans doute stabiliser la demande. Cela devrait certes quelque peu freiner la progression des taux de vacance, mais non la stopper.

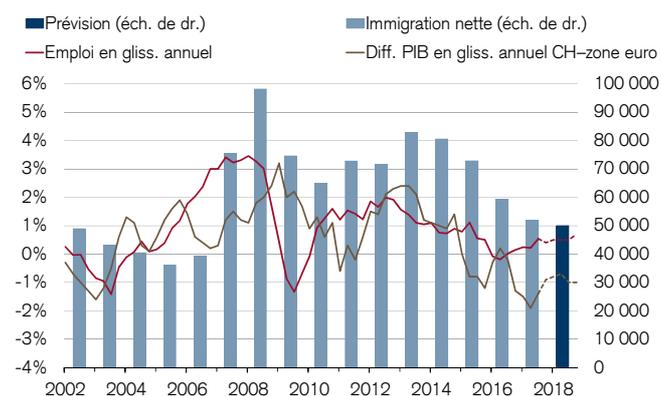
## Demande: l'immigration se stabilise

### Nouveau repli de l'immigration nette en 2017

En 2017, l'immigration nette a diminué pour la quatrième année consécutive: en tenant compte des flux des ressortissants suisses, le solde migratoire s'est établi à environ 52 000 personnes, soit une baisse de 12% en glissement annuel (fig. 22). Un niveau inférieur avait pour la dernière fois été observé il y a dix ans, juste avant l'entrée en vigueur de la libre circulation complète des personnes avec les États de l'Europe des Quinze. Le recul progressif de l'immigration après 2013 est d'ailleurs presque intégralement imputable au solde migratoire des ressortissants des États membres de l'UE (-50%), qui s'est effondré en raison du creux conjoncturel lié au choc du franc en Suisse couplé à la reprise économique dans la plupart des pays de l'Union. L'immigration nette en provenance de Portugal, qui atteignait encore 14 600 personnes en 2013, a p. ex. périclité à seulement 570 personnes en 2017. Les flux en provenance des pays hors Europe se sont en revanche inscrits en soutien depuis 2013, avec une progression de 28%.

Fig. 22: Immigration nette et conjoncture

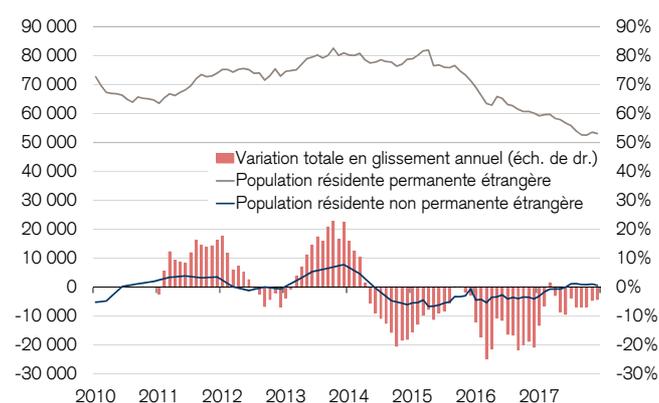
Immigration nette de la population résidente permanente (hors corrections des registres, y compris émigration nette des Suisses); 2017: projection; 2018: prévision



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

Fig. 23: Population résidente permanente et non permanente

Immigration nette, sommes sur 12 mois, avec corrections des registres



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

### Surestimation du repli de l'immigration

Un examen plus détaillé révèle que l'immigration s'est stabilisée vers la fin 2017. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2017, l'immigration nette a même légèrement augmenté par rapport au même trimestre de l'année précédente (+1,1%). Le solde migratoire des résidents de courte durée (population résidente étrangère non permanente) a en outre connu une évolution dynamique: avec 700 personnes en 2017, il est repassé en territoire positif pour la première fois depuis

2013 (fig. 23). Le moteur principal est l'activation, le 1<sup>er</sup> juin 2017, par le Conseil fédéral de la clause de sauvegarde vis-à-vis des ressortissants roumains et bulgares (UE-2), qui limite l'immigration en provenance de ces pays pour une durée maximale de deux ans. Cet instrument ne concernant pour l'heure que les permis de séjour (livrets B). L'on observe ainsi un déplacement de l'immigration vers les autorisations de courte durée (livrets L). Si l'on considère également la population résidente non permanente (résidents de courte durée inclus), l'immigration nette sur 2017 se révèle inférieure de seulement 4,2% à son niveau de l'année précédente.

### L'immigration nette devrait stagner en 2018

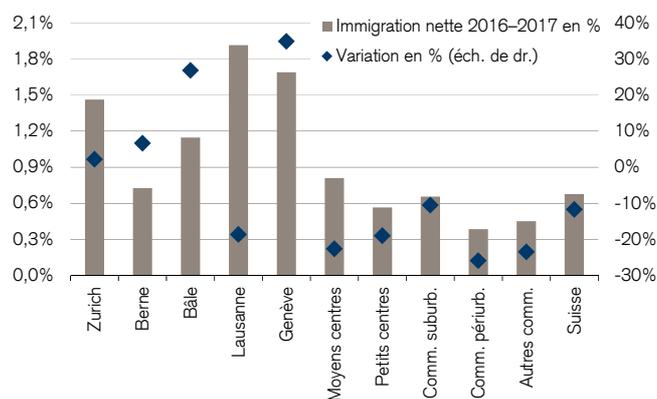
Certains indices laissent penser que l'immigration va sortir de l'ornière cette année. Le redoux conjoncturel est ici sans doute le principal facteur (fig. 22). En 2018, nous tablons sur une croissance du PIB de 1,7% (2017: 1,0%) et une progression de l'emploi de 0,5% (2017: 0,3%). Le Conseil fédéral ayant augmenté les contingents de 500 personnes s'agissant de l'immigration en provenance de pays tiers, il faut ici s'attendre à un léger plus. Les contingents de livrets B (+250) et L (+1000) pour les prestataires de services sans contrat de travail suisse issus des pays de l'UE/AELE ont également été relevés. Une prolongation et une extension éventuelles de la clause de sauvegarde vis-à-vis de la Bulgarie et de la Roumanie pourraient toutefois avoir un impact négatif sur les séjours de courte durée. Somme toute, nous tablons sur une stagnation de l'immigration nette à environ 50 000 personnes en 2018.

### Immigration principalement vers les grands centres

Le repli de l'immigration se fait surtout ressentir en dehors des grands centres. En 2016 et 2017, les immigrants en provenance de l'étranger ont en effet surtout privilégié les cinq grands pôles économiques du pays. Avec une croissance moyenne de la population allant de 0,7% (Berne) à 1,9% (Lausanne) découlant de l'immigration nette sur ces deux années, l'évolution démographique y a été nettement plus dynamique que dans les autres centres et communes périurbaines (fig. 24). Autre fait marquant, l'immigration nette a même augmenté dans quatre des cinq grands centres en 2017 – à l'opposé de la tendance au repli observée au niveau national. La progression a été particulièrement marquée à Bâle (+26,9%) et Genève (+34,9%). La stabilisation graduelle de l'immigration attendue au niveau suisse pour cette année est donc déjà un phénomène passé pour ces centres, raison pour laquelle ces derniers restent épargnés par le creux de la demande sur le marché du logement locatif.

**Fig. 24: Immigration internationale par type de commune**

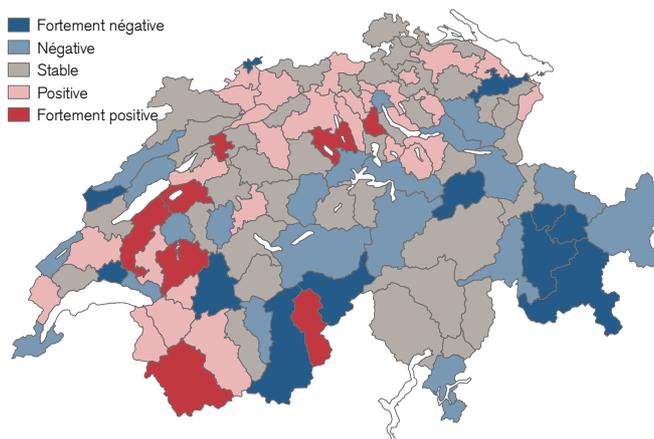
Immigration nette 2016/2017 en % de la population de l'année précédente, variation 2016–2017 en % (éch. de dr.), y c. corrections des registres



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

**Fig. 25: Migration intérieure**

Solde migratoire par rapport à la population de l'année précédente, 2015/2016



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

### La migration intérieure se concentre sur la périphérie des grands centres

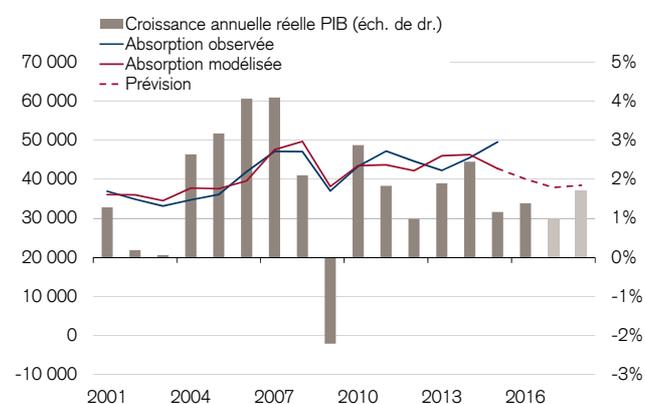
Si une majorité d'immigrants prend le cap des grands centres, les ménages souhaitant déménager ont tendance à les quitter au profit de secteurs en périphérie (fig. 25), jetant leur dévolu sur des communes suburbaines ou rurales à distance pendulaire des grandes agglomérations. Une partie de ces flux s'explique sans doute par l'acquisition de logements en propriété abordables, raison pour laquelle cette demande supplémentaire ne profite que partiellement au marché locatif. Par rapport à la période de forte immigration de 2010 à 2014, il apparaît en outre que le nombre de départs de ménages des grands centres et de leurs régions limitrophes a diminué en 2015 et 2016 – notamment dans la grande région de Zurich, où l'activité de construction dynamique s'est traduite par une légère détente sur le marché.

## La reprise économique améliore l'absorption des logements locatifs ...

L'immigration est sans conteste un moteur important de la demande sur le marché de la location. Cela dit, il convient de ne pas sous-estimer le rôle de la conjoncture, qui influe sur la demande de logements locatifs par le biais de trois canaux. Le premier de ces canaux implique une fois encore l'immigration: en cas d'accélération conjoncturelle, le nombre d'emplois créés augmente, ce qui accroît l'attractivité pour les immigrants. La situation économique dans les pays d'origine se révèle ici également importante (fig. 22). Deuxièmement, les phases de reprise économique (à l'instar de celle que nous attendons cette année) soutiennent la demande locative même sans immigration, car les ressortissants suisses recherchent davantage de logements quand les perspectives économiques s'améliorent. L'on cherche alors un pied-à-terre proche du travail, ou les enfants quittent le domicile des parents plus tôt. Nous avons modélisé l'absorption annuelle de logements à l'aide d'une approche statistique basée sur l'immigration et le PIB (fig. 26). En nous fondant sur nos prévisions actuelles en matière d'immigration nette et de croissance du PIB, nous tablons pour 2018 sur une légère hausse du taux d'absorption de quelque 500 unités d'habitation (location et propriété).

**Fig. 26: Croissance économique et demande de logements**

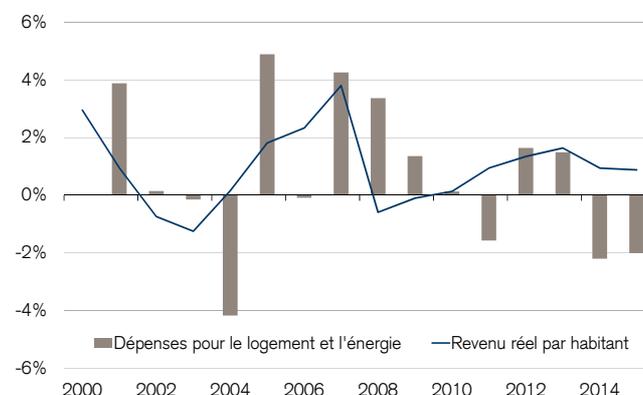
Absorption (réelle et modélisée) en unités d'habitation



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 27: Revenu et dépenses de logement**

Évolution des dépenses de logement et d'énergie ainsi que du revenu réel par habitant, taux de croissance annuel en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## ... et augmente le budget des ménages alloué au logement

Un troisième effet de la reprise économique ne concerne pas l'absorption, mais la structure de la demande de logements: la tendance se porte alors vers des logements plus grands, mieux situés ou dotés d'un meilleur standing. Ceci est également lié au fait que la part des dépenses allouée au logement dans le budget des ménages reste très stable au fil des ans. Les dépenses de logement tendent donc à augmenter avec le revenu (fig. 27). Dans le sillage du rebond économique, il y a par conséquent de fortes chances que la demande se stabilise aussi en dehors du segment le moins onéreux. Même si la demande supplémentaire ainsi générée ne suffira pas à endiguer le déclin du marché de la location, l'embellie conjoncturelle survient à point nommé.

## Aucune inversion de tendance en vue dans la construction de logements locatifs

### Offre: boom de la construction dans les agglomérations

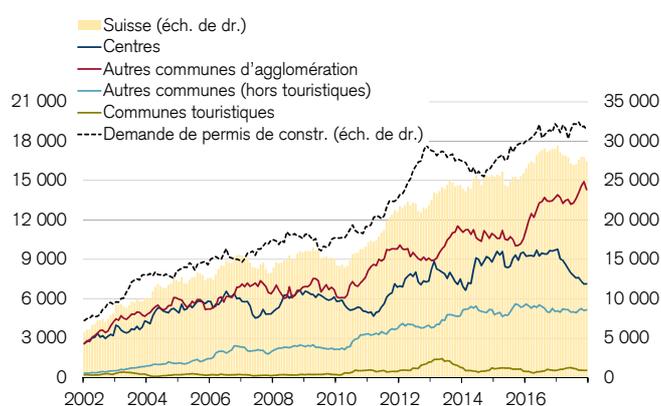
«Chaque offre crée sa propre demande». C'est en ces termes que le célèbre économiste John Maynard Keynes a résumé la loi de Say, et c'est selon cette devise que les investisseurs immobiliers semblent continuer d'agir. En 2017, pas moins de 27 000 logements locatifs ont ainsi été autorisés à la construction (fig. 28). Cela représente certes une diminution de plus de 1500 unités d'habitation par rapport à l'année précédente, mais l'évolution des demandes de permis de construire ne laisse présager d'aucune inversion de tendance. Avec quelque 31 000 unités d'habitation planifiées, le nombre de demandes déposées n'a en effet guère évolué en l'espace d'un an et reste proche du niveau record de ces 20 dernières années. Cela n'est pas surprenant, puisque les taux négatifs – principal moteur de cette évolution – sont toujours d'actualité.

## Déplacement de l'activité de construction des centres vers les agglomérations

La répartition géographique des activités de construction a en revanche connu une réelle mutation ces deux dernières années. Le nombre de logements locatifs autorisés à la construction dans les centres est à son plus bas niveau depuis 2011, alors que l'activité de construction a augmenté de près de 35% dans les communes sub- et périurbaines des agglomérations depuis 2015 (fig. 28). Le potentiel d'absorption limité et le taux de vacance bien souvent déjà en forte hausse semblent toutefois dissuader les développeurs et investisseurs à encore accroître le nombre de projets dans les zones rurales. Simultanément, les surfaces adaptées pour recevoir des logements locatifs sont de plus en plus rares dans les grands centres et la rigueur de la législation sur les constructions rend souvent impossible la création de bâtiments de remplacement à plus forte densité, ou les empêche d'être rentables. La conséquence logique est un déplacement de la production de logements locatifs vers les communes d'agglomération.

**Fig. 28: Activité de construction par type de commune**

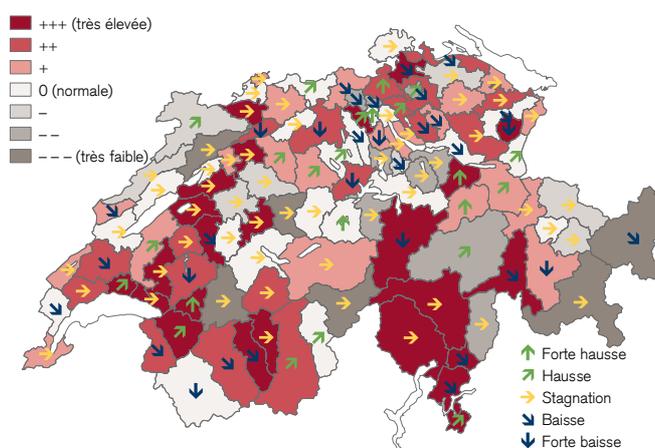
Permis de construire en nombre de logements, sommes sur 12 mois, total (éch. de dr.) et par type de commune



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 29: Expansion attendue des logements locatifs en 2018**

Expansion attendue par rapport à l'absorption dans le passé (2011–2015); flèches: tendances par rapport à l'an dernier



Source: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

## Accalmie dans certaines régions d'Argovie et de Suisse centrale

Pour 2018, nous anticipons par conséquent une augmentation de la production de logements locatifs dans certaines régions urbaines autour des grands centres, comme au nord-est de Zurich et dans les environs de Lausanne (fig. 29), ainsi que dans de nombreux autres secteurs, à l'instar d'une grande partie des cantons de Vaud, de Fribourg, de Soleure et du Tessin, où la hausse devrait rester supérieure au besoin annuel moyen observé au cours de ces dernières années. Dans ces régions (signalées en rouge sur la carte), les taux de vacance devraient continuer à progresser en 2018. Une accalmie se dessine en revanche dans certaines régions de Suisse centrale et d'Argovie, où cette évolution tombe à point nommé puisque la commercialisation y est récemment devenue particulièrement difficile.

## Coûts de construction stables autour de 350 000 CHF par logement

Les coûts de construction d'un logement locatif moyen s'élèvent aujourd'hui à environ 350 000 CHF, surfaces communes comprises (fig. 30). Ils restent ainsi inférieurs de près de 20% à ceux d'un logement en propriété et marquent le pas depuis environ huit ans. Les prix de construction sont donc restés très stables sur cette période, tandis que la tendance à l'accroissement des surfaces des logements s'est interrompue. Cependant, à l'échelle globale, aucun mouvement de fond vers des logements locatifs plus abordables en contrepartie de pièces moins grandes et d'un standing inférieur n'est pour le moment observable.

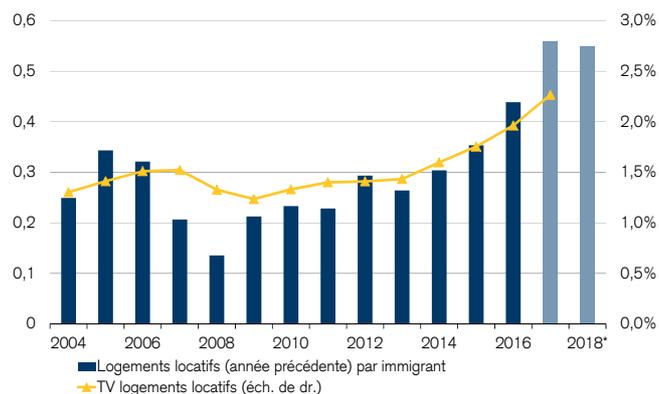
## Tendance à des logements moins chers dans les régions urbaines

Malgré tout, l'examen au niveau cantonal permet d'identifier de nettes disparités régionales (fig. 31). Dans le prospère canton de Zoug, les maîtres d'ouvrage investissent ainsi environ 550 000 CHF dans un logement locatif, contre seulement 280 000 CHF dans le canton du Jura. Outre des différences au niveau du standing, ces écarts de coûts reflètent aussi les préférences locales s'agissant de la taille moyenne des logements et – dans une certaine mesure – également les disparités sur le front des prix de la construction. Si l'on compare les prix moyens des années 2015–2017 à ceux de la période 2010–2014, il apparaît que les cantons urbains de Zurich (–7,4%), Bâle-Ville (–4,6%) et Genève (–5,8%) affichent des coûts de construction par logement en baisse, contrairement à la tendance nationale (+2,8%). Le niveau élevé des loyers



**Fig. 32: Logements locatifs par immigrant**

Unités d'habitation avec autorisation de construire (année précédente) par rapport à l'immigration nette, évolution des taux de vacance (TV) en % du parc locatif

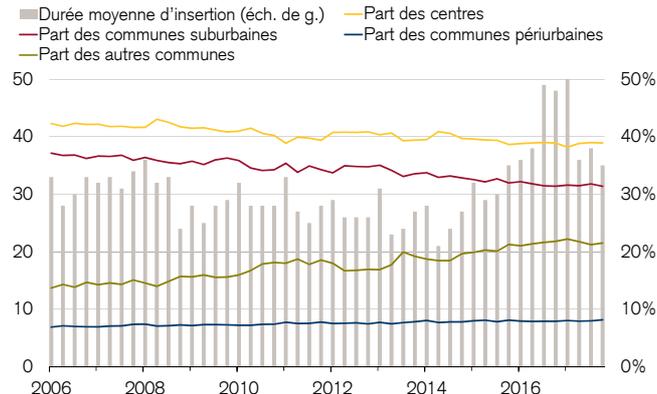


\* 2017: estimation, 2018: prévision

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

**Fig. 33: Durée d'insertion des logements locatifs**

Durée moyenne d'insertion pour des logements locatifs en nombre de jours (éch. de g.) et répartition des logements proposés par type de commune



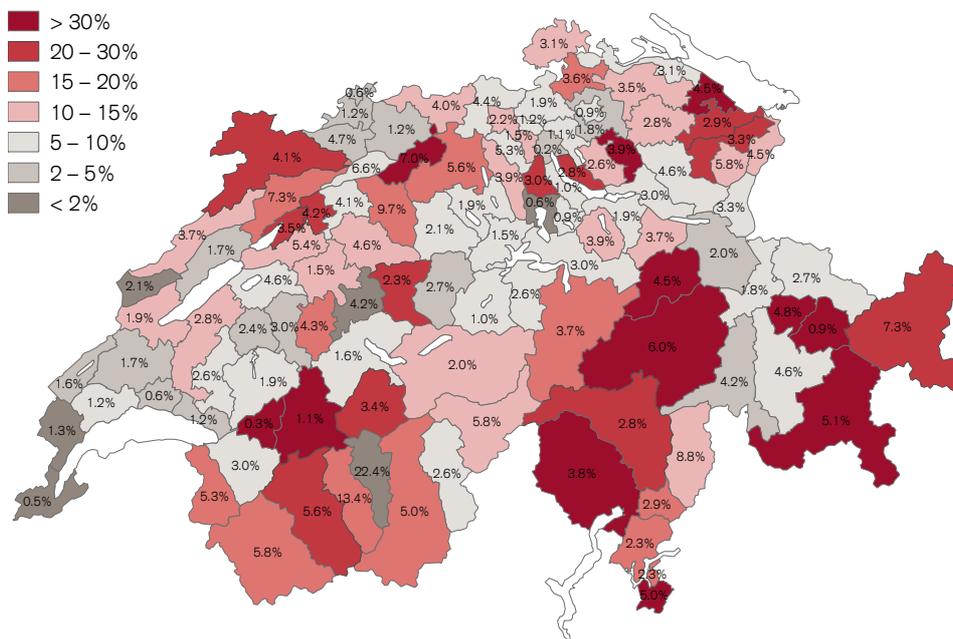
Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Plus de vacances dans les logements neufs**

Les vacances ne concernent plus seulement le parc existant. Sur les quelque 65 000 logements déclarés vacants au 1<sup>er</sup> juin 2017, 10 000 provenaient de constructions neuves achevées à partir de 2015. La part des logements neufs dans le total des vacances est d'ailleurs révélatrice. Selon nos estimations, près de 11 % des logements neufs (PPE et locatifs) étaient inoccupés au 1<sup>er</sup> juin 2017 (fig. 34), et ce sont surtout les 3 pièces qui sont ici concernés. La fréquence des logements neufs vacants est particulièrement élevée dans l'arc alpin, au Tessin, ainsi que dans certaines régions de Suisse orientale et du nord-ouest, avec des taux dépassant parfois 20%, voire même 30% dans certains cas. Quelques-unes de ces régions affichent un nombre de logements locatifs vacants très élevé – un phénomène qui affecte manifestement aussi le segment des logements en propriété (comme à Olten et Sion). Dans d'autres secteurs, les projets de construction neuve semblent conserver de meilleures chances en dépit de taux de vacance importants (vallée de l'Aare, district de Laufen ou encore la région de Mutschellen). Dans les régions périphériques, la commercialisation de logements neufs se révèle généralement plus longue, alors qu'aucune suroffre structurelle n'est à signaler (Kandertal, Emmental supérieur).

**Fig. 34: Taux de vacance des logements locatifs neufs**

Coloration: logements neufs vacants (< 2 ans, locatifs et PPE) en % du parc total de logements neufs (estimation); chiffres: taux de vacance régional des logements locatifs



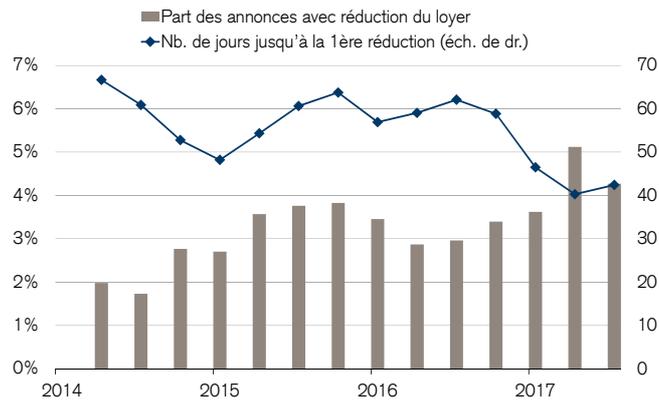
Source: Office fédéral de la statistique, Baublatt, Credit Suisse, Geostat

## Baisse des loyers sur les offres de logements

Le pouvoir de marché en déclin des bailleurs en dehors des centres les oblige à redoubler d'efforts pour louer leurs logements. Le recours à un marketing soutenu et à des incitatifs supplémentaires comme des mois de loyer gratuits ou des bons cadeaux ne suffit plus dans bien des cas. Les logements proposés, sans succès, sur des portails en ligne font de ce fait l'objet de nouvelles annonces avec des loyers revus à la baisse. En 2017, cette démarche concernait plus de 4% des logements locatifs proposés – une tendance qui s'inscrit en hausse (fig. 35). Dans le même temps, la rapidité de l'octroi de telles réductions est en sensible augmentation.

**Fig. 35: Réductions des prix sur les portails immobiliers**

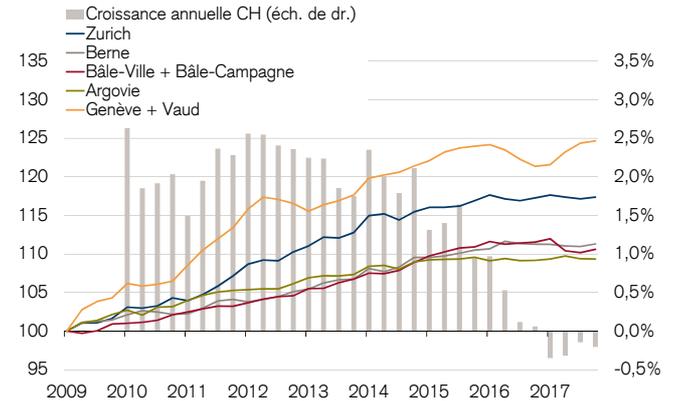
Part des logements proposés dont le prix a été réduit au fil du temps et nombre moyen de jours jusqu'à la 1ère réduction



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Fig. 36: Évolution des loyers sur offre**

Indices pour une sélection de cantons: 2009 = 100 (éch. de g.)



Source: Homegate, Credit Suisse

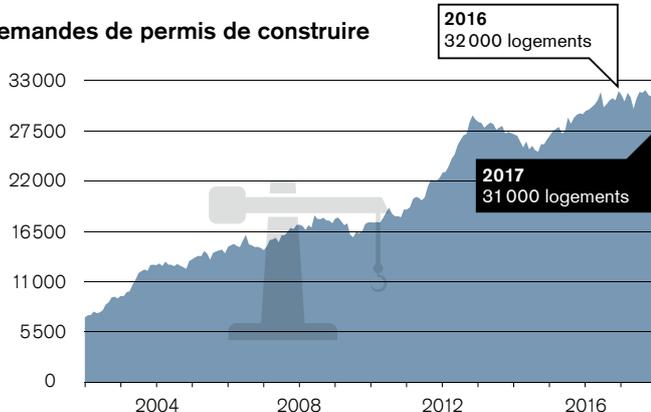
## La correction des loyers devrait se poursuivre en 2018

Le déséquilibre entre l'offre et la demande a entraîné les loyers en léger repli l'année dernière, à l'exception des cantons de Genève et de Vaud, où ces derniers ont de nouveau quelque peu progressé après la baisse de 2017 (fig. 36). Dans l'ensemble, la tendance au tassement de la croissance des loyers se poursuit néanmoins à l'échelle nationale – une évolution qui devrait se poursuivre en 2018. Nous anticipons une baisse des loyers sur offre de près de 1%.

# Perspectives 2018 pour les logements en location

## Offre

### Demandes de permis de construire



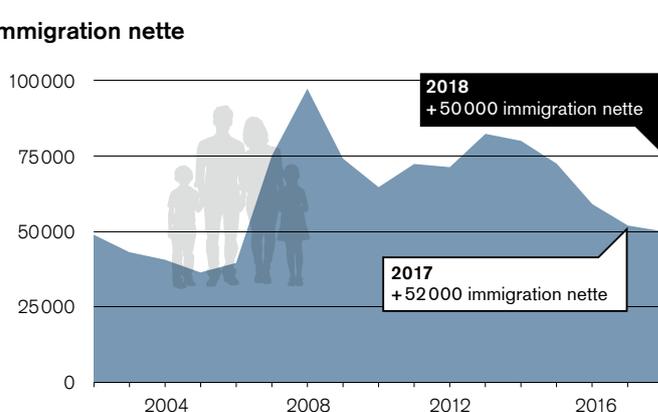
#### Les taux négatifs dopent la construction de logements:

- Les projets de logements locatifs restent nombreux
- L'activité de construction se déplace vers les communes d'agglomération
- Permis de construire des communes d'agglomération: +35% (depuis 2015)

**2018: légère hausse du nombre de logements locatifs construits**

## Demande

### Immigration nette



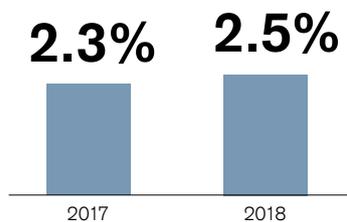
#### Redoux conjoncturel:

- Stabilisation de l'immigration nette
- Soutien de la demande des ressortissants suisses

**2018: hausse de l'absorption: +500 unités d'habitation**

## Logements vacants

En %

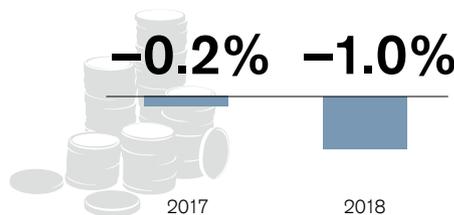


#### Poursuite de l'augmentation des taux de vacance:

- L'activité de construction reste soutenue
- La demande n'augmente que modérément

## Loyers

Croissance des loyers sur offre en %



#### Poursuite de la baisse des loyers sur offre:

- Phénomène observable dans toutes les régions
- Plus de nouvelles annonces avec des loyers réduits

## Durée d'insertion

En jours



#### Durée d'insertion des logements locatifs sur les portails en ligne:

- Moyenne sur 10 ans = 31 jours
- 2017: 40 jours

**2018: 40-45 jours**

## Performance

Rendement total des immeubles locatifs



#### Rendement total des immeubles locatifs:

- La pression sur les revenus locatifs augmente suite à la baisse des loyers et la hausse des vacances
- La pression sur les placements liée au bas niveau des taux se maintiendra en 2018 et devrait être source de plus-values

**2018: le rendement total devrait être un peu moins élevé qu'en 2017 et s'établir à 4-6 %**

## Complément: immeubles de grande hauteur

# Le retour des tours d'habitation

Les grands immeubles résidentiels connaissent une renaissance. Dans les localisations centrales, ils semblent pouvoir répondre à certains besoins d'habitat urbain. Nous examinons les raisons de ce retour en grâce et identifions les facteurs de succès pertinents pour les investisseurs sur la base des enseignements tirés des derniers projets réalisés.

### Tours d'habitation: un retour amorcé en 2010

Le Bel-Air-Métropole, érigé à Lausanne en 1932, peut être considéré comme le premier immeuble de grande hauteur construit en Suisse. Achevée peu de temps après (1938), la Tour de Rive à Genève est quant à elle le premier «gratte-ciel» résidentiel du pays. Il a cependant fallu attendre les années 1960 et 1970 pour que ces formes d'habitat connaissent un véritable boom. Au cours de ces deux décennies, plus de 340 édifices de 15 étages et plus ont été construits (fig. 37). Parmi les représentants les plus connus de cette époque figurent le Tscharnergut (1958–1967) dans le quartier Bethlehem de Berne et les tours Hardau de Zurich (1976–1978). Ensuite, le concept a traversé une période de disette, avant de faire son retour en 2010 – même si le nombre de nouvelles tours reste nettement inférieur à celui de la première période d'essor.

### Redécouverte de l'attractivité des villes

#### Les raisons de la renaissance des tours d'habitation

Comme pendant la première phase d'engouement, l'un des moteurs du récent boom des immeubles de grande hauteur est la tendance à la réurbanisation. Les villes sont au cœur de la vie économique, sociale et culturelle, et exercent de ce fait une fascination certaine. Ces dernières années, la qualité de vie s'est en outre beaucoup améliorée dans les centres-villes. La délocalisation des activités industrielles, les mesures ciblées de modération du trafic et les investissements dans les espaces publics ont ici joué un rôle majeur. Simultanément, l'importance accordée aux infrastructures urbaines dans les domaines de l'éducation, de la garde extrafamiliale et des transports publics s'est accrue. Ces derniers, en particulier, connaissent un développement considérable dans les villes.

### La densité infrastructurelle et sociale gagne en importance

La redécouverte des villes en tant que lieu de résidence apprécié s'explique également par différentes tendances sociétales. La diminution de la taille des ménages dans le sillage du vieillissement démographique, le grand nombre de divorces et la tendance à vivre seul ont accru l'importance de la densité infrastructurelle et sociale, et favorisé les secteurs les mieux desservis. Les modes de vie contemporains et les ménages à deux revenus réclament à la fois une bonne dose de mobilité et des prestations spécifiques, comme les services de nettoyage, de blanchisserie, de prise en charge des enfants ou encore de livraison à domicile de repas et de produits alimentaires. Or, de telles prestations ne sont rentables que dans les zones où la densité résidentielle est suffisamment élevée. Grâce à des prestations de services intégrées et à leur localisation centrale, les tours d'habitation disposent ici d'avantages certains.

### Les tours d'habitation adaptées à des modes de vie modernes

En combinaison avec une immigration dynamique, ces tendances sont à l'origine d'une forte pression à l'urbanisation dans les centres. Au vu de la hausse marquée du nombre d'habitants et du manque chronique de surfaces dans les villes, les tours d'habitation sont l'une des solutions de densification envisageables. Les chiffres relatifs à l'occupation des sols (nombre d'habitants ou de salariés par hectare) confirment que les immeubles de grande hauteur affichent des densités bien supérieures aux bâtiments conventionnels. Grâce à leur stratification verticale et à leurs nombreux logements, les tours se révèlent en outre un terrain idéal pour l'économie participative. Les pièces supplémentaires, telles que les chambres d'amis, peuvent être ainsi sous-louées en toute flexibilité. En outre, les surfaces de bureaux, les toits-terrasses et les salles de sport peuvent être utilisées en commun, dans l'esprit d'un mode d'habitat collaboratif. Sur fond d'utilisation commerciale des rez-de-chaussée, la forte densité est en outre non seulement souhaitable, mais constitue bien souvent une condition sine qua non pour garantir la rentabilité des entreprises implantées. Les tours d'habitation modernes se distinguent ici grandement des complexes des années 1960 et 1970, qui se caractérisaient par leur anonymat et l'absence de structures favorisant les relations de voisinage.

### Forme d'habitat écologique

Les tours d'habitation sont tout aussi intéressantes sur le plan écologique. Plus la densité d'un quartier augmente, moins il consomme d'énergie par habitant. Grâce à la faible occupation des

sols, l’empreinte écologique des personnes vivant dans de tels immeubles peut en outre être réduite. Grâce à une localisation bien souvent centrale, le comportement en matière de mobilité se révèle par ailleurs bien meilleur que dans d’autres formes d’habitat.

### Bonne acceptation des tours d’habitation

Les habitants des villes sont très ouverts vis-à-vis des immeubles de grande hauteur. Selon une étude de 2014 menée à Bâle par gfs.bern<sup>3</sup>, 54% des sondés pourraient s’imaginer ou très bien s’imaginer vivre dans une tour. À Zurich, ce chiffre est un peu plus faible (48% en 2016).<sup>4</sup> L’acceptation est particulièrement élevée chez les habitants des zones urbaines bien desservies. Les personnes nées à Zurich sont cependant moins nombreuses à apprécier les tours (39%) que celles originaires d’autres villes, de l’agglomération ou de la campagne (env. 55%).

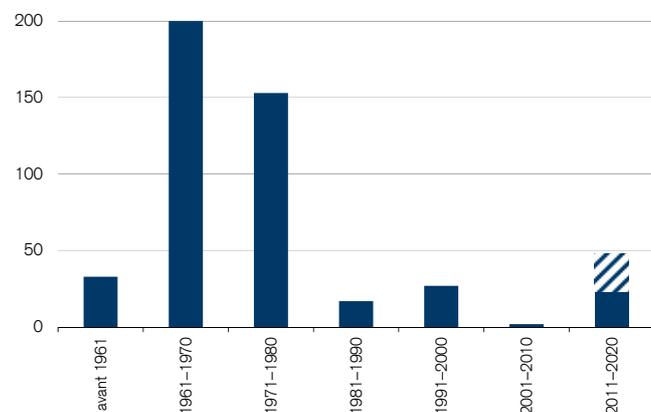
### Les tours d’habitation prédestinées aux localisations centrales bien desservies

#### Enseignements tirés des projets récents de tours d’habitation

Les coûts de production de surfaces habitables augmentent disproportionnellement avec le nombre d’étages d’un bâtiment. La réalisation de tours se révèle ainsi 10 à 25% plus chère<sup>5</sup> pour des raisons techniques et réglementaires (p. ex. normes spécifiques de sécurité incendie). De plus, dans le cas de la Suisse, une densité plus élevée (par rapport aux constructions conventionnelles) n’est souvent possible que via des plans d’aménagement qui sont soumis à une procédure politique relativement longue. Les surcoûts en résultant doivent donc être compensés par des prix au m<sup>2</sup> plus élevés. Le supplément à payer pour profiter d’une vue dégagée et d’un meilleur ensoleillement dans les étages supérieurs ne sera toutefois accepté par les habitants que si le bâtiment jouit aussi d’une localisation avantageuse. Les tendances de la demande précitées requièrent une bonne accessibilité avec les transports publics et une grande offre d’infrastructures. Or, de telles prestations n’existent bien souvent que dans les centres-villes. Cela dit, les tours ne sont pas les bienvenues partout. Pour garantir l’intégration des immeubles de grande hauteur dans le paysage urbain, de nombreuses villes ont ainsi ratifié des principes directeurs qui régissent les localisations pouvant accueillir de tels bâtiments.

**Fig. 37: Tours d’habitation par périodes de construction**

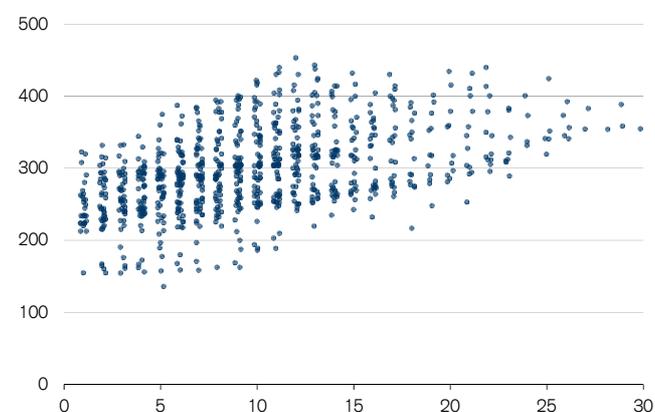
Bâtiments de 15 étages et plus; à partir de 2016: estimation



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

**Fig. 38: Loyers des logements, par étage**

Loyers nets en CHF/m<sup>2</sup> et par an, bâtiments à partir de 10 étages, édifiés après 1995



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

### Une présence croissante dans les agglomérations également

La pression croissante à l’urbanisation a aussi accéléré la construction d’immeubles de grande hauteur à la périphérie des grands centres. Bien que des communes comme Pratteln, Köniz, Ostermundigen, Dietikon ou Dübendorf ne puissent rivaliser avec la qualité de localisation des centres-villes et que les acheteurs et locataires y soient moins disposés à accepter des niveaux de prix élevés, la commercialisation s’y déroule généralement sans anicroche. La situation attractive de ces objets, qui sont bien souvent érigés à proximité de gares RER, y est sans doute pour beaucoup. Les immeubles de grande hauteur faisant partie d’un complexe suscitent généralement l’intérêt des investisseurs, car elles leur permettent d’atteindre des habitants potentiels même en dehors du périmètre habituel de tels ensembles. En dehors des centres-villes, il faut

<sup>3</sup> gfs.bern (2014). «Nein als Folge aufsummierter Einzelkritik – Nachanalyse zur kantonalen Abstimmung zur Stadtrandentwicklung Ost»

<sup>4</sup> Zimmerli, J. (2016). «Akzeptanz städtischer Dichte – Erwartungen und Prioritäten zum Wohnen in der Stadt Zürich», Zürich: Raum + Gesellschaft

<sup>5</sup> Cf. également le Bulletin Credit Suisse n° 5/2015: «Des tours à plusieurs milliards»

cependant particulièrement veiller à la qualité de l'esthétique et de l'aménagement de tels bâtiments, puisque la «tour» risque, en tant que seule représentante de son espèce, d'apparaître comme un corps étranger dans le paysage urbain.

### Potentiel d'optimisation des niveaux de prix par étage

L'échelonnement des prix en fonction de l'étage reste le principal instrument des investisseurs pour compenser les coûts de construction plus élevés. À l'aide de la base de données de la Real Estate Investment Data Association (REIDA), nous avons analysé un petit échantillon de 15 projets récents de tours d'habitation totalisant 900 baux. Le loyer médian s'élève à 290 CHF/m<sup>2</sup> et année, la surface médiane à 82 m<sup>2</sup> (fig. 38). Pour un appartement moyen, il en résulte un loyer mensuel de 1980 CHF. La durée moyenne d'un bail est de deux ans, ce qui correspond pratiquement au niveau du marché. Nous estimons le supplément de prix sur les étages supérieurs par rapport aux premiers étages sur la base des loyers par m<sup>2</sup> (fig. 39).<sup>6</sup> Le résultat démontre que la progression n'est pas linéaire, mais polynomiale. Les suppléments sont donc faibles dans les étages inférieurs et augmentent ensuite en suivant une courbe qui s'aplatit.

### Les petits appartements ont beaucoup de succès

L'étude de la durée de commercialisation de projets de tours d'habitation réalisés récemment révèle un potentiel d'optimisation en matière de fixation des prix. Notre analyse se limitant à certains projets individuels, elle ne prétend cependant pas être représentative. En outre, nous nous concentrons davantage sur les logements locatifs, ceux-ci représentant la grande majorité des projets en question. Nous observons que la commercialisation des appartements (onéreux) situés aux étages supérieurs nécessitent bien souvent un temps certain. En revanche, il apparaît que les petits logements de 2,5 pièces trouvent rapidement preneur, indépendamment de l'étage où ils se trouvent. Cet état de fait reflète la tendance à vivre seul ainsi que la demande de résidences secondaires dans les grands centres. Dans le mix résidentiel, ce sont cependant les logements de 3,5 pièces qui prédominent. Pour renforcer la différenciation des prix, il faudrait donc augmenter quelque peu les loyers des petits logements et de ceux situés aux étages inférieurs, et procéder à des réductions aux étages supérieurs. La marge de manœuvre est faible dans les premiers étages sans vue particulière. Les prix se fixent ici généralement en fonction des résidences voisines. Le premier étage disposant d'un point de vue (souvent le sixième, en fonction de la situation) offre un certain potentiel haussier par rapport aux prix du marché. Au-delà, la disposition à payer plus pour vivre plus haut n'augmente que marginalement, puisque la vue et l'ensoleillement ne s'améliorent guère. La hausse des prix devrait donc ici être plus mesurée. Pour les appartements situés au dernier étage en revanche – prestige oblige –, les prix demandés peuvent être nettement augmentés, ce qui s'observe d'ailleurs d'ores et déjà. Reste à préciser que le succès de la commercialisation diffère fortement d'un projet à l'autre. La définition des niveaux de prix ne devrait donc pas intervenir sans une analyse détaillée de la localisation.

### Une structure démographique homogène

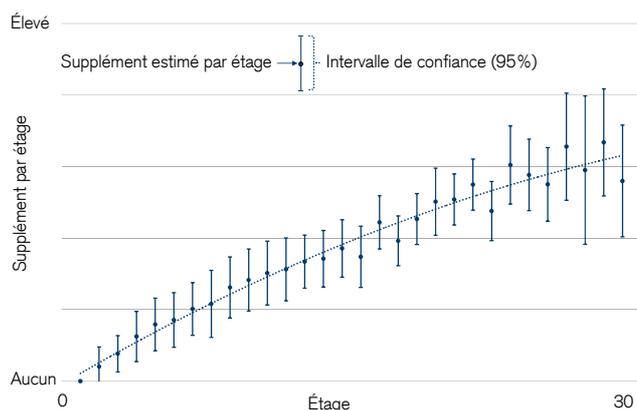
Outre la tarification, le groupe cible est un autre élément clé pour la commercialisation d'une tour d'habitation. C'est pourquoi nous avons examiné la structure des habitants de tels édifices selon différentes perspectives. Nous nous sommes concentrés sur les tours construites à partir de 1995 et avons utilisé la population de la commune en question comme valeur de référence (fig. 40). Nous avons constaté un clivage entre les tours d'habitation situées dans les zones urbaines de Zurich/Lucerne (cercles rouges) et le reste du pays, p. ex. Lancy, Bienne ou encore Emmen (cercles bleus). L'âge médian des résidents dans le premier groupe est légèrement inférieur à 35 ans, alors qu'il atteint 45 ans au sein du deuxième groupe. La dispersion est tout aussi intéressante: le quantile de 20% se révèle supérieur à celui de la commune de localisation concernée pour l'ensemble des tours examinées. En d'autres termes: dans presque toutes les tours d'habitation analysées, la proportion d'enfants est inférieure à celle de l'ensemble de la commune (environ 15%). Cet écart est encore plus marqué dans les localisations urbaines, où la part des enfants n'est même que de 5%. La part de célibataires y est d'ailleurs aussi nettement plus élevée que dans la moyenne communale. Par ailleurs, les hommes sont bien souvent nettement en surnombre dans les objets des zones urbaines. Il pourrait ici, en partie, s'agir de résidences secondaires. La présomption que les tours d'habitation accueillent uniquement des expatriés gagnant bien leur vie ne s'est en revanche pas vérifiée. La part des ressortissants suisses habitant dans ces objets se situe en effet dans la moyenne communale. La durée de séjour en Suisse n'est d'ailleurs que légèrement inférieure à la valeur de référence correspondante. La plupart des habitants sont arrivés d'une autre commune suisse – état de fait confirmé

<sup>6</sup> Nous évaluons la corrélation entre le loyer net et l'étage à l'aide d'une régression à effets fixes pour l'ensemble du bâtiment. En outre, nous prenons en compte la durée du bail.

par l'enquête précitée. Le groupe cible semble donc être constitué de jeunes célibataires – ne vivant pas nécessairement seuls – qui exercent une activité lucrative. Mais d'autres groupes de population sont également envisageables, à l'instar des retraités à fort pouvoir d'achat et qui apprécient aussi les localisations centrales. En combinaison avec une formule de logement assisté, ces derniers pourraient former un groupe cible attractif même dans des classes d'âge plus avancé.

**Fig. 39: Estimation du supplément de loyer par étage**

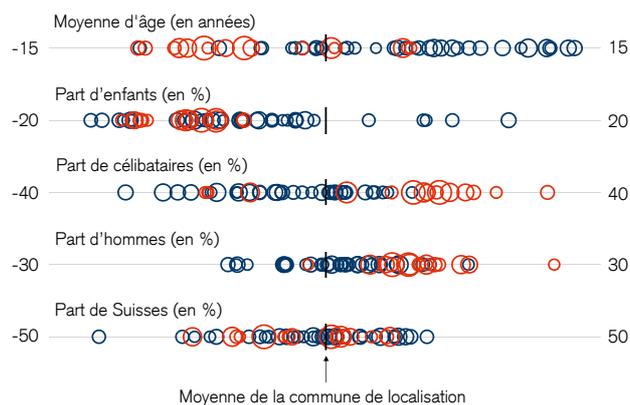
Supplément en % du loyer par m<sup>2</sup> par rapport au 1<sup>er</sup> étage



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

**Fig. 40: Structure démographique des tours d'habitation**

Écart par rapport à la commune de localisation; la taille des cercles correspond au nombre d'habitants de la tour; cercles rouges: communes urbaines, cercles bleus: autres communes



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

### La qualité architecturale en tant qu'investissement à long terme

L'apparence extérieure d'un bâtiment de grande hauteur contribue grandement au paysage urbain. Pour l'investisseur se pose cependant la question de la rentabilité des dépenses dans la conception architecturale. Faute d'objets de référence, les données dont nous disposons ne permettent pas d'établir de corrélation. Les constructions neuves sont généralement prisées des locataires. La valeur de la qualité architecturale n'est donc mesurable que par le biais de la facilité de location à long terme. Voici ce que nous a appris le passé: après un premier boom autour de 1970, une nette tendance s'opposant à l'urbanisation a été observée. Pour de nombreuses tours d'habitation dont l'aspect architectural avait été négligé, la demande s'est fortement repliée. À l'heure actuelle, elles sont bien souvent occupées par des locataires à faible pouvoir d'achat. Une apparence intéressante et une intégration réussie dans l'environnement peuvent donc grandement améliorer l'acceptation au sein de la population. C'est d'ailleurs pourquoi de nombreux projets de tours sont confiés à des bureaux d'architecture renommés – bien que cela ne suffise pas à garantir le succès. L'intégration dans l'environnement se révèle souvent un véritable défi. Un bâtiment de base est généralement érigé, sur lequel se dresse la tour et qui doit contribuer à mieux intégrer l'ensemble dans la structure des édifices voisins. L'ajout de surfaces publiques au rez-de-chaussée, p. ex. sous la forme d'un café, semble dans tous les cas souhaitable. Par manque d'exploitants, ce type de solutions se révèle cependant parfois difficile à réaliser. Sans intégration de la population locale, le bâtiment se transforme rapidement en élément étranger dans le quartier et le potentiel de commercialisation diminue.

### Conclusion: une forte demande, mais une complexité élevée

Avec le changement de paradigme dans l'aménagement du territoire, entériné par le oui de la population suisse à la révision de la loi sur l'aménagement du territoire en 2013, les autorités ont reçu l'instruction de privilégier le développement à l'intérieur du milieu bâti plutôt qu'à l'extérieur. Se distinguant par une très faible consommation de surfaces, les tours d'habitation sont l'une des approches possibles pour la densification. Nous pensons donc que la renaissance de ce type d'édifices va se poursuivre. La progression des modes de vie modernes et les besoins des ménages âgés garantissent à eux seuls une demande suffisante d'appartements dans les tours d'habitation. Les immeubles de grande hauteur posent cependant des exigences accrues en termes de conception architecturale et d'intégration dans le paysage urbain. Leur réalisation se révèle donc presque systématiquement plus complexe que celles de bâtiments conventionnels.

## Immobilier de bureau

# Rebond fragile de la demande

Alors que la commercialisation des surfaces de bureaux reste très compliquée, les signes de légère embellie de la situation se multiplient sur le marché. L'avenir nous dira si ce rebond est durable. Quelques évolutions positives sur le front des loyers et des taux d'offre ont fait germer l'espoir, mais celles-ci ne reflètent pas toute la réalité. Nous constatons p. ex. que certaines surfaces ne sont plus proposées ou ne le sont que partiellement en conséquence de la suroffre croissante. Si l'on tient compte de toutes les surfaces disponibles, le tableau n'est plus aussi prometteur, en particulier sur les plus grands marchés. Sur fond de faibles coûts de financement, d'écarts de rendement attrayants et de pénurie de placements, les investissements dans des projets d'immobilier de bureau demeurent toutefois très intéressants. Après deux années de calme relatif, l'on observe ainsi une nouvelle accélération de l'activité de planification de surfaces de bureaux. Au regard du niveau d'offre toujours élevé et des impulsions seulement modérées émanant de la demande, les nouveaux afflux de capitaux menacent la stabilisation du marché suisse de l'immobilier de bureau. C'est pourquoi tous les espoirs reposent sur la reprise graduelle de l'économie helvétique en 2018 et sa capacité à stimuler suffisamment la demande de surfaces. À long terme, le vieillissement de notre société, qui se traduira par une quasi-stagnation de la population active dès 2025, ainsi que la diminution de la consommation de surfaces par employé laissent présager un repli marqué de la dynamique de la demande. Les tendances qui s'inscrivent en soutien de cette dernière – accélération de l'immigration, augmentation du taux de participation des femmes et des seniors, poursuite de la tertiarisation de l'économie suisse, etc. – pourraient certes atténuer la faiblesse attendue de la croissance, mais ne parviendront guère à inverser la situation. Le scénario d'un ralentissement à long terme de la croissance de la demande de surfaces de bureaux semble par conséquent inévitable.

## Demande: rebond notable à court terme

### L'emploi progresse plus lentement que l'économie

L'économie suisse renoue avec la croissance. Après un repli persistant, l'expansion économique devrait enfin retrouver son plein potentiel cette année. Le climat de consommation est au beau fixe, le taux d'exploitation des capacités dans l'industrie s'accroît depuis plusieurs mois, à l'instar des recettes du tourisme, et même les détaillants se déclarent satisfaits. Les indicateurs avancés comme l'indice des directeurs d'achat (PMI) pointent à leurs plus hauts niveaux depuis longtemps. La croissance de l'emploi reste quelque peu à la traîne de cette évolution: la création nette de postes s'est révélée nulle en 2016 et les effectifs n'ont que modérément augmenté l'année passée (fig. 41). Les entreprises recrutent de toute évidence avec parcimonie en dépit d'un bon taux d'exploitation des capacités et de carnets de commandes bien remplis, s'attachant principalement à améliorer leur situation bénéficiaire mise à mal par la vigueur du franc. Le nombre de postes à pourvoir, qui a augmenté pour la sixième fois consécutive au 3<sup>e</sup> trimestre 2017 (+7,5% par rapport au même trimestre de l'année précédente), incite néanmoins à l'optimisme. Pour 2018, nous prévoyons une accélération de la croissance de l'emploi de 0,5%.

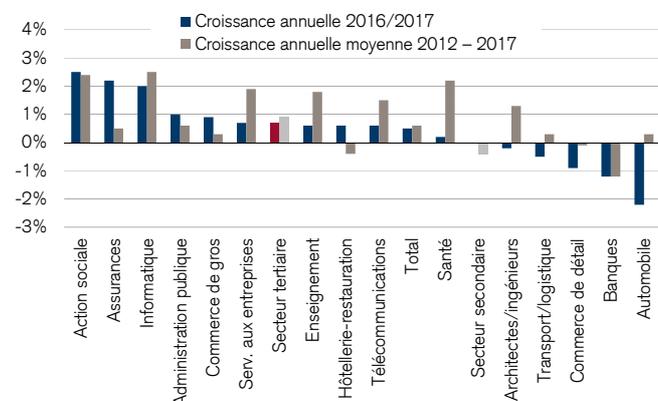
### La mutation structurelle du secteur financier n'est pas encore achevée

Dans les branches de bureau classiques, l'emploi a déjà progressé de 0,5% en glissement annuel au 3<sup>e</sup> trimestre 2017. Ce sont les assurances et le secteur dynamique de l'informatique qui ont ici enregistré la plus forte croissance (fig. 41). La mutation structurelle que traverse la finance a un impact plus marqué sur l'emploi. Les banques ont en effet réduit leurs effectifs de 1,2% en l'espace d'un an. La numérisation, l'érosion des marges et la hausse des coûts réglementaires sont les principaux moteurs de cette évolution. En 2016, le nombre même d'instituts bancaires a en outre de nouveau diminué de 267 à 262, contre plus de 330 avant la crise financière. En raison de la forte densité de postes de travail de bureau dans la finance, une réduction d'effectifs dans la branche a des conséquences plus lourdes sur le marché de l'immobilier de bureau que dans tout autre secteur. La demande de surfaces de bureaux en provenance de la finance s'est par conséquent repliée. Dans le même temps, les fermetures de succursales ont libéré des surfaces auparavant dédiées aux activités de conseil dans des localisations de qualité. Or, le rythme de ces fermetures s'accélère. En 2016, pas moins de 97 succursales bancaires

ont mis la clé sous la porte. Le taux de fermeture, qui s'établissait à moins de 1% directement après la crise financière, a ainsi augmenté à 3,4% par an ces dernières années.

**Fig. 41: Croissance de l'emploi par branche**

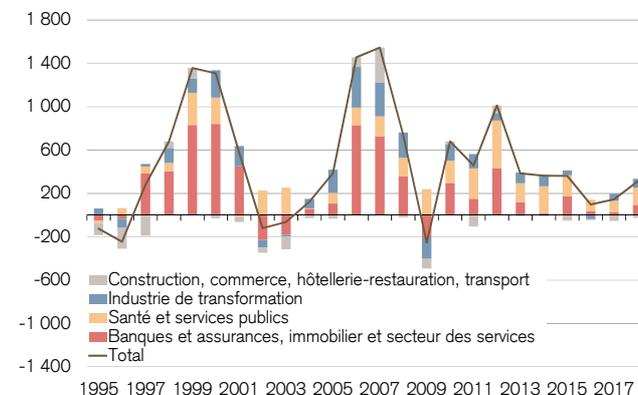
Croissance annuelle dans une sélection de secteurs, en EPT



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

**Fig. 42: Demande supplémentaire de surfaces de bureaux**

Demande supplémentaire estimée en milliers de m<sup>2</sup>; 2017 et 2018: prévisions



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

## La demande de surfaces de bureaux devrait repartir à la hausse en 2018

Les perspectives semblent en revanche s'éclaircir sur le front des nouvelles implantations d'entreprises, dont le nombre annuel a cessé de diminuer en 2016 pour la première fois depuis 2007, et s'est même inscrit en légère hausse. Grâce à l'amélioration de leurs bénéfices, les entreprises suisses devraient de nouveau investir davantage, ce qui aura un impact positif sur l'emploi. Après son atonie de 2016 et 2017, la demande supplémentaire de surfaces de bureaux devrait atteindre un niveau respectable de 300 000 m<sup>2</sup> en 2018 (fig. 42). Comme dans un passé récent, la santé et les services publics vont sans doute largement contribuer à cette dynamique positive (de l'ordre de 50%). La reprise graduelle de l'industrie de transformation, principalement alimentée par la dépréciation du franc, de même que la tertiarisation croissante de ce secteur (cf. p. 34) devraient également doper la demande. Les impulsions émanant de branches en plein essor (services aux entreprises et informatique p. ex.) ainsi que du secteur des assurances, majoritairement stable, devraient plus que compenser l'anémie de l'industrie bancaire, toujours confrontée aux répercussions négatives de la mutation structurelle.

## Ralentissement de la dynamique de la demande à long terme

### Trois tendances déterminent la demande de surfaces de bureaux sur le long terme

Alors que les perspectives à court terme de la demande de surfaces de bureaux se sont améliorées ces derniers mois, des incertitudes accrues persistent à plus longue échéance. Dans ce contexte, nous identifions trois tendances très distinctes: l'arrivée à l'âge de la retraite des baby-boomers, qui pourrait s'accompagner d'une diminution du nombre d'actifs; la tertiarisation – à savoir la transformation d'une société industrielle en une société de services – qui au final renforce la demande de surfaces de bureaux; le recul du besoin d'espace par salarié lié aux mesures d'économie initiées par les entreprises et aux nouvelles formes de travail favorisées par la numérisation, qui freine la demande de surfaces.

### La consommation de surface de bureau par salarié diminue, ...

Les formes de travail modernes reposent sur la collaboration et la circulation sans entrave des informations entre les salariés. Selon la tâche et le degré d'interaction entre les employés, différents concepts de bureaux dits «open space» ont vu le jour. Les nouvelles technologies de l'information permettent en outre de flexibiliser les horaires et l'utilisation des lieux de travail, et donc de mettre à disposition moins de postes de travail que de collaborateurs au sein d'une unité organisationnelle. Les modifications subies par les environnements de travail ces dernières années varient d'une entreprise à l'autre, mais se traduisent toutes par une réduction de la consommation de surface par salarié. Pour la construction de surfaces de bureaux, l'on table désormais sur un besoin de 14 à 16 m<sup>2</sup> seulement par collaborateur. Selon le conseiller en immobilier britannique Property Market Analysis, la surface moyenne par salarié a diminué de 0,6%

par an (soit au total 1,2 m<sup>2</sup>) ces 10 dernières années sur les 11 principaux marchés de bureaux européens dans le sillage de leur renouvellement constant.

### ... ce qui freine la demande

En des temps où l'optimisation des coûts joue un rôle toujours plus important dans les stratégies des entreprises, la rationalisation de l'espace et les économies de loyers de bureaux en résultant gagnent en attractivité. Dans ce contexte, la tendance au recul de la surface de travail par salarié devrait se poursuivre au cours des prochaines années. Dans l'hypothèse où la consommation de surfaces continue de baisser au rythme observé jusqu'à présent (-1,2 m<sup>2</sup> sur 10 ans), la demande globale de surfaces diminuerait de quelque 6,7 mio. de m<sup>2</sup> entre 2020 et 2040 – soit presque la totalité du parc immobilier de bureaux de la ville de Zurich. Cela montre clairement l'effet délétère que recèle cette évolution. Si le taux de diminution baissait à -0,8 m<sup>2</sup> sur 10 ans, le recul atteindrait près de 4,5 mio. m<sup>2</sup>, ce qui reste supérieur à la superficie du parc de bureaux de Genève.

### Les baby-boomers atteignent l'âge de la retraite, ...

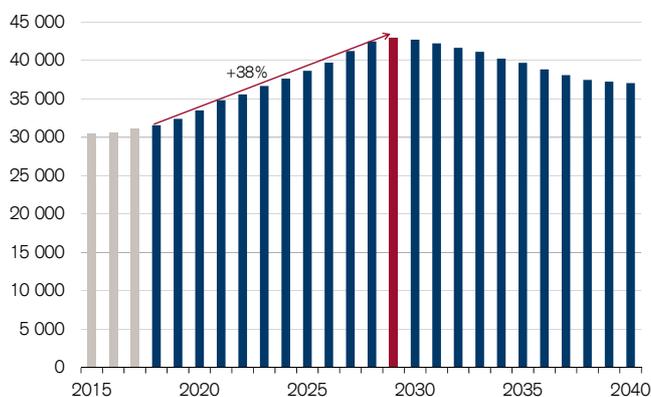
Outre la baisse de la consommation de surface par salarié, l'évolution démographique laisse également présager une faible dynamique de la demande de surfaces de bureaux à long terme en Suisse. Le vieillissement de la population affecte non seulement le marché du logement (cf. chapitre consacré aux logements en propriété, p. 7 et suivantes), mais aussi celui des surfaces de bureaux. Les baby-boomers les plus âgés sont d'ores et déjà à la retraite, tandis que les plus jeunes quitteront la vie active dans les années à venir. Leurs effectifs étant particulièrement fournis, cette évolution devrait laisser des traces sur le marché du travail helvétique. La question est donc ici de savoir qui utilisera les surfaces de bureaux laissées vacantes par les baby-boomers? Compte tenu de l'âge légal de la retraite et de nos scénarios relatifs à l'évolution démographique, le nombre d'actifs arrivant à l'âge de la retraite devrait augmenter de façon continue pour atteindre un record de 42 500 personnes en 2029 puis repartir lentement à la baisse (fig. 43), soit une croissance de 38% par rapport à 2017. Les conséquences de cette transition démographique se feront ressentir encore longtemps après le point culminant décrit: en 2040, avec 37 000 personnes, le nombre d'actifs partant à la retraite devrait toujours être nettement plus important qu'aujourd'hui.

### ... ce qui pèse sur la croissance de l'emploi

La vague de départs à la retraite qui s'annonce aura pour effet de paralyser progressivement la croissance de la population active, qui devrait même reculer au début des années 2030 pour ensuite augmenter de nouveau très légèrement. La croissance moyenne de la population active, qui s'établissait à 1,33% par an entre 2001 et 2016, va globalement diminuer à 0,21% sur la période 2020-2040 (fig. 44, scénario de base). Toutes choses étant égales par ailleurs, cela signifie pour le marché des surfaces de bureaux suisse que la demande supplémentaire organique annuelle va tomber durablement sous le seuil de 200 000 m<sup>2</sup> dès 2024 (scénario de base). Entre 2031 et 2035, la demande supplémentaire alimentée par les évolutions intervenant dans l'emploi de bureau devrait même passer temporairement en territoire négatif. Sur toute la période 2020-2040, le besoin de surfaces de bureaux augmenterait de 2,9 mio. m<sup>2</sup>. D'autres scénarios sont décrits dans la figure 44 et sont discutés ci-après.

**Fig. 43: Vieillesse démographique à l'horizon 2040**

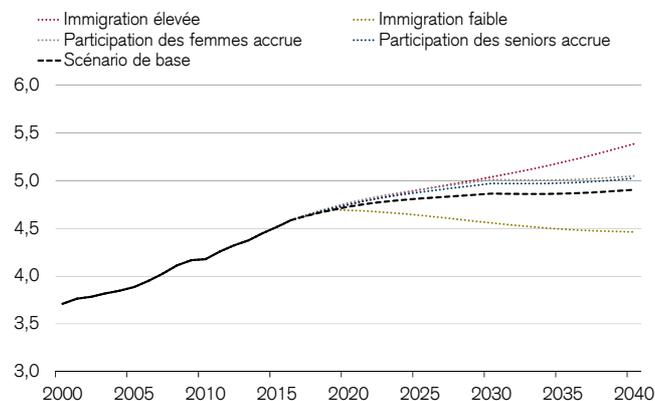
Personnes actives atteignant l'âge ordinaire de la retraite; après 2016: prévisions



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

**Fig. 44: Population active suisse à l'horizon 2040**

En mio. de personnes; après 2017: prévisions sur la base de divers scénarios



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

### La tertiarisation du secteur secondaire s'inscrit en soutien de la demande de surfaces de bureaux ...

Aux côtés du vieillissement démographique et de la diminution du besoin en surfaces par salarié, la tertiarisation de l'industrie constitue le troisième grand facteur d'influence des perspectives à long terme de la demande de surfaces de bureaux en Suisse. Contrairement aux deux premiers, elle exerce un effet positif sur la demande. De plus en plus d'entreprises industrielles vendent non seulement leurs machines et installations, mais aussi des services liés à leur utilisation. Dans le sillage de l'industrie 4.0, des prestations sous forme d'applications, de services en ligne, d'analyses informatisées des processus de production ou encore d'échange intensif d'informations accompagnent désormais la livraison des biens physiques aux clients. Plus les activités de services se multiplient au sein des sociétés industrielles, plus la part des prestations tertiaires augmente dans la chaîne de création de valeur et plus le secteur a besoin de postes de travail de bureau. Cette tendance à la tertiarisation s'est inscrite en soutien de la demande de surfaces de bureaux au cours de ces dernières années. Selon nos calculs, la part des emplois de bureau n'a cessé d'augmenter dans le secteur secondaire entre 2010 et 2015, passant de 32 à 34%. Malgré le repli de ses effectifs, l'industrie devrait par conséquent aujourd'hui compter davantage de postes de bureau qu'en 2010. Dans les faits, quelque 9000 postes ont été supprimés dans la branche sur les cinq années sous revue, tandis que 13 000 emplois de bureau ont été créés. La demande de surfaces de bureaux émanant de l'industrie a donc globalement progressé en dépit des réductions d'effectifs.

### ... et ne se limite pas à la seule industrie

La tertiarisation adopte un rythme plus ou moins rapide dans les différents secteurs économiques. Dans les branches industrielles classiques, la part des emplois de bureau, déjà assez élevée auparavant avec 38,4%, a p. ex. continué de progresser pour atteindre 41,4% en 2015. Dans le commerce de gros et de détail, cette part a même bondi de 39,3 à 45,9%. La hausse est en revanche restée relativement modeste dans la construction (14,3 à 15,8%). La tendance à la numérisation qui s'annonce dans la branche va sans doute contribuer à accroître ce chiffre. Des variations sont également observables au sein même du secteur des services. Dans la finance, qui affiche la part la plus élevée de postes de travail de bureau (95,5%) dans le total de l'emploi et ne dispose plus guère de marge de progression, l'augmentation entre 2010 et 2015 a été minime (0,5%). Dans la branche de l'éducation et de l'enseignement, la proportion d'emplois de bureau a en revanche enflé de 32,8 à 37,0%.

### La tertiarisation: moteur de la demande future de surfaces de bureaux

La poursuite de la tendance à la tertiarisation dans les prochaines décennies constituera un soutien bienvenu pour la demande de surfaces de bureaux, alors que la croissance de la population active stagnera plus ou moins. Selon nos prévisions, une progression modérée de la tertiarisation entre 2020 et 2040 entraînera, en tenant compte de l'évolution de la population active, une hausse de la demande de surfaces de bureaux de 2,9 mio. m<sup>2</sup> à 7,3 mio. m<sup>2</sup> (+4,4 mio. m<sup>2</sup>). Une accélération plus marquée de la tertiarisation pourrait donner lieu à une augmentation de la demande atteignant les 11,2 mio. m<sup>2</sup> (+8,3 mio. m<sup>2</sup>).

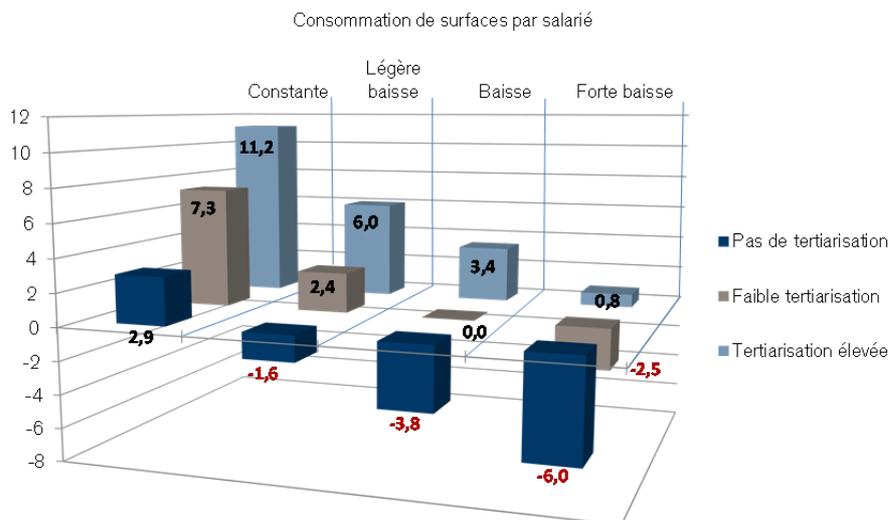
### Bilan: changement de paradigme sur le front de la demande de surfaces de bureaux

En fonction de l'impact combiné des trois principaux facteurs d'influence (départ à la retraite des baby-boomers, tertiarisation et recul de la consommation de surface par personne), les besoins en matière de surfaces différeront sur la période 2020-2040 (fig. 45). Si – chose peu probable – la consommation par personne venait à ne plus diminuer, la demande de surfaces augmenterait dans tous les cas de figure (fig. 45: colonnes à l'extrême gauche). Mais si cette dernière continuait de baisser, la demande reculerait dans la moitié des cas envisageables. La faible croissance de la population active consécutif au départ à la retraite des baby-boomers ne pourrait, dans ce cas de figure, compenser la réduction des besoins de surfaces par salarié. Même dans le meilleur des scénarios, à savoir une tendance à la tertiarisation toujours soutenue, la future demande devrait, avec des valeurs comprises entre 0,8 mio. m<sup>2</sup> et 6,0 mio. m<sup>2</sup>, demeurer très inférieure à la croissance des surfaces enregistrée sur les 20 dernières années (plus de 10 mio. m<sup>2</sup>). En comparaison avec un passé récent, marqué par une forte hausse de la demande de surfaces de bureaux, un changement de paradigme est donc observable. Il n'est à l'avenir plus certain que le besoin de surfaces de bureaux augmente. Ce n'est que si la tertiarisation se poursuit et si le recul de la consommation de surfaces ne s'intensifie pas que la croissance de la demande sera encore positive. Indépendamment de cela, la dynamique de croissance de la demande de surfaces de bureaux pourrait reposer sur une immigration plus importante ou sur une participation accrue des femmes et des seniors dans le marché du travail, permettant de réduire le vide laissé par les baby-boomers. Dans notre analyse, nous tablons sur des taux de chômage inchangés, partant ici de l'hypothèse que le progrès technologique entraîne certes des suppressions de postes, mais aussi la création de multiples nouvelles activités – comme cela a toujours été le cas par le passé. S'agissant des effets d'une forte automatisation

des tâches routinières sur la demande de surfaces de bureaux, nous vous renvoyons à notre étude immobilière de 2017.

**Fig. 45: Croissance de la demande de surfaces de bureaux 2020–2040**

En mio. m<sup>2</sup>, en fonction de l'ampleur de la tertiarisation et de la réduction de la consommation de surfaces par personne



Source: Credit Suisse

### L'immigration: un autre facteur d'influence ...

Outre la consommation de surfaces par personne et le phénomène de tertiarisation, différents scénarios sont aussi envisageables s'agissant de la population active. Comme observé lors de ces dernières années, l'évolution démographique dépend fortement de l'immigration. Une immigration accrue pourrait atténuer les effets baissiers du vieillissement démographique sur la population active, et donc sur le besoin de surfaces de bureaux. Notre scénario de base concernant la population active table sur un solde migratoire à long terme de 40 000 personnes par an, soit à peu près la moyenne des dernières décennies et quelque 10 000 personnes de moins que l'année dernière. Dans l'hypothèse d'une immigration nette de 60 000 personnes par an, la croissance moyenne de la population active augmenterait à 0,64% par an sur la période 2020–2040 (contre 0,21% dans le scénario de base) (fig. 44, scénario «Immigration élevée»).

### ... à l'impact relativement important

Une dynamique migratoire aussi soutenue se traduirait par une demande de surfaces de bureaux supplémentaire de 6,6 mio. m<sup>2</sup> sur 20 ans. Inversement, tout ralentissement du futur rythme de l'immigration accentuerait les effets négatifs du vieillissement démographique. Le taux de croissance moyen de la population active (-0,24% par an) passerait en territoire négatif, notamment dans le scénario d'un solde migratoire à long terme de 20 000 personnes seulement entre 2020 et 2040 (fig. 44, scénario «Immigration faible») – et la demande de surfaces de bureaux serait inférieure d'environ 6,2 mio. m<sup>2</sup> par rapport au scénario de base sur la même période.

### Une participation accrue des femmes ...

Outre les flux migratoires, des évolutions sociales à l'intérieur même de notre pays pourraient mettre un frein au repli de la croissance de la population active, parmi lesquelles une participation accrue des femmes au marché du travail. Alors qu'il n'était que de 69,2% en 2000, le taux de participation moyen des femmes âgées de 20 à 69 ans atteignait déjà 76,5% en 2016, mais reste pour l'heure nettement inférieur à celui des hommes (86,3%). Dans le cas d'une diminution progressive de cet écart de 50% d'ici 2030, la population active suisse connaîtrait une croissance moyenne de 0,31% entre 2020 et 2040 (fig. 44, scénario «Participation des femmes accrue»). Cette participation accrue des femmes au marché du travail se traduirait par une demande de surfaces de bureaux supplémentaire de 1,6 mio. m<sup>2</sup>.

### ... et des seniors est également porteuse d'espoir

Le maintien en emploi des seniors pourrait aussi avoir un impact positif. Grâce à l'allongement de l'espérance de vie et à un meilleur état de santé, un nombre croissant d'entre eux décide de rester en activité après avoir atteint l'âge légal de la retraite – fréquemment dans le cadre d'un temps partiel. Ce phénomène est corroboré par les statistiques: entre 2000 et 2016, le taux d'emploi des Suisses âgés de 65 à 74 ans est passé de 14,5 à 18,6%. Si le taux d'emploi des

travailleurs plus âgés augmentait de 25% d'ici à 2030, la population active helvétique enregistrerait une croissance moyenne de 0,30% par an sur la période 2020–2040, soit un taux similaire à celui calculé dans le scénario d'une participation accrue des femmes. Il en résulterait une demande supplémentaire de surfaces de bureaux similaire de 1,4 mio. m<sup>2</sup> (fig. 44, scénario «Participation des seniors accrue»).

### **Mais la seule exploitation des ressources nationales ne suffira pas**

Même si l'on parvenait à mieux exploiter les ressources humaines nationales via une participation accrue des femmes et des seniors, cela ne permettrait de compenser que partiellement les conséquences du vieillissement démographique, selon nos calculs. Le taux de croissance moyen de la population active simulé sur la période 2020–2040 (0,37%) resterait nettement en deçà de la dynamique récemment observée (2001–2016: 1,33%). La figure 44 montre clairement que seule l'immigration peut éviter une stagnation sur le long terme.

### **Bilan: le ralentissement de la demande semble inévitable à long terme**

Même dans un scénario très optimiste d'une immigration nette de 60 000 personnes par an à long terme, nous observerions encore un affaiblissement du taux de croissance (2020–2040: 0,80%). On peut donc en conclure que le vieillissement démographique et le recul de la consommation de surfaces par salarié constituent des tendances profondes qui, même en tenant compte de forces opposées telles que la tertiarisation de l'économie ou une meilleure exploitation des ressources humaines nationales, devraient à long terme entraîner un ralentissement sensible de la demande de surfaces de bureaux. Seule une immigration très dynamique – ce qui semble peu réaliste à l'heure actuelle – couplée à une tertiarisation rapide pourrait permettre de maintenir le rythme de croissance usuel.

## **Offre: volume d'investissements en hausse**

### **La quête de rendement dope l'activité de planification**

Des capitaux considérables continuent d'affluer sur le marché suisse de l'immobilier de bureau en dépit des difficultés de commercialisation. La persistance des taux planchers, les faibles coûts de financement et la pénurie d'alternatives de placement font en sorte que le développement de surfaces de bureaux reste attractif – tant à des fins d'investissement que d'utilisation propre. En décembre dernier, la somme sur 12 mois des projets d'immobilier de bureau autorisés à la construction en Suisse dépassait de 19%, ou 360 mio. CHF, la moyenne à long terme de 1,95 mrd CHF (fig. 46). Le récent rebond de l'activité de planification s'explique en grande partie par le projet relatif à la deuxième tour Roche à Bâle d'une enveloppe de 550 mio. CHF, dont le permis de construire a été délivré l'été dernier. Ainsi s'achève une phase de presque quatre ans, au cours de laquelle le volume de constructions autorisées se situait en dessous du niveau élevé des années 2011 à 2013, oscillant autour de la moyenne à long terme. La demande atone ayant retardé la réalisation de nombreux projets, le ralentissement de l'expansion des surfaces de bureaux des années 2014–2017 commence tout juste à se faire ressentir dans les grands centres, mais a contribué à la stabilisation du volume de l'offre.

### **L'activité de planification s'est récemment concentrée sur les principaux centres secondaires**

L'activité de planification a en revanche suivi une évolution inverse dans les six principaux centres secondaires (Winterthur, Lucerne, Zoug, Aarau, St-Gall, Lugano), qui absorbent un volume d'investissements moyen correspondant à environ un tiers des capitaux qui affluent vers les grands centres. Au cours des sept dernières années, le volume de constructions autorisées dans ces principaux centres de taille moyenne s'établissait à un niveau élevé. Ce n'est que récemment que ce dernier est tombé nettement en dessous de sa moyenne à long terme. Les autres centres de moyenne et petite taille ont également enregistré une activité de planification supérieure à la normale après 2010, mais qui a commencé à diminuer il y a deux ans déjà. L'examen des demandes de permis de construire, qui anticipent l'activité de planification encore plus précocement que les autorisations délivrées, laisse présager un maintien à un niveau relativement élevé de la production de surfaces de bureaux en Suisse. Le volume des demandes de permis de construire est actuellement supérieur à la moyenne, tant pour les constructions neuves que pour les transformations (fig. 46). La nécessité de rester compétitif sur un marché où règne une concurrence effrénée pousse de plus en plus de propriétaires à rénover leurs biens existants.

### **L'offre est généralement sous-estimée**

Le volume des surfaces de bureaux proposées en ligne se maintient au-dessus du seuil de 2 mio. m<sup>2</sup>. Le repli de 2,4% enregistré en l'espace d'un an peut être qualifié de limité (fig. 47). Il est intéressant de constater que les grandes surfaces, proposées à la location depuis longtemps, ont tendance à disparaître des portails immobiliers. Ceci ne résulte pas des coûts d'insertion, mais plutôt du faible intérêt que ces surfaces rencontrent et du risque d'être estampillées en tant que surfaces «inlouables». Elles sont alors plus fréquemment proposées via des

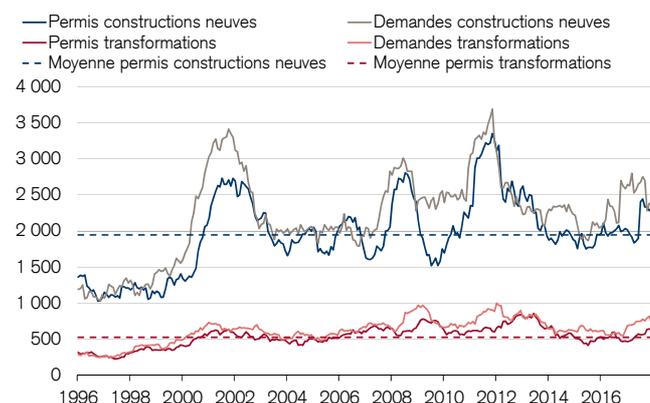
pages individuelles de projets sur Internet ou sur des sites d'agents immobiliers. Bien souvent, ce n'est qu'une petite partie des surfaces qui est proposée, car la commercialisation de superficies dépassant 2000 m<sup>2</sup> se révèle particulièrement difficile. Ce phénomène se multiplie avec l'augmentation de la suroffre sur un marché – comme le démontre actuellement le cas de Zurich. Autour du Glattpark, dans le nord du marché zurichois, seuls 51% des 144 000 m<sup>2</sup> de surfaces proposées faisaient l'objet d'annonces sur les portails internet au 3<sup>e</sup> trimestre 2017.

### Timide diminution de l'offre de surfaces

En tenant compte des objets proposés hors portails en ligne, l'offre de surfaces n'a que très peu reculé dans le courant de l'année, comme énoncé précédemment. À l'heure actuelle, près de 2,3 mio. m<sup>2</sup> sont proposés à l'échelle nationale, soit un taux d'offre de 4,3%. La légère diminution de l'offre de surfaces en l'espace d'un an s'explique principalement par le faible volume de projets autorisés à la construction entre la mi-2013 et la mi-2015. Les surfaces proposées baissent surtout à Lausanne, Genève, Berne et dans la ville de Bâle. Zurich fait ici office d'exception. L'offre de surfaces a fortement reculé dans les quartiers d'affaires élargis, qui ceignent les localisations onéreuses du Central Business District (CBD) (fig. 47). Mais des replis sont également observés dans quelques quartiers d'affaires centraux (à Berne et Lausanne). Une évolution inverse est observable dans certains quartiers d'affaires extérieurs, où l'offre de surfaces se maintient à un niveau élevé. Dans le cas du quartier d'affaires extérieur zurichois, l'offre a même à nouveau progressé au 4<sup>e</sup> trimestre 2017.

**Fig. 46: Expansion prévue des surfaces de bureaux**

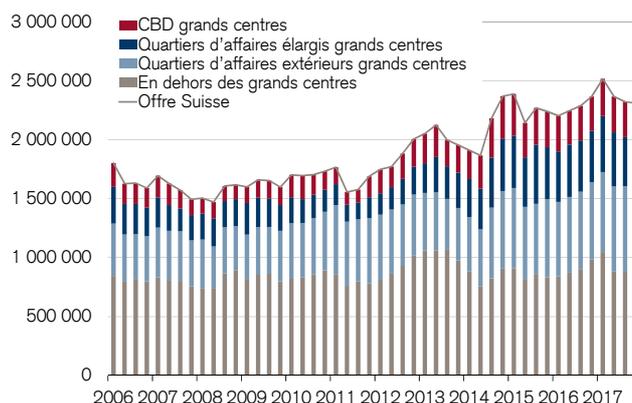
Autorisations et demandes de permis de construire, somme mobile sur 12 mois; en mio. CHF



Source: Baublatt, Credit Suisse

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

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



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

\*Surfaces proposées sur Internet

### Suroffre dans les quartiers d'affaires extérieurs

Les répercussions de l'activité de planification excessive se manifestent de plus en plus à la périphérie des marchés de l'immobilier de bureau, sous forme d'une offre de surfaces et de taux de vacance en hausse (fig. 48). Une légère détente de la situation en matière d'offre (-8,5%) est perceptible s'agissant des surfaces proposées à l'extérieur des marchés des grands centres. Globalement, l'offre dans ces zones atteint moins de 40% du total suisse, ce qui est faible en comparaison historique. Pour l'ensemble du marché, nous tablons à court terme sur une poursuite du recul du nombre de surfaces de bureaux proposées, puisque la demande devrait s'accroître quelque peu et que l'activité de planification actuellement élevée doit encore être concrétisée. À moyen terme, l'offre de surfaces devrait se stabiliser à un niveau supérieur à la moyenne d'environ 2 mio. de m<sup>2</sup>. La commercialisation restera donc compliquée sur le marché de l'immobilier de bureau dans les années à venir.

## Résultat sur le marché: signes d'une timide détente

### Taux de vacance: première baisse depuis 2011

Les signes d'une légère amélioration de la situation sur le marché de l'immobilier de bureau suisse se multiplient. Outre la stabilisation de l'offre, la durée moyenne de commercialisation des surfaces de bureaux s'est quelque peu raccourcie. Les taux de vacance officiels de 2017, qui couvrent près de 43% du marché suisse de l'immobilier de bureau, révèlent par ailleurs une légère diminution des surfaces inoccupées après cinq années de hausse (fig. 48). Les vacances

recensées par les offices cantonaux de la statistique se concentrent toutefois sur les grands marchés, et parfois même seulement sur les quartiers d'affaires centraux. Ces chiffres ne suffisent donc pas à brosser une image fidèle de la situation à la périphérie des marchés. Or c'est justement là que les surfaces inoccupées augmentent. Ces données permettent néanmoins de confirmer la légère embellie dans les quartiers d'affaires intérieurs, qui se reflète aussi dans l'offre de surfaces.

### Les surfaces vacantes diminuent surtout dans les centres-villes

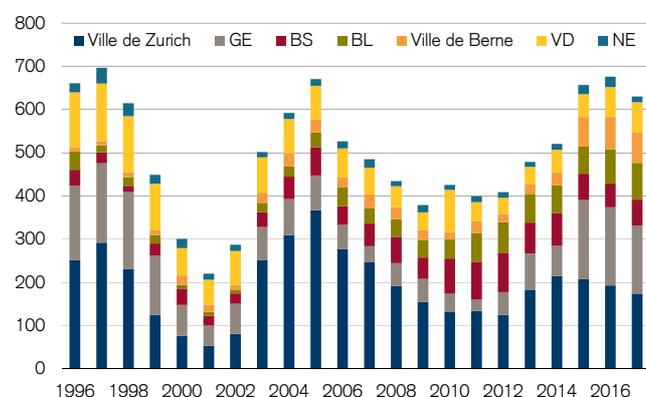
Les vacances ont surtout baissé dans les centres des grandes villes – de 7 à 9% à Genève, Zurich et Berne, et même de près de 30% à Lausanne. Seule exception: la ville de Bâle, où le repli enregistré au cours des deux années précédentes ne s'est pas reproduit en 2017. La situation se révèle plus disparate à l'extérieur des villes. Cette évolution plutôt positive ne parvient toutefois pas à masquer les défis persistant sur les différents marchés de l'immobilier de bureau. À Genève, la durée moyenne d'inoccupation est ainsi passée de 13 à plus de 15 mois, ce qui témoigne d'une situation compliquée sur le front de la commercialisation. L'embellie est en outre intervenue au prix de concessions faites sur les loyers. À Genève, Berne et Zurich, les loyers des surfaces vacantes ont systématiquement diminué. L'érosion de tels loyers dans ces villes a presque atteint 10% au cours des trois dernières années.

### Repli des loyers généralement endigué

Les loyers à la conclusion des baux se sont également inscrits en repli ces dernières années (fig. 49). Depuis la fin 2012, voire la fin 2013 selon les marchés, les loyers ont baissé de près de 10% sur les deux marchés les plus chers de Suisse (Genève et Zurich) et de 2% à 6% dans les autres grands centres. À Zurich et Genève, les loyers de bureaux se sont stabilisés à la fin du 2<sup>e</sup> trimestre 2017. Les marchés bâlois et bernois, où l'équilibre règne depuis maintenant un certain temps, connaissent aussi une évolution latérale. La correction des loyers se poursuit en revanche à Lausanne (-4% en glissement annuel), ce qui s'explique par le fait qu'elle y a commencé bien plus tardivement que dans les autres grands centres. Tant à Lausanne qu'à Genève, la récente correction fait suite à une croissance excessive des loyers entre 2008 et 2012, qui allait de pair avec l'excellente performance économique enregistrée dans l'arc lémanique et une faible activité de construction. En dehors des grands centres, les loyers se sont stabilisés dès 2015 et augmentent continuellement depuis. La tendance semble aussi s'être inversée à Bâle, sans doute en raison du niveau relativement bas des loyers dans la cité rhénane, qui empêche des replis plus marqués. Au vu de cette embellie dans les grandes villes, nous tablons à court terme sur une poursuite de l'évolution positive des loyers. Cela dit, il faut tenir compte du fait que les incitatifs octroyés de plus en plus fréquemment lors de la location de surfaces de bureaux (p. ex. sous la forme de mois gratuits) n'apparaissent pas dans les chiffres des baux conclus. Les données utilisées ont donc tendance à embellir la situation en matière de commercialisation.

**Fig. 48: Surfaces de bureaux vacantes**

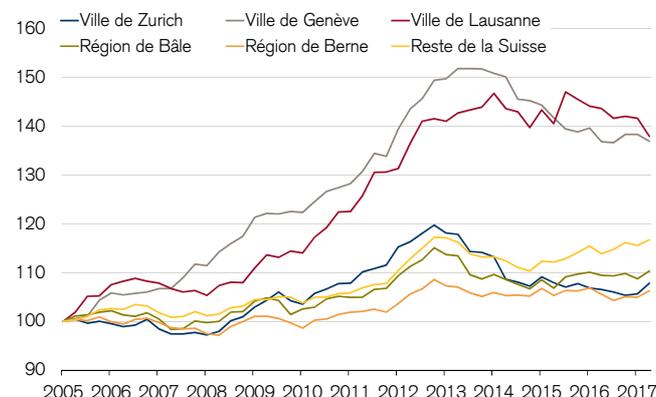
En milliers de m<sup>2</sup>; relevé partiel sur environ 43% du marché de l'immobilier de bureau suisse



Source: Offices cantonaux de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 49: Niveaux des loyers par région**

Indice hédoniste des loyers sur la base des baux conclus; indice: 2005 = 100



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

# Perspectives 2018 pour les surfaces de bureaux

## ↗ Demande

Surfaces de bureaux en 1000 m<sup>2</sup>

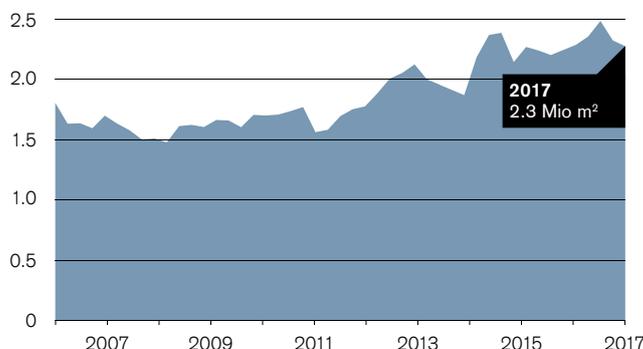


- L'amélioration du marché du travail soutient la demande de surfaces de bureaux

**2018: nous anticipons une demande supplémentaire de 300 000 m<sup>2</sup>**

## ↘ Offre

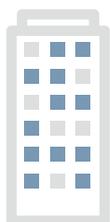
Offre de surfaces en mio. m<sup>2</sup>



- **Court terme:** activité de planification modérée entre 2013–2015 = léger recul de l'offre de surfaces
- **Long terme:** planification actuelle +19% au-dessus de la moyenne historique = maintien de l'offre à un niveau supérieur à la moyenne de 2 mio. m<sup>2</sup>

## ↘ Surfaces vacantes

- 2017: 1<sup>ère</sup> baisse après 5 ans de hausse
- 2018: nouvelle légère réduction



## → Loyers

- Situation du marché: offre élevée et léger rebond de la demande
- 2018: stagnation des loyers à la conclusion

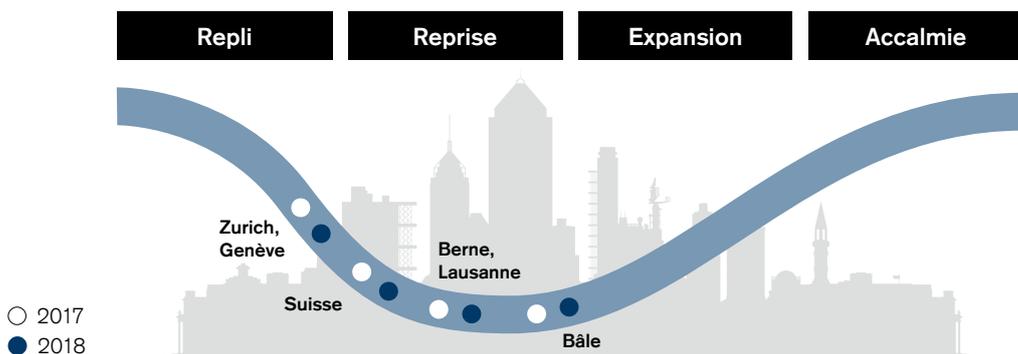


## → Rendement total

- Potentiel d'appréciation épuisé (exception: excellents emplacements)
- Faible potentiel haussier des revenus locatifs (incitatifs pèsent sur les loyers)

## Position dans le cycle immobilier

Les 5 principaux marchés de l'immobilier de bureau



## ↘ Perspective à long terme

Recul de la demande de surfaces entre 2020–2040, mais pas d'effondrement



**1<sup>er</sup> facteur**  
Stagnation de la population active (départ des baby-boomers)



**2<sup>e</sup> facteur**  
Tertiarisation du secteur secondaire



**3<sup>e</sup> facteur**  
Diminution de la consommation de surfaces par personne

**Selon le scénario, la demande de surfaces sur 20 ans devrait s'établir dans une fourchette de +6 mio. m<sup>2</sup> à -6 mio. m<sup>2</sup>, contre +10 mio. m<sup>2</sup> aujourd'hui**

## Complément: logistique urbaine

# Quand la logistique gagne la ville

Sous l'effet de la réurbanisation et de l'envolée du commerce en ligne, les sites logistiques au sein des centres urbains et à proximité immédiate de ceux-ci gagnent en importance. Au vu de la pénurie de surfaces, des solutions reposant sur la réaffectation de bâtiments existants ainsi que sur la flexibilité et la coopération sont requises. De plus en plus d'investisseurs immobiliers s'intéressent à ce secteur en plein essor.

### La réurbanisation est le premier moteur de la logistique en zone urbaine ...

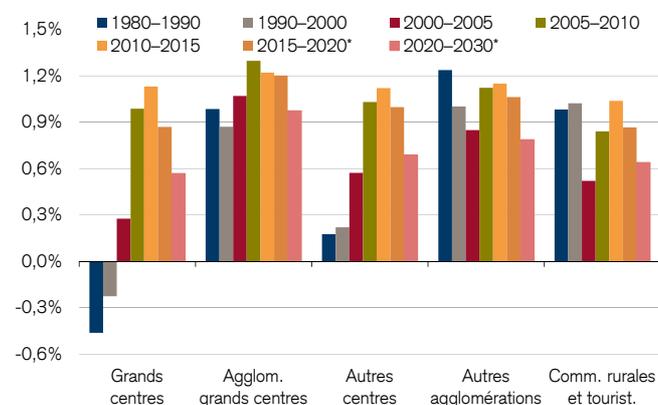
Après des décennies d'exode urbain, les grands centres suisses ont renoué avec la croissance depuis le passage au nouveau millénaire, à un rythme qui s'est nettement accéléré ces dernières années (fig. 50). En raison de la pénurie de terrains et des obstacles réglementaires, une partie de la demande accrue de logements urbains se déplace vers les communes d'agglomération. À l'heure actuelle, quelque 3,6 millions de Suisses, soit 43% de la population totale de 8,4 millions d'habitants, vivent dans l'une des cinq grandes agglomérations du pays – une tendance qui s'inscrit en hausse. Les communes d'agglomération des grands centres devraient en particulier connaître une forte expansion d'ici à 2030. Cette évolution reflète l'attractivité des grandes villes en tant que lieux de travail et de résidence, mais s'accompagne aussi de défis, également d'ordre logistique.

### ... et le commerce en ligne le second

Le commerce en ligne est le second moteur des processus logistiques en zone urbaine. En 2017, près de 8,3% du volume du commerce de détail suisse a été traité via le canal en ligne. Et le potentiel de croissance reste ici conséquent (cf. chapitre consacré aux surfaces de vente, p. 43 et suivantes). Le commerce en ligne et multicanal influe grandement sur l'éventail de services et sur le modèle commercial de nombreux prestataires logistiques et de commerçants. Le nombre de livraisons de petits colis ne cesse d'augmenter et le canal dit «business-to-consumer» gagne en importance. Les négociants en ligne et multicanal tentent de se démarquer de leurs concurrents non seulement par l'offre et les prix, mais aussi par le biais des conditions de livraison et des services logistiques supplémentaires (retours gratuits p. ex.). Les clients apprécient les nombreuses possibilités d'expédition et exigent des délais de livraison toujours plus courts (livraison le jour même, voire dans l'heure). La part de colis transportés en tarif prioritaire par la Poste Suisse est passée de 27% en 2005 à 52% en 2016. Simultanément, le nombre annuel total de colis acheminés au sein du marché helvétique a augmenté d'environ 12 millions depuis 2013 pour atteindre le niveau record de 156 millions (fig. 51) – une tendance qui devrait se poursuivre. Une étude relative au marché du colis allemand prévoit un doublement d'ici 2025, avec une part de livraisons accomplies le jour même de près de 20%.<sup>7</sup>

**Fig. 50: Croissance démographique par type de commune**

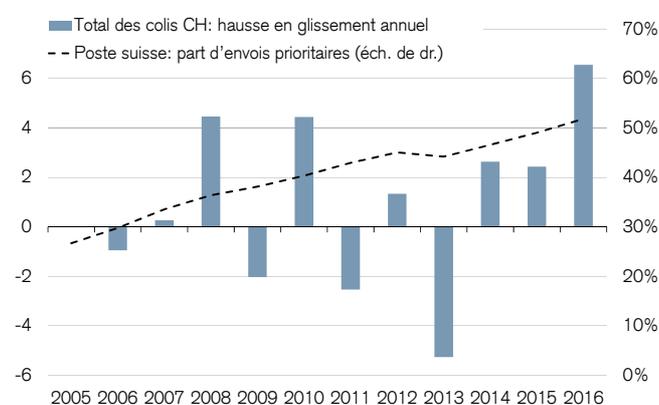
En % par période, annualisée; \* prévisions



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

**Fig. 51: Colis acheminés**

Variation du nombre de colis en mio., en glissement annuel (estimation)



Source: La Poste suisse, Credit Suisse

<sup>7</sup> Cf. McKinsey & Company (2016). «Parcel Delivery: The Future of Last Mile», <https://www.mckinsey.de/the-future-of-last-mile>

## De nombreux défis se posent à la logistique

Les ménages plus petits et donc plus nombreux, les exigences croissantes des consommateurs, l'élargissement de l'éventail de tâches dans le commerce en ligne, la multiplication des goulets d'étranglement dans les infrastructures de transport et la forte densité réglementaire (p. ex. interdiction de circuler la nuit pour les poids lourds [PL]) sont autant de défis posés à la logistique dans les agglomérations. L'augmentation des mises en circulation de fourgonnettes, d'en moyenne 16 000 par an dans les années 1990 à plus de 30 000 aujourd'hui (fig. 52), met en évidence la montée en puissance de la logistique urbaine. Selon la statistique du transport de marchandises de l'OFS de 2013, la moitié du volume de biens transportés par utilitaires légers parcourt des trajets de moins de 10 km.

## Quatre approches pour une logistique urbaine plus rentable

Depuis quelques années, les concepts dits de logistique urbaine («Urban Logistics»), visant à améliorer la rentabilité du transport urbain de marchandises et à résoudre le problème du «dernier kilomètre», font l'objet d'intenses discussions au sein des cercles concernés. Quatre points sont ici essentiels: premièrement, proposer des alternatives à la livraison classique par PL ou camionnette (véhicules électriques ou autonomes, drones, etc.); deuxièmement, mettre en place ou tester de nouveaux modèles de livraison (p. ex. des points de retrait ou des boîtes à colis sur des sites centraux); troisièmement, renforcer l'efficacité de la logistique urbaine via la coopération: logisticiens, prestataires de colis et commerçants partageraient leurs capacités de transport et de stockage, mais aussi leurs données, de façon à optimiser l'utilisation des ressources.

## Les concepts immobiliers pour la logistique urbaine de demain ...

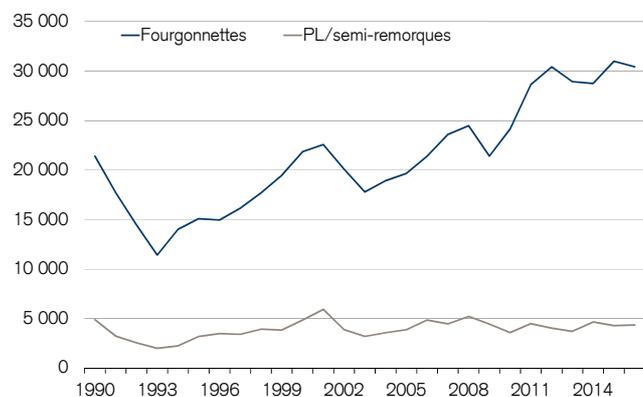
Une 4<sup>e</sup> approche mise sur l'immobilier: le modèle idéal de concept de logistique urbaine repose ici sur un système en cascade, composé de sites d'approvisionnement (dépôts régionaux et centres dits d'«e-fulfillment») dans l'agglomération ainsi que d'un réseau de centres de distribution plus petits et de micro-dépôts au sein de la ville. Ce concept doit permettre d'accélérer nettement l'achèvement du dernier kilomètre et de permettre la livraison dans l'heure à une plus large échelle. S'agissant de la logistique en centre-ville, il est en outre possible de réaffecter des surfaces de bureaux et de commerce de détail au vu de la grande importance de l'accessibilité aux clients finaux pour les sites urbains de logistique et de l'absence des exigences classiques posées aux bâtiments logistiques conventionnels (hauteur de plafond, charge utile, etc.).<sup>8</sup>

## ... n'existent pour l'heure que sur papier

De tels systèmes en cascade de logistique urbaine restent toutefois largement utopiques en Suisse, mais aussi en Allemagne. En 2015, les investissements dans la construction de surfaces logistiques ont dépassé le seuil de 1 mrd CHF (fig. 53), mais se concentrent toujours sur les localisations classiques à proximité des échangeurs autoroutiers, hors des agglomérations. Ceci pour plusieurs raisons: d'une part, la livraison le jour même/dans l'heure est aujourd'hui encore marginale, puisque la livraison le lendemain ne s'est imposée à large échelle que récemment. D'autre part, la pénurie d'espace régnant dans les grands centres fait en sorte que les surfaces logistiques sont en concurrence avec d'autres affectations, comme l'habitat et les bureaux. Enfin, les centres suisses étant exiguës en comparaison internationale, des sites hors des frontières de la ville sont souvent suffisants pour résoudre le problème du dernier kilomètre.

**Fig. 52: Mises en circulation de véhicules de livraison et PL**

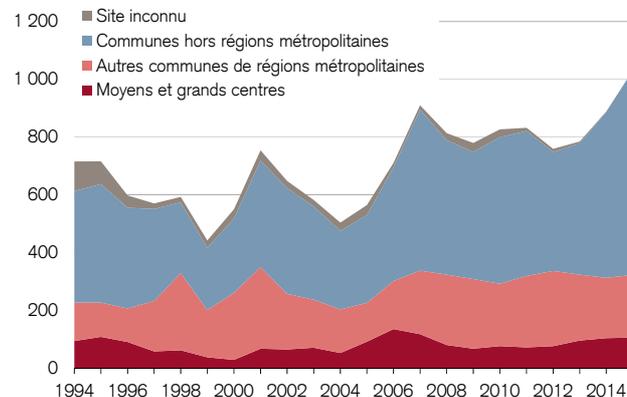
Augmentation annuelle, en nombre de véhicules



Source: Office fédéral de la statistique

**Fig. 53: Construction d'entrepôts et de surfaces logistiques**

Construction et transformation, en mio. CHF



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

<sup>8</sup> Cf. Bulwiengesa (2017). «Logistik und Immobilien 2017: Citylogistik – mit neuen Ideen in die Stadt», pp. 58–63.

## Le Limmattal et le Glattal approvisionnent la ville de Zurich

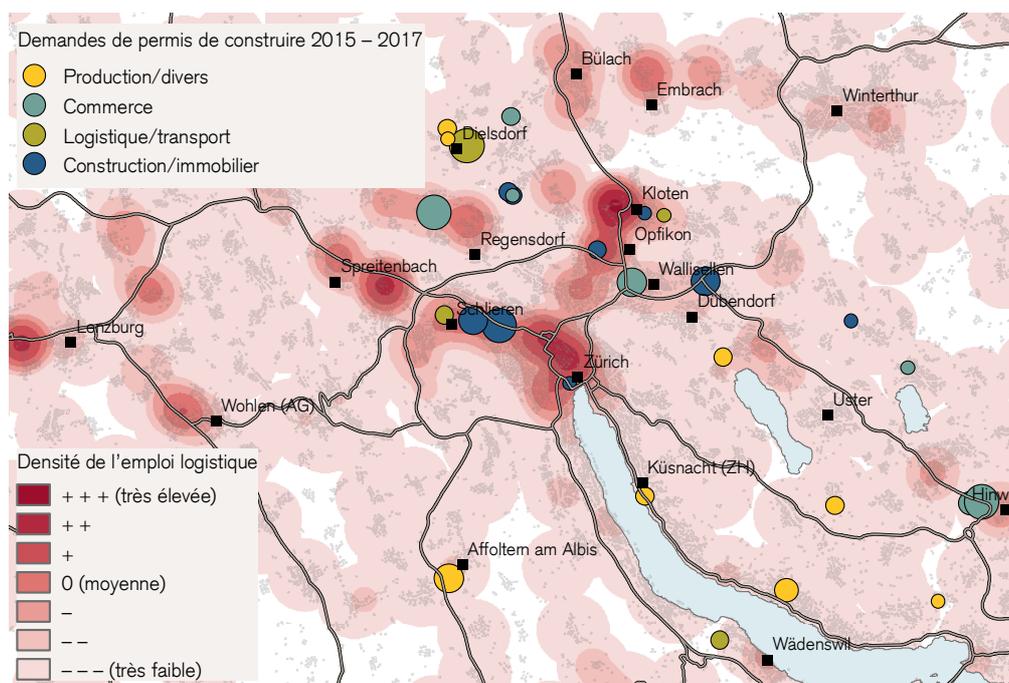
Nous avons examiné de plus près la région de Zurich comme exemple de réseau logistique d'une ville suisse (fig. 54). La densité de l'emploi dans les branches proches de la logistique permet de mettre en évidence les principaux sites pour les surfaces logistiques à Zurich et dans ses environs. Les services postaux et de courrier sont bien représentés dans la ville même. Les plus grands entrepôts et surfaces logistiques se concentrent sur quelques sites idéalement desservis dans l'agglomération, tels que le secteur aéroportuaire et le Limmattal. Les surfaces logistiques planifiées dans le canton de Zurich à partir d'une enveloppe de 1 mio. CHF sont aussi visibles sur la carte (cercles de couleur). Les régions de Regensdorf/Dielsdorf, Altstetten/Schlieren et le Glattal sont ici les centres névralgiques. Les projets des maîtres d'ouvrage des branches industrielles sont un peu plus dispersés, la proximité avec le marché de débouché mais aussi avec le site de production étant primordiale. Les projets de réaffectation (transformation de surfaces de commerce de détail en bâtiments logistiques p. ex.) sont à ce jour très rares. Lorsque des surfaces logistiques sont créées à partir de bâtiments existants, il s'agit fréquemment d'anciens sites de production. Quelques projets de réaffectation d'entrepôts en bâtiments commerciaux ou résidentiels ont en revanche vu le jour.

## Le besoin en surfaces spécialisées pour la logistique de proximité est appelé à augmenter

Les surfaces logistiques se prêtent aujourd'hui déjà bien à la diversification de portefeuilles immobiliers. L'urbanisation, ainsi que l'essor du commerce en ligne et multicanal, vont se poursuivre en Suisse dans les années à venir, d'où l'urgence de trouver des solutions durables et rentables de transport urbain de marchandises. Les consommateurs attachant toujours plus d'importance aux solutions rapides et flexibles afin d'achever le dernier kilomètre, l'opinion publique à l'égard de la branche logistique devrait évoluer et l'acceptation politique de nouveaux projets de ce type en zone urbaine augmenter. Les surfaces logistiques urbaines gagneront en valeur. Les investisseurs devraient donc s'intéresser davantage aux réaffectations de surfaces – de commerce de détail stationnaire en particulier – pour lesquelles la demande recule. Par ailleurs, le raccordement aux réseaux logistiques va aussi devenir plus crucial lors du développement de nouvelles surfaces commerciales. Un projet actuel, dont l'approche se révèle intéressante, est l'Espace Tourbillon à Genève: il s'agit ici du développement d'une zone appelée à accueillir essentiellement des surfaces commerciales et industrielles à usage flexible, qui prévoit aussi un terminal logistique souterrain accessible aux poids lourds et relié à tous les bâtiments.

**Fig. 54: Sites logistiques de Zurich: densité de l'emploi et projets de construction**

Densité de l'emploi dans les branches proches de la logistique (2015), demandes de permis de construire par branche du maître d'ouvrage (taille des cercles = coûts de construction)



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

## Surfaces de vente

## La sélection bat son plein

L'érosion des chiffres d'affaires s'est interrompue dans le commerce de détail. Le déclin de la productivité des surfaces, l'écart de croissance marqué entre le commerce en ligne et son homologue stationnaire ainsi que l'augmentation du nombre de faillites confirment cependant que la mutation structurelle est loin d'être achevée dans la branche. L'évolution observée aux États-Unis révèle que les fournisseurs de surfaces de vente sont particulièrement affectés par ce phénomène, étant donné le manque de locataires. La situation en Chine donne un aperçu des tendances à l'œuvre dans le commerce de détail. Nous soumettons les différents modes d'achat à un test de résistance numérique et évaluons les opportunités (restantes). Car la mutation structurelle vient tout juste de commencer, comme en atteste la hausse des taux de vacance en dépit d'une expansion des surfaces ralentie.

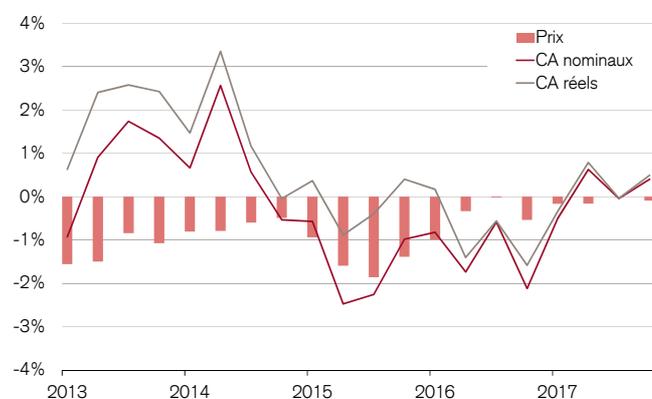
## Demande: les achats à l'étranger et en ligne pèsent sur les chiffres d'affaires

## Érosion des chiffres d'affaires stoppée dans le commerce de détail

Malgré l'embellie conjoncturelle, le commerce de détail n'a selon nos estimations guère connu de croissance en 2017. La stagnation des prix (-0,1% par rapport à 2016) et le léger rebond de la demande réelle (+0,2%) se sont traduits par une progression des chiffres d'affaires nominaux de 0,1% (fig. 55). L'écart entre l'évolution des chiffres d'affaires des deux principaux segments s'est ici réduit: alors que les détaillants de l'alimentaire/near-food ont enregistré une hausse modérée de leurs chiffres d'affaires nominaux de 0,3% en glissement annuel, l'érosion a pratiquement été endiguée dans le non-alimentaire (-0,1%). Au sein de ce dernier, les disparités entre les différents sous-secteurs restent cependant considérables: le bricolage/jardinage (+2,3%) et les loisirs (+3,3%) ont connu une croissance appréciable pour la première fois depuis des années, mais ont ici profité d'effets exceptionnels liés à la météo. Les chiffres d'affaires dans les soins personnels (-2,0%) ainsi que l'habillement et les chaussures (-1,5%) se sont encore repliés, mais moins fortement que les années précédentes en ce qui concerne l'habillement. Les commerçants de ces sous-branches ont toutefois à nouveau dû céder des parts de marché aux fournisseurs en ligne étrangers. Cet état de fait prévaut pour le commerce de détail stationnaire en général, qui a reculé de près de 1%, tandis que le commerce en ligne devrait avoir enregistré une croissance d'environ 8% en 2017.

Fig. 55: Chiffres d'affaires du commerce de détail

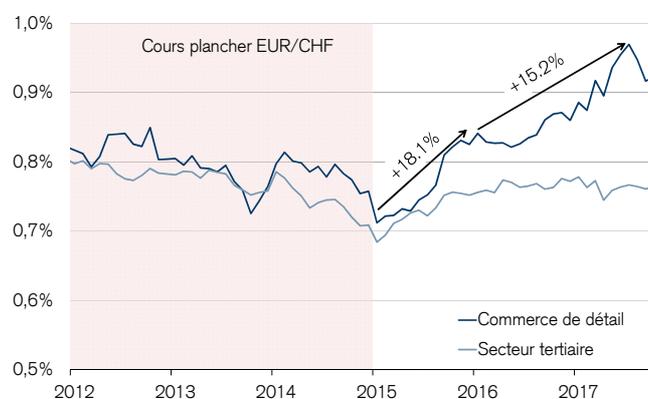
Chiffres d'affaires nominaux et réels, prix, variation en glissement annuel, en %



Source: GfK, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse; T4 2017: estimations du Credit Suisse

Fig. 56: Taux de faillite dans le commerce de détail

Taux de faillite en %, moyenne sur 12 mois



Source: CRIF SA, Credit Suisse

## Taux de faillite en hausse dans le commerce de détail

En dépit des tendances ponctuelles à la reprise observées actuellement, bon nombre de détaillants ont continué de pâtir des répercussions tardives de l'appréciation du franc, de la détériora-

tion du climat de consommation qui en a découlé, du tourisme d'achat ainsi que des bouleversements liés au commerce en ligne en 2017. Cela a non seulement entraîné des baisses parfois substantielles des chiffres d'affaires, mais aussi initié ou accéléré une mutation structurelle au sein de la branche. Le taux de faillite dans le commerce de détail a ainsi commencé d'augmenter au début 2015 pour progresser encore de 18,1% l'année suivante. Le point culminant a été atteint en juillet 2017, après une nouvelle hausse de 15,2% (fig. 56). Une légère accalmie est depuis lors observée. Dans le reste du secteur tertiaire helvétique, le nombre de faillites s'est certes également accru en 2015 et 2016, mais de manière beaucoup moins prononcée.

### Les petits détaillants généralement moins optimistes

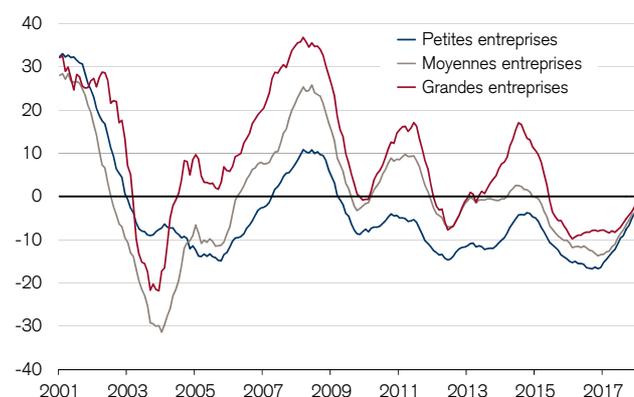
Certains dépôts de bilan et annonces de fermetures de filiales de grandes entreprises, notamment dans l'habillement, ont été relayés par les médias ces dernières années. La grande majorité des 380 (2015) et 400 (2016) faillites enregistrées concernait cependant des petits commerçants. Ces cas ont donc sans doute échappé à l'attention du public. Les résultats de l'enquête du KOF menée auprès des détaillants suisses sur la situation commerciale confirment d'ailleurs que le ressenti au sein des moyennes et surtout des petites entreprises du secteur était plus pessimiste ces dernières années que dans le cas des grandes sociétés. Le fait que le ressenti des détaillants s'améliore de nouveau progressivement – indépendamment de la taille de leur entreprise – constitue ici une lueur d'espoir (fig. 57).

### Perspectives 2018: une faible augmentation des chiffres d'affaires

En 2018, la croissance démographique positive, mais légèrement en repli par rapport à 2017, et la bonne situation du climat de consommation devraient être les principaux moteurs de la croissance du commerce de détail (fig. 58), qui ne devrait toutefois profiter que de façon limitée de ces impulsions conjoncturelles en raison de la mutation structurelle qu'il traverse. Partant du principe que le franc se déprécie de nouveau légèrement face à l'euro, nous anticipons une pression un peu moins élevée sur les prix dans la branche que les années précédentes (2018: +0,2% par rapport à 2017). Les prix à la consommation devraient enregistrer une modeste progression dans l'alimentaire/near-food (+0,3%) et se maintenir au niveau de l'année précédente dans le non-alimentaire (+0,1%). La reprise économique devrait soutenir la demande dans le segment du non alimentaire, plus sensible à la conjoncture. Certaines sous-branches ayant ici profité d'effets exceptionnels liés à la météo en 2017 et les détaillants vestimentaires devant probablement encore céder des parts de marché aux fournisseurs en ligne étrangers, nous tablons sur une stagnation des chiffres d'affaires nominaux (+0,1%). Nous anticipons une augmentation des chiffres d'affaires de 0,5% dans l'alimentaire, fortement tributaire de la croissance démographique, et une faible hausse de 0,3% pour l'ensemble du commerce de détail.

**Fig. 57: Amélioration progressive du ressenti**

Évaluation de la situation commerciale dans le commerce de détail, par taille d'entreprise, moyenne sur 12 mois du solde en %



Source: KOF EPFZ, Credit Suisse

**Fig. 58: Climat de consommation et PMI**

Indice des directeurs d'achat (PMI) en tant qu'indicateur avancé du climat de consommation (indice)



Source: Secrétariat d'État à l'économie, procure.ch, Credit Suisse

### Achats: quel avenir?

#### Une évolution toute tracée

Les nouveaux canaux d'achat modifient le comportement des consommateurs. Les chiffres d'affaires sont à peu près stables, mais leur origine a changé. De plus en plus de segments du commerce de détail pâtissent du commerce en ligne. Seule l'inertie avec laquelle nombre de

personnes modifient leur comportement freine la progression des parts de marché en ligne. Cette inertie n'accorde toutefois au commerce stationnaire qu'un court répit, et ne le protège nullement des conséquences de la mutation structurelle. La révolution du commerce en ligne ne peut plus être stoppée. L'évolution est lente, mais inexorable – ou plutôt – toute tracée. Un examen des pays dont les parts de marché du commerce en ligne sont déjà supérieures à celles de la Suisse donne des indications sur la possible suite du processus dans notre pays. Les États-Unis, la Grande-Bretagne et la Corée du Sud comptent parmi les nations où l'importance de l'e-commerce est la plus élevée (fig. 59). Dans ce domaine, la Chine a récemment fait un grand bond en avant: bien que l'utilisation de l'Internet y soit nettement moins répandue que dans les pays anglo-saxons ou en Corée du Sud, le pays est déjà leader en matière de proportion de chiffres d'affaires réalisés par le commerce en ligne face au commerce de détail stationnaire.

### Vague de fermetures de magasins aux États-Unis

Le commerce de détail stationnaire américain traverse une profonde mutation. Aucun autre pays ne présente autant de surfaces de vente par habitant que les États-Unis. Dans cette société férue de nouvelles technologies, les consommateurs se tournent cependant de plus en plus vers le commerce en ligne, délaissant les chaînes de grandes surfaces (fig. 60) et affectant ainsi beaucoup de centres commerciaux pour lesquels ce type de magasins constitue une part importante des locataires. Les centres commerciaux prospères et les chaînes de commerce de détail en plein essor restent certes nombreux (p. ex. dans le segment du discount), mais un assainissement du secteur semble inévitable. Car malgré une croissance économique réjouissante, environ 9000 magasins ont fermé leurs portes l'an passé, parmi lesquels de multiples succursales d'enseignes renommées comme Macy's et J. C. Penney, ou encore de la chaîne Sears. 50 chaînes de commerce de détail se sont déclarées en faillite. Selon Cushman & Wakefield, jusqu'à 12 000 commerces pourraient cesser leur activité cette année. Début 2018, des plans de fermeture pour 3600 magasins étaient déjà communiqués, dont certains de Walgreens, Gap et Gymboree. Or, une nouvelle vague de fermetures pourrait sonner le glas pour plusieurs des 1300 centres commerciaux du pays. Selon l'analyse effectuée par Green Street Advisors, près de 70% des 950 centres commerciaux américains examinés étaient affectés par le repli des chaînes de détaillants opérant à l'échelle nationale en 2017. Les centres de qualité supérieure étaient certes moins touchés, mais déploraient au final davantage de fermetures que d'ouvertures, certains détaillants fermant toutes leurs succursales indépendamment de la qualité du centre commercial. Les fermetures de magasins officiellement annoncées ne représentaient ici que près de la moitié de toutes les cessations d'activités, l'autre moitié disparaissant en silence, simplement en ne renouvelant plus les baux en cours.

### La Chine leader du commerce en ligne

En Chine, le commerce de détail stationnaire n'a jamais été aussi développé qu'en Occident. Sous l'effet de la révolution numérique couplée à l'augmentation rapide du revenu disponible, le commerce en ligne y est ainsi devenu la nouvelle norme et sa part de marché devrait déjà atteindre 23% selon les dernières estimations. Ce dernier connaît une croissance deux fois plus rapide qu'aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. La Chine est aussi pionnière dans le commerce mobile, la plupart des consommateurs ayant dépassé l'ère du PC pour entrer directement dans le monde numérique via les smartphones. D'ici 2020, près de 74% des achats en ligne devraient être effectués par smartphone dans l'Empire du Milieu, contre 46% aux États-Unis. La Chine a de ce fait donné naissance au plus grand marché numérique de la planète, avec Alibaba comme acteur clé.

### Occident et Orient: deux univers virtuels différents

Il est intéressant de noter que les deux univers sont assez différents. En Occident, le commerce en ligne prospère car il constitue un mode d'achat plus efficace. Amazon et d'autres acteurs clés optimisent en permanence leurs plateformes et accordent une grande importance à la logistique. Alibaba ne gère en revanche aucun entrepôt et n'est pas non plus un détaillant. La société opère davantage en tant que centre commercial virtuel, mettant des plateformes à disposition des détaillants. Le commerce en ligne «à la chinoise» est avant tout une alternative enrichie au commerce stationnaire. Les consommateurs aiment passer du temps en ligne. Les limites entre divertissement et achats s'estompent. À l'aide de contenus hautement personnalisés, améliorés en permanence grâce à des analyses de big data, l'intelligence artificielle et de vastes bases de données, les consommateurs envoûtés partent littéralement à l'aventure. Les Chinois passent ainsi presque trois fois plus de temps sur les places de marché numériques que les Américains. Les plateformes d'Alibaba sont dotées de différentes sortes d'outils visant à créer une expérience d'achat unique et à faciliter autant que possible les emplettes: Alipay assure p. ex. un trafic des paiements sans heurts, tandis que diverses possibilités de Chat permettent de communiquer avec la communauté du site, et même avec les fabricants des produits. En Chine, un

écosystème numérique hautement intégré a vu le jour autour des achats, qui dans certains cas peut être piloté au moyen d'une seule «super» application.

### Test de résistance numérique des modes d'achat

Les développements intervenus dans les pays leaders en termes de parts de marché du commerce en ligne ne vont sans doute pas se répliquer à l'identique en Suisse. Au vu de la taille de ces marchés, les expériences que leurs acteurs majeurs y accumulent influent cependant aussi sur le commerce de détail helvétique. Il est par conséquent utile d'en déduire comment les différents modes d'achat (magasins de proximité, grands magasins, centres commerciaux et rues commerçantes) peuvent s'imposer dans le monde numérique.

#### Magasins de proximité: en plein dans la tendance

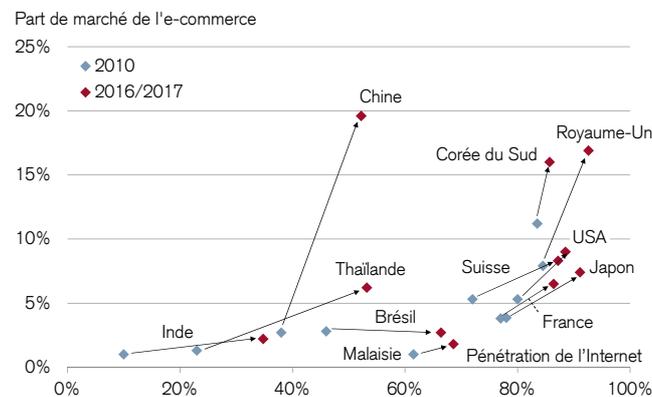
La tendance aux ménages réduits, le taux d'emploi de la population en hausse et la mobilité accrue favorisent la restauration hors du domicile. Réagissant à cette tendance, les producteurs alimentaires ont enrichi leur offre de denrées prêtes à consommer. Parallèlement, les magasins de proximité apparus au tournant du millénaire ont fortement progressé ces dernières années. Aujourd'hui, la Suisse compte quelque 1800 magasins de stations-service et de proximité, dont les chiffres d'affaires ont augmenté de 1,5% par an entre 2010 et 2016, alors que les recettes ont stagné dans l'alimentaire. Les magasins de proximité ont de bonnes cartes en main dans le monde numérique, d'une part parce qu'ils opèrent sur un segment peu menacé par le commerce en ligne et, d'autre part, parce que leur offre s'inscrit en complémentarité de ce dernier et intègre toujours plus de produits frais. Les défis auxquels est confronté ce canal d'achat résident donc davantage dans la gestion de la logistique des petites quantités, des longs horaires d'ouverture et d'une gamme flexible.

#### Grands magasins: voués à disparaître

Les grands magasins, anciens temples de la consommation et auparavant lieux de prédilection des clients pour leurs achats, ont perdu leur raison d'être dans le monde numérique. Leur rôle de «one stop shop» – satisfaisant presque tous les besoins grâce à leur large gamme de produits et fournissant même des informations et des conseils – leur a aujourd'hui été ravi par l'Internet. La génération actuelle de consommateurs s'informe et achète en ligne. Devenu le nouveau grand magasin, l'Internet propose une richesse d'assortiment imbattable. Un autre inconvénient vient s'ajouter à la perte de la raison d'être des grands magasins: ils sont en général organisés verticalement. Or, le consommateur préfère se déplacer horizontalement. Les écarts de prix sur les surfaces situées en sous-sol ou au premier étage mettent en évidence cette relation. En outre, plus de 90% des grands magasins ne dépassent pas trois étages. Sachant cela, nombre d'entre eux ont installé leurs espaces de restauration aux étages supérieurs afin d'y attirer les passants. Au regard de l'importance croissante de l'expérience d'achat, la restauration devrait toutefois être bien davantage intégrée à cette expérience – y compris aux étages inférieurs plus animés. La pression sur les grands magasins augmente également du fait de la concurrence directe des fabricants d'articles de marque qui, de plus en plus, développent leurs propres canaux de distribution et magasins stationnaires. Leur but est ici notamment d'accéder aux précieuses données de la clientèle, qui permettent d'exploiter les avantages de la numérisation.

**Fig. 59: Pionniers du commerce en ligne**

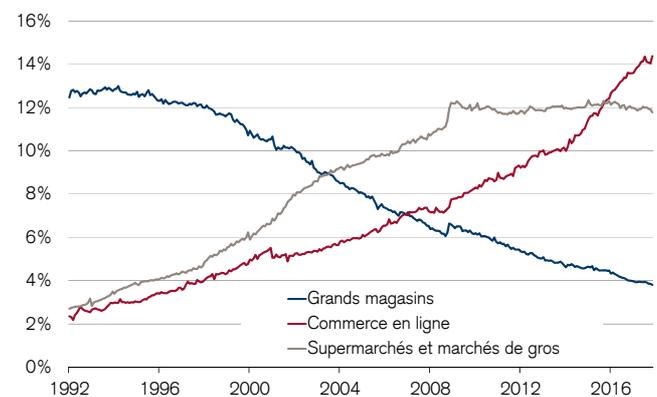
Part en ligne du commerce de détail en %; pénétration de l'Internet en %



Source: GfK, BAK Economics, diverses sources des régions analysées, Credit Suisse

**Fig. 60: Déclin des grands magasins aux États-Unis**

Part de divers canaux d'achat dans le total des CA du commerce de détail, en %



Source: U.S. Department of Commerce, Credit Suisse

### Centres commerciaux: nécessité d'agir

Depuis la forte expansion des centres commerciaux après le tournant du millénaire, la Suisse est considérée comme «surchargée» dans ce segment. Malgré une fréquentation plus ou moins stable, la part de marché croissante du commerce en ligne a aussi pesé sur les chiffres d'affaires des centres commerciaux. Plus de 50% d'entre eux ont connu un repli à deux chiffres de leurs recettes depuis 2010 – année de tous les records pour le commerce de détail helvétique. Le pire a globalement pu être évité grâce à l'orientation marquée sur l'alimentaire de nombreux centres, mais les disparités restent importantes dans ce domaine et la situation se révèle critique pour certains d'entre eux. Pour près de 17% des centres commerciaux, le recul a ainsi dépassé 25%. Leur concept commercial est obsolète et ils doivent proposer davantage d'expériences et de divertissement aux consommateurs. Du fait de leur taille, de leurs compétences décisionnelles uniformes quant au mix de locataires et de l'affectation du site, les centres commerciaux affichent cependant des avantages comparatifs. Les exploitants accueillent de plus en plus de prestataires œuvrant dans la santé, le fitness, la beauté et d'autres domaines apparentés. Le secteur des services présente comme atout d'être moins concurrencé par le commerce en ligne, de garantir l'affluence et de prolonger la durée des visites. Les centres commerciaux devraient donc progressivement se transformer en centres urbains de loisirs, dans le sillage de structures phares telles que Westside, Sihcity et le Mall of Switzerland.

### Rues commerçantes: des opportunités pour les meilleures localisations ...

La fréquentation est tout aussi importante dans l'univers numérique que dans le monde réel. La présence physique reste essentielle – même pour les commerçants en ligne. Presque tous les grands commerçants en ligne ont ainsi ouvert des sites physiques, à l'instar des marques haut de gamme, qui recherchent le contact direct avec les consommateurs, souhaitent interagir avec leur communauté, faire découvrir leurs produits et soigner leur image. Cependant, il s'agit alors moins de points de vente que de points de contact, lesquels jouent un rôle central pour les marques puisqu'ils permettent de créer un lien affectif avec les clients. Les magasins stationnaires implantés dans des localisations de haut standing n'auront à l'avenir plus qu'une fonction de vente secondaire. Ce seront des boutiques-vitrines, situées dans les meilleures rues commerçantes et surtout consacrées à la publicité. Le besoin de surfaces s'en trouvera donc nettement réduit, évolution qui pourrait être compensée dans les localisations d'excellence par la multiplication des marques. Les détaillants internationaux tenteront sans doute de profiter davantage du pouvoir d'achat élevé en Suisse. Grâce au canal numérique, l'instauration d'une présence dans un pays est aujourd'hui moins onéreuse qu'à travers le seul canal stationnaire.

### ... mais des désavantages dans les localisations B et C

La situation est plus complexe pour les localisations B et C, peu propices aux boutiques-vitrines. Déjà affectées par la disparition des détaillants spécialisés non franchisés, elles ont vu leur part de marché s'effondrer de 70% dans les années 1970 à 20% aujourd'hui. Les rues commerçantes peuvent certes miser sur leurs atouts tels que l'authenticité ou un mix de locataires diversifié, mais nombre de détaillants seront sans doute amenés à les délaisser – surtout dans les petits centres. Les détaillants locaux et régionaux, bien ancrés dans des segments de niche, devraient tirer leur épingle du jeu. Les prestataires des domaines de l'optique, de la santé, de la beauté, de la formation, du conseil, etc. devraient de plus en plus dominer le paysage des rues. La capacité de maintien des différents sites dépendra de leur aptitude à gérer les désavantages typiques des rues commerçantes. Elles ne disposent en effet pas d'une administration centrale, qui définirait le mix de locataires et l'affectation des surfaces, ou veillerait à une intégration optimale de la restauration – ce qui les pénalise notamment face aux centres commerciaux, où tout est géré de manière centralisée et de façon à réagir rapidement aux évolutions de tendances.

### Demande de surfaces: bilan

L'essor du commerce en ligne entraîne un changement de l'environnement et du rôle du commerce stationnaire. Les modes évoluent p. ex. bien plus rapidement du fait de l'Internet. Même la très prospère chaîne vestimentaire suédoise H&M en a récemment fait les frais, avec un recul inattendu de son chiffre d'affaires au 4<sup>e</sup> trimestre 2017. La future marche des affaires étant devenue nettement plus incertaine, les détaillants tentent de gagner en flexibilité. C'est pourquoi ils diminuent le nombre de leurs sites et entendent orienter leurs activités en ligne en direction d'une stratégie multicanal. Beaucoup d'entre eux devraient en outre réduire leurs surfaces de vente, puisque le monde numérique leur permet d'écouler leur gamme par simple clic et par livraison à domicile, ce qui atténue la pression sur les produits. La fonction de vente des magasins perd en importance au profit d'un rôle de marketing. Certaines surfaces devraient même être converties en pôles de distribution (cf. complément consacré à la logistique urbaine, p. 40 et suivantes).

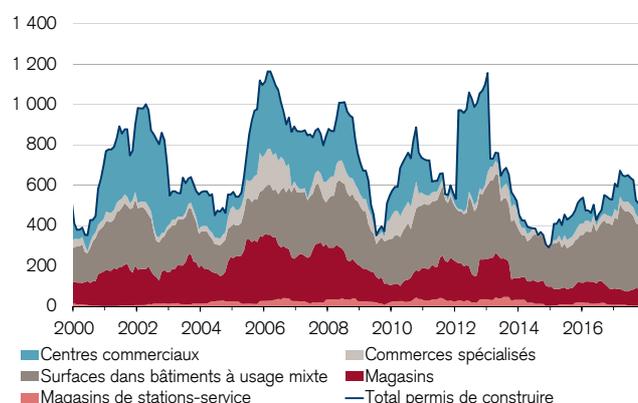
## Offre: l'usage mixte comme moteur de l'expansion

**Seuls quelques rares magasins spécialisés et centres commerciaux sont encore construits**

L'expansion des surfaces s'est ralentie, les chiffres d'affaires du commerce de détail ne pouvant plus suivre son rythme de construction depuis longtemps déjà. En 2016, le Lipopark de Schaffhouse a été le seul nouveau centre commercial à ouvrir ses portes (bien qu'il s'agisse plutôt d'un magasin spécialisé). L'an passé, le Mall of Switzerland, l'un des derniers grands projets de construction planifiés durant la phase de boom après le tournant du millénaire, a été inauguré à Ebikon à l'issue de plusieurs tentatives avortées. Aucun nouveau centre commercial n'est prévu en 2018, à l'exception d'un magasin spécialisé à Affoltern am Albis. Hormis le Mall of Switzerland, l'expansion des surfaces de centres commerciaux s'est nettement tassée et se concentre récemment plus sur le mobilier, un secteur qui se prête moins facilement à la livraison par des services spécialisés.

**Fig. 61: Expansion des surfaces de vente**

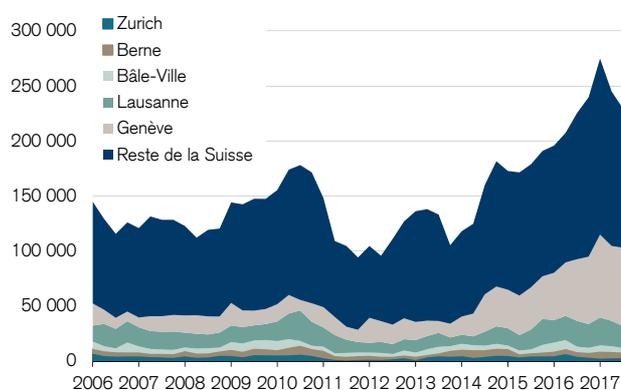
Permis de construire, somme mobile sur 12 mois en mio. CHF, constructions neuves et extensions



Source: Baublatt, Credit Suisse

**Fig. 62: Surfaces de vente proposées au moyen d'annonces**

Offre de surface en m<sup>2</sup>



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

### Nouvelles implantations de magasins dans des constructions neuves ...

Les permis de construire délivrés en 2017 pour des magasins spécialisés et des centres commerciaux étaient nettement inférieurs à la moyenne depuis 1995, de respectivement 56% et 64% (fig. 61). Encore actifs, les deux principaux distributeurs suisses optimisent leur présence généralement par le biais de petites unités. Le total des surfaces autorisées à la construction en 2017 s'établissait à 25% sous la moyenne à long terme de 650 mio. CHF. Ce sont toujours les surfaces commerciales et de vente situées dans des bâtiments à usage mixte qui empêchent l'expansion de baisser en deçà de 50% du niveau à long terme. La construction de logements locatifs s'est envolée ces trois dernières années, ce qui a aussi alimenté la construction de locaux commerciaux et de vente.

### ... avec un succès mitigé

Les nouveaux locaux commerciaux peinent à trouver des locataires. Outre les surfaces existantes aux prises avec des résiliations de bail, la nouvelle offre dans des bâtiments à usage mixte a été la principale responsable de l'augmentation marquée et durable des surfaces de vente proposées (fig. 62). Dans le canton frontalier de Genève, la vigueur du franc semble expliquer l'accroissement de l'offre de magasins. Le volume des surfaces proposées par voie d'annonce a légèrement diminué dans le courant 2017, ce qui à nos yeux ne constitue toutefois pas encore une inversion de tendance. Les bailleurs ont parfois retiré leurs annonces publiées depuis fort longtemps pour que leurs biens ne soient pas considérés comme «inlouables», tandis que certaines surfaces ont totalement disparu après avoir été affectées à d'autres usages.

## Résultat sur le marché: la (re)location est devenue un casse-tête

### Hausse des taux de vacance et rallongement des durées d'inoccupation

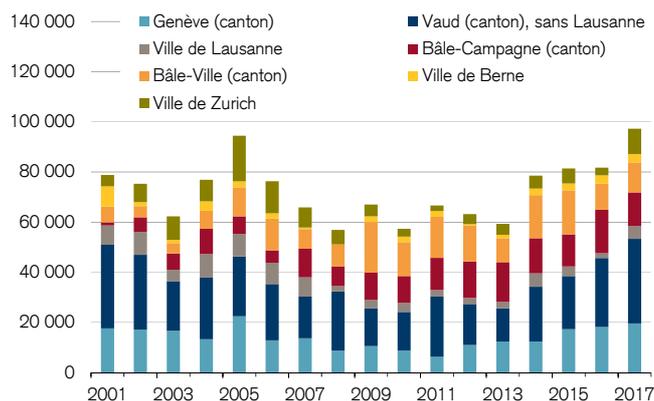
Contrairement aux surfaces de bureaux, où les vacances ont même légèrement reculé, les surfaces de vente inoccupées ont continué d'augmenter en 2017 pour atteindre leur plus haut niveau depuis la fin des années 1990 (fig. 63). Une forte hausse des taux de vacance est observable en Suisse romande, où le canton de Genève a été le principal responsable de la progression s'agissant des surfaces proposées par voie d'annonce. La durée d'inoccupation des surfaces de vente s'est aussi rallongée dans ce canton. Au début de la décennie, les boutiques étaient en moyenne relouées en moins de 10 mois, contre plus de 19 mois en 2017. Dans la ville de Berne, la relocalisation prend en revanche moins de 12 mois. Les magasins vacants ont aussi sensiblement augmenté dans la ville de Zurich – une évolution qui n'est pas attribuable à quelques rares objets, mais à diverses surfaces de petite et moyenne taille. Par ailleurs, le nombre de surfaces de vente inoccupées s'est accru dans 10 arrondissements sur 12. Les taux de vacance recensés enjolivent probablement la réalité, la méthode employée faisant en sorte que les petits magasins inoccupés ne font pas l'objet de relevés suffisamment systématiques.

### Taux de vacance plus faibles dans les grands centres que dans les centres de petite et moyenne taille

Il est intéressant de comparer la répartition des vacances sur le temps. En 2015, les surfaces inoccupées étaient plus répandues dans les centres de taille moyenne et les communes d'agglomération suburbaines. Ce constat est toujours d'actualité (fig. 64), mais le tableau n'est plus aussi homogène. Les surfaces vacantes étaient ainsi un peu moins nombreuses dans ces zones en 2017, alors qu'elles avaient progressé dans les grands centres et bondi dans les petits centres. Avec moins de 2%, le taux d'inoccupation était le plus faible dans les communes hors agglomération, où le commerce de détail est aussi moins représenté. Si les taux de vacance se maintiennent sous le seuil de 3% dans les grands centres, ils avoisinent en revanche généralement les 5% dans les petits et moyens centres, et dans les communes d'agglomération. Comme analysé deux ans auparavant, aucun rapport ne peut être établi entre le risque d'inoccupation et la taille de la surface. Si l'on se réfère à la qualité de la localisation, même les sites de premier choix ne sont pas à l'abri. À Hambourg, les chiffres d'affaires n'ont p. ex. pas augmenté en centre-ville malgré une nette hausse de la fréquentation (tourisme). Et même la 5<sup>e</sup> Avenue à New York n'est pas épargnée puisque les taux de vacance y atteignent actuellement 15% selon CBRE.

**Fig. 63: Surfaces de vente vacantes**

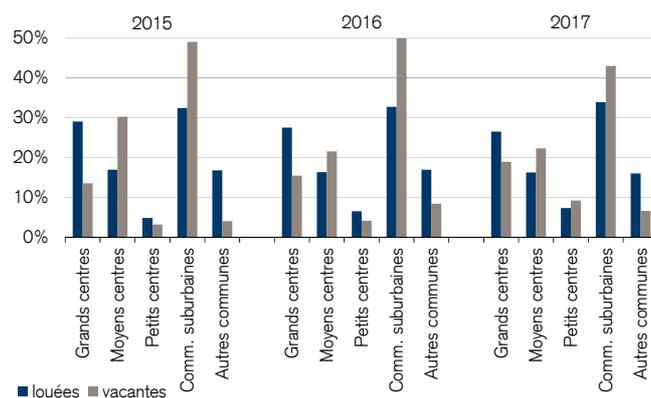
En m<sup>2</sup>, au 1<sup>er</sup> juin, recensement partiel sur env. 33% du marché des surfaces de vente



Source: divers offices de statistique, Credit Suisse

**Fig. 64: Structure des vacances par type de commune**

Répartition des surfaces vacantes/louées



Source: Real Estate Investment Data Association, Credit Suisse

### Difficultés sur le front des surfaces de rez-de-chaussée

Les surfaces de vente implantées dans des bâtiments à usage mixte font face à un défi de taille. La figure 65 révèle que les taux de vacance, et donc les pertes de revenus locatifs, affectant les magasins en rez-de-chaussée de tels immeubles sont nettement plus importants que pour les surfaces de vente en général. Avant l'actuelle restructuration, une violente mutation structurelle liée à l'explosion du nombre de centres commerciaux était déjà en marche, qui touchait surtout les détaillants spécialisés non franchisés, lesquels occupaient fréquemment des surfaces au rez-de-chaussée de bâtiments à usage mixte. Bien souvent, ces surfaces sont implantées sur des

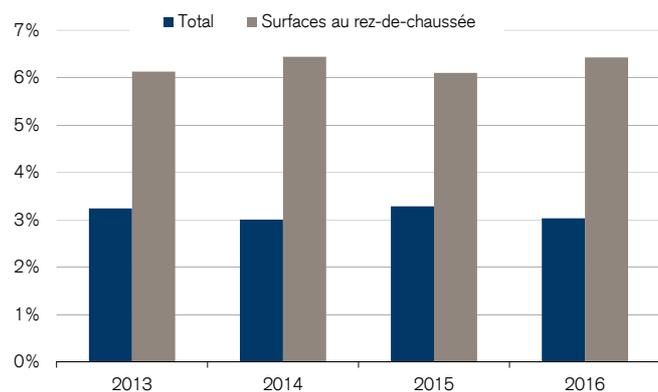
sites de qualité moindre, où les possibilités de synergies font en outre défaut. Les écarts devraient se creuser à l'avenir et s'accompagner de défis encore plus grands. Les surfaces en rez-de-chaussée constituent en effet des interfaces fragiles entre l'espace urbain privé et public. Leur exploitation dynamique valorise l'espace urbain et contribue à améliorer les interrelations au sein de la population. Au vu du recul de la demande, l'objectif premier doit ici être de rassembler les forces restantes et de cibler les utilisations publiques sur les localisations les mieux adaptées à cet effet.

### Quelles utilisations sont envisageables en cas de changement de locataire?

À l'aide d'une analyse empirique des localisations en rez-de-chaussée, nous avons examiné les possibilités actuelles d'utilisation des surfaces de vente auparavant proposées sur les portails de location. La [figure 66](#) montre qu'une surface libérée est réoccupée par un détaillant dans à peine 20% des cas. Ce sont principalement des services (coiffeur, cosmétique, etc.) ainsi que des prestations liées à la santé qui prennent ici le relai (26%), suivis d'établissements de restauration (10%). Les possibilités d'affectation sont très vastes, car si les huit utilisations les plus fréquentes totalisent 66%, les huit suivantes ne représentent que 16%. Citons également les nouveaux locataires issus des domaines de l'architecture, de l'informatique, du commerce de gros et d'activités libérales, qui utilisent ces surfaces comme bureaux. Les fournisseurs de surfaces rencontrent donc aussi des demandeurs d'autres branches et/ou projetant d'autres usages, dont la disposition à payer devrait toutefois être nettement inférieure à celle des anciens locataires du commerce de détail. Le pouvoir de négociation des bailleurs se trouve en outre affaibli par l'intense concurrence d'autres fournisseurs de surfaces. Et cette situation ne devrait guère évoluer au vu de la mutation structurelle actuellement à l'œuvre.

**Fig. 65: Surfaces vacantes au rez-de-chaussée de bâtiments à usage mixte**

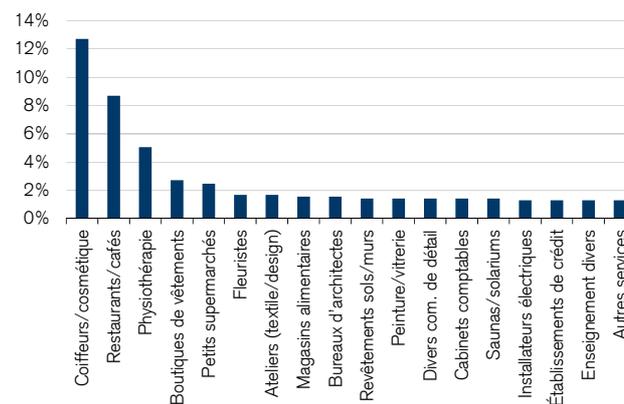
Pertes de revenus locatifs de surfaces de vente en général et en rez-de-chaussée



Source: Real Estate Investment Data Association, Credit Suisse

**Fig. 66: Nouveaux locataires de surfaces au rez-de-chaussée**

Répartition des nouveaux locataires en %



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse

# Perspectives 2018 pour les surfaces de vente

## ➔ Chiffres d'affaires du commerce de détail

Nominaux en %



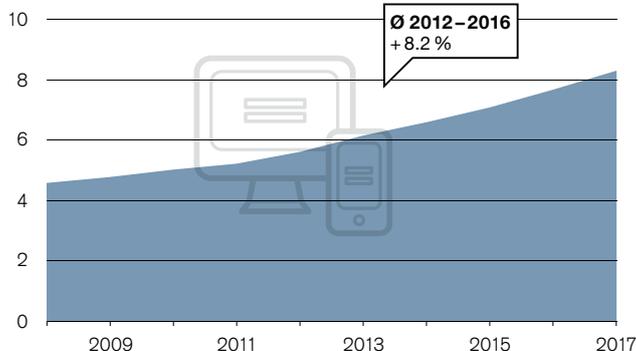
### Meilleur sentiment dans le commerce de détail:

- Amélioration du climat de consommation
- La dépréciation du franc atténué la pression sur les prix et l'intensité du tourisme d'achat
- Mais: forte concurrence étrangère en ligne, moins de soutien de la météo

2018: faible croissance des chiffres d'affaires

## ↗ Commerce en ligne

Chiffres d'affaires en mrd. CHF

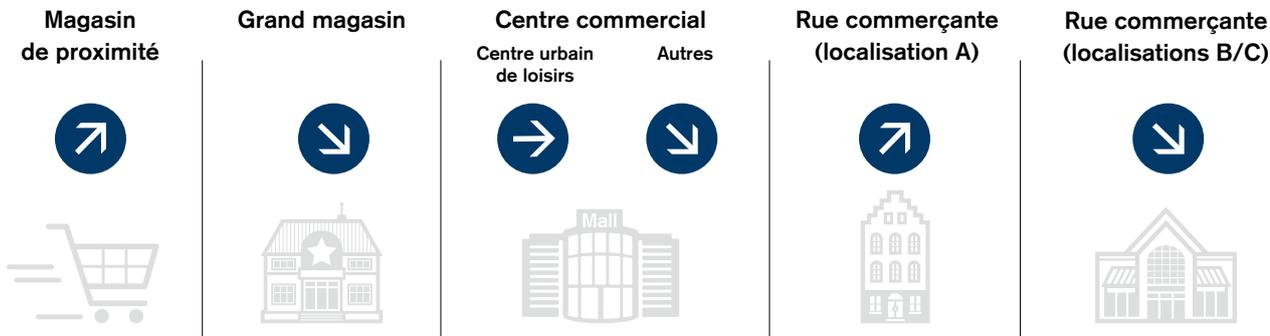


### Déplacement du commerce stationnaire vers l'e-commerce:

- Part croissante de «digital natives» dans la population
- Meilleure logistique, le confort de l'e-commerce s'impose
- Augmentation de la concurrence étrangère en ligne

2017/2018: le commerce en ligne continue de gagner des parts de marché

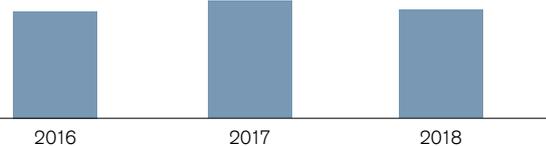
## Test de résistance numérique des modes d'achat



## ➔ Offre de surfaces

En m<sup>2</sup>

217 000    239 000    220 000



### Offre de surfaces élevée en raison de la mutation structurelle:

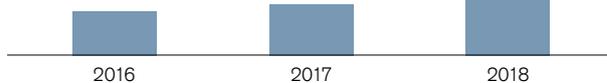
- Les détaillants réduisent leurs réseaux de succursales
- Permis de construire 25% sous la moyenne historique
- Mais: expansion marquée des surfaces de vente au rez-de-chaussée de nouveaux immeubles locatifs

2018: l'offre de surfaces se maintient à un niveau élevé

## ↗ Surfaces vacantes

En m<sup>2</sup>

90 000    104 000



2018: 5<sup>e</sup> hausse consécutive attendue

### La faible demande affecte les activités de location:

- Commercialisation difficile de nouvelles surfaces
- La location de locaux libérés est compliquée
- Délai nettement accru jusqu'à la relocation
- Grands centres moins affectés, mais pas à l'abri

2018: les surfaces vacantes continuent d'augmenter, les loyers poursuivent leur baisse

## Complément: économie comportementale

# Quand la psychologie joue des tours aux investisseurs

**L'économie comportementale s'intéresse aux attitudes irrationnelles observées dans la vie économique**

Les modèles et théories économiques traditionnels reposent généralement sur l'hypothèse d'un comportement humain rationnel, qui vise à maximiser l'utilité («homo oeconomicus»). En réalité, l'approche de nos congénères en matière de prises de décisions révèle de nombreuses divergences, parfois systématiques, de ce modèle rationnel. C'est ici qu'intervient l'économie comportementale. Composante des sciences économiques, cette discipline s'attache, en se fondant surtout sur les connaissances issues de la psychologie, à expliquer les comportements irrationnels des acteurs du marché et ainsi à améliorer les modèles économiques existants et à mieux appréhender les inefficacités du marché. En raison de leur manque de transparence et de leur inertie, les marchés immobiliers sont considérés comme particulièrement inefficaces, d'où la possibilité de transposer différentes théories de l'économie comportementale à leurs acteurs.

**Nos décisions sont influencées par des distorsions cognitives systématiques**

Développée en 1979 par Daniel Kahneman et Amos Tversky, la théorie des perspectives<sup>9</sup> est l'un des axiomes fondateurs de l'économie comportementale. Elle décrit la prise de décision économique sous l'influence de l'incertitude et établit que de nombreux comportements sont incompatibles avec la théorie classique de l'utilité espérée. Selon elle, les perspectives de pertes et de gains jouent un plus grand rôle dans le processus décisionnel que le résultat moyen attendu, qui d'un point de vue rationnel devrait pourtant être déterminant. En 2002, Daniel Kahneman a reçu le Prix Nobel pour ses travaux dans le domaine de l'économie comportementale.

**La pondération des pertes est supérieure à celles des gains**

L'aversion à la perte est l'une des composantes clés de la théorie des perspectives. Celle-ci établit que le désagrément d'une perte est plus prononcé pour un individu que le plaisir ressenti en cas de gain équivalent. La fonction d'utilité de la théorie des perspectives, qui attribue une utilité à chaque événement (comme la vente d'un bien immobilier), suit donc une courbe très particulière (fig. 67), qui se révèle plus raide en cas de pertes qu'en cas de gains. Plus concrètement, cela signifie que la perte de 20 CHF est p. ex. perçue de manière plus intense que le gain de la même somme. La courbe se distingue en outre par sa convexité s'agissant des pertes et par un tracé concave en cas de gains, ce qui indique une propension au risque en cas de pertes attendues et une aversion au risque si les gains semblent certains. En se fondant sur des loteries et des expériences, il a été démontré que les individus ont tendance à préférer une perte incertaine à une perte certaine, même lorsque la perte potentielle est supérieure à celle de l'événement intervenant à coup sûr. Cela se traduit en moyenne par des pertes plus importantes et entre donc en contradiction avec le comportement habituellement considéré comme rationnel visant à maximiser les gains. La courbe de la fonction d'utilité présentée dans la figure 67 l'illustre d'ailleurs, puisque l'accroissement du désagrément en cas de perte s'atténue progressivement du fait de la convexité.

**Les gains sont réalisés trop tôt, les pertes trop tard**

L'impact de l'économie comportementale peut également être observé auprès des acteurs du marché immobilier, à l'instar de l'effet de disposition révélé par Hersh Shefrin et Meir Statman et qui se fonde sur l'aversion à la perte.<sup>10</sup> Cet effet décrit la propension des investisseurs à vendre trop rapidement les titres dont le cours a progressé et à conserver trop longtemps ceux qui se sont repliés, ce qui les empêche de saisir bon nombre d'opportunités de gains (comportement d'aversion au risque) et d'éviter certaines pertes (recherche de risque). Appliqué au marché immobilier, l'effet de disposition explique pourquoi les gestionnaires de Real Estate Investment Trusts (REIT) ont tendance à vendre les biens-fonds dont la valeur a augmenté plutôt que ceux qui en ont perdu.<sup>11</sup>

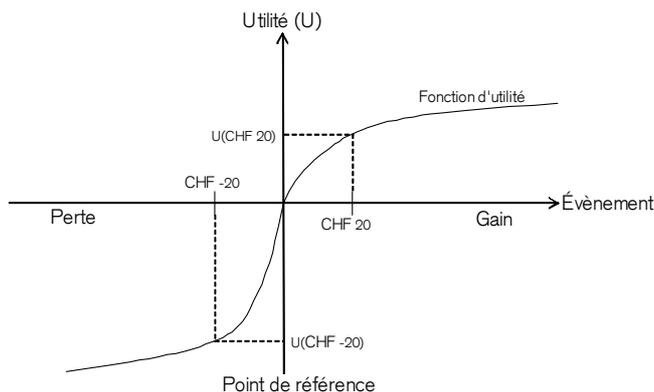
<sup>9</sup> Cf. Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», *Econometrica*, 47(2), pp. 263–291

<sup>10</sup> Cf. Shefrin, H. & Statman, M. (1985). «The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence», *Journal of Finance*, 40(3), pp. 777–790

<sup>11</sup> Cf. Crane, A. & Hartzell, J. (2010). «Is There a Disposition Effect in Corporate Investment Decisions? Evidence from Real Estate Investment Trusts»

**Fig. 67: Aversion à la perte**

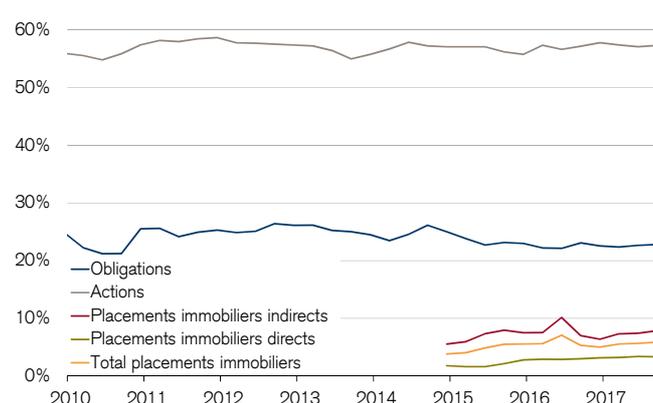
Fonction d'utilité hypothétique selon la théorie des perspectives



Source: Credit Suisse, Kahneman et Tversky (1979)

**Fig. 68: Biais national chez les caisses de pension suisses**

Part de titres étrangers dans le bilan des caisses de pension, par catégorie d'actifs



Source: Credit Suisse

### En phase baissière, les prix de transaction (et les loyers) ne corrigent qu'avec une certaine inertie

L'aversion à la perte des investisseurs immobiliers a été confirmée non seulement par des expériences scientifiques, mais aussi par des analyses de données exhaustives.<sup>12</sup> Ces démarches ont en outre validé le tracé de la fonction d'utilité tel que postulé par la théorie des perspectives, et expliquent aussi pourquoi les prix de transaction réels sur le marché immobilier ne se rapprochent qu'avec une certaine inertie des prix d'équilibre pendant les phases de correction. Le volume nettement moins élevé de transactions effectuées pendant de telles phases peut en outre s'expliquer par l'aversion à la perte. Si ce comportement se révèle plus marqué chez les propriétaires immobiliers privés, il existe également chez les investisseurs professionnels. La tendance fréquemment observée dans le logement locatif à préférer des phases prolongées de vacance à une baisse des loyers repose également en partie sur un comportement d'aversion à la perte.

### Les informations d'ancrage influent trop sur la prise de décision

L'un des effets jouant un rôle relativement important dans les transactions immobilières est l'heuristique d'ancrage, également révélée – entre autres – par Amos Tversky et Daniel Kahneman. Cet effet décrit une distorsion cognitive, qui incite le décisionnaire à trop se laisser influencer par des informations certes disponibles, mais lacunaires. Les informations disponibles font ici office d'«ancrage». L'on observe par exemple que certains propriétaires immobiliers souhaitant vendre un objet se fondent sur le prix d'achat initial et sur les investissements visant à préserver la valeur du bien pour fixer le prix de vente («informations d'ancrage»). Concernant l'évaluation de la valeur de leur bien, l'on constate en outre que les propriétaires sont influencés par les informations des médias, qui concernent pourtant souvent des objets neufs. Une étude menée aux États-Unis dans le domaine des maisons individuelles a par ailleurs montré que des prix proposés trop élevés par rapport au marché entraînaient effectivement les prix de vente à la hausse.<sup>13</sup> L'heuristique d'ancrage joue un rôle très important dans l'immobilier, car la détermination de la valeur d'un bien se révèle difficile et se base, en particulier, sur des valeurs de comparaison. Les estimations immobilières jouent donc le rôle d'informations d'ancrage et il existe des observations laissant supposer qu'elles influencent directement les prix de vente.

### Préférence pour les biens situés dans le pays d'origine

Un autre effet régulièrement évoqué dans le cadre des placements immobiliers est le biais national. Il décrit la tendance des investisseurs à privilégier de manière disproportionnée les titres provenant du pays d'origine. Or, selon la théorie du portefeuille, le renoncement à la diversification internationale accroît les risques, mais pas le rendement. La surpondération du marché national peut en partie s'expliquer par les coûts de transaction et d'information, ainsi que par les risques de change. Cela dit, le biais national semble particulièrement répandu sur le marché immobilier. Certains gestionnaires de REIT privilégient ainsi systématiquement les investisse-

<sup>12</sup> Cf. Genesove, D. & Mayer, Ch. (2001). «Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from the Housing Market», *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), pp. 1233–1260

<sup>13</sup> Cf. Bucchianeri, G. W. & Minson, J. A. (2013). «A Homeowner's Dilemma: Anchoring in Residential Real Estate Transactions», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 89(6), pp. 76–92

ments à l'intérieur du pays.<sup>14</sup> Il en va de même pour les portefeuilles immobiliers des caisses de pension suisses, constitués à 96,7% de biens-fonds helvétiques (placements directs), alors que la part de titres étrangers se révèle bien plus importante dans les autres catégories d'actifs (57,3% pour les actions, à titre d'exemple (fig. 68)). Les coûts de transaction et d'information élevés incitent surtout les petits investisseurs institutionnels à ne pas opter pour des immeubles de rapport situés à l'étranger. Les caisses de pension quant à elles ne détiennent que peu de placements indirects à l'étranger (7,9% des placements immobiliers indirects), alors que la gamme des produits proposés est large et comporte aussi des instruments passifs (fonds cotés en bourse, ETF), des fonds multi-gestionnaires ou encore des véhicules couverts contre les risques de change. Cela dit, la part des placements immobiliers étrangers a néanmoins un peu augmenté depuis 2015. Les prix élevés sur fond de hausse des risques de commercialisation sur le marché suisse et la tendance à la dépréciation du franc ont sans doute incité bon nombre de gestionnaires de portefeuille à se tourner enfin vers l'étranger – également dans un souci de diversification.

### Le filtre dans notre tête

Le biais de confirmation est généralement considéré comme source de toutes les erreurs de raisonnement. Il s'agit de la tendance à privilégier et à interpréter les informations de façon à ce qu'elles concordent avec ses propres idées préconçues, voire qu'elles les confirment. Les hypothèses et arguments en défaveur de ces conceptions ne sont alors pas examinés ou ignorés. Pour les investisseurs et développeurs immobiliers, également soumis à ce filtre cognitif, cela implique qu'ils devraient rechercher activement les éléments pouvant mener à la mauvaise performance d'un investissement. Ou comme l'a exprimé l'écrivain britannique Arthur Quiller-Couch, non sans une pointe d'acidité: «Murder your darlings».

### Posséder un bien incite à lui attribuer une valeur supérieure

Un autre biais comportemental affectant les propriétaires de biens immobiliers est l'effet de propriété, formulé par l'économiste comportemental Richard Thaler, lauréat du prix Nobel en 2017.<sup>15</sup> Cet effet décrit la tendance d'un individu à attribuer une valeur supérieure aux biens qui lui appartiennent. Pour le marché immobilier, ce biais implique que les propriétaires attribuent une valeur supérieure au prix du marché à leurs biens-fonds.

### L'économie comportementale joue aussi un rôle important pour le marché immobilier

De ce qui précède, l'on constate que de nombreux effets découlant de l'économie comportementale sont à l'œuvre dans le secteur de l'immobilier. Différentes études indiquent que ces effets sont en partie responsables des écarts parfois considérables mesurés entre les cours boursiers et les valeurs nettes d'inventaire des placements immobiliers cotés. Pour les acteurs du marché immobilier et les investisseurs dans ce domaine, il est donc fortement recommandé d'être conscient des risques qui en découlent. Seul ce discernement permet en effet d'optimiser tant sa stratégie de placement que les décisions d'investissement, et ainsi de dégager une meilleure performance sur le long terme. Il est alors en outre possible de développer des stratégies visant à profiter des effets de l'économie comportementale (p. ex. sous la forme de fonds basés sur la finance comportementale).

<sup>14</sup> Cf. Gibilaro, L. & Mattarocci, G. (2016). «Are Home-Biased REITs Worthwhile?», *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 22(1), pp. 19–30

<sup>15</sup> Cf. Thaler, R. (1980). «Toward a Positive Theory of Consumer Choice», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1(1), pp. 39–60

## Placements immobiliers

# Les taux négatifs surpassent le cycle

Malgré des rendements en demi-teinte sur fond de demande trop faible sur les marchés physiques, les placements immobiliers directs et indirects demeurent une classe d'actifs intéressante. Les taux négatifs supplantent en quelque sorte le cycle immobilier classique et empêchent la correction des prix des immeubles de rendement et des produits d'investissement en dépit d'un potentiel de revenus locatifs en berne. Il en découle un tassement continu des rendements des placements directs et des agios et primes durablement élevés sur les placements indirects.

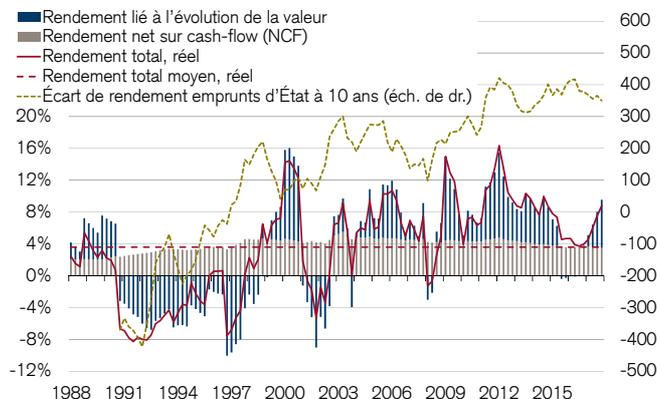
## Placements directs: le sommet du niveau des prix?

### De nouvelles augmentations de valeur substantielles en 2017

En dépit de revenus locatifs parfois en repli, de nombreux investisseurs misant sur les placements immobiliers directs ont réalisé des gains conséquents en 2017. Grâce à la hausse des prix de transaction, l'indice SWX IAZI Investment Real Estate fait état d'un rendement total réel de 8,8% – le plus haut niveau depuis 2013 (fig. 69). Sur les 30 dernières années, le rendement total moyen s'est établi à 3,6%. La progression des rendements liés à l'évolution de la valeur reflète la forte demande d'immeubles de rendement qui – contrairement aux phases de croissance précédentes – n'est pas alimentée par le potentiel haussier des loyers, mais uniquement par la pénurie de placements liée aux taux négatifs. L'écart de rendement entre les placements immobiliers directs (rendements nets du cash-flow) et les emprunts de la Confédération à 10 ans atteignait un niveau considérable de 350 points de base à la fin 2017. À l'inverse de la longue phase de correction des années 1990, durant laquelle les rendements nets du cash-flow ont même été temporairement négatifs, les risques sont actuellement rétribués par une prime. Tant que celle-ci ne diminue pas substantiellement sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt ou de l'érosion des revenus locatifs, toute correction marquée et durable des placements immobiliers directs semble exclue. Dans le même temps, nous tablons cependant sur une timide augmentation des taux longs et un léger repli des revenus locatifs, raison pour laquelle le potentiel haussier devrait rester très limité.

**Fig. 69: Rendement total des placements immobiliers directs**

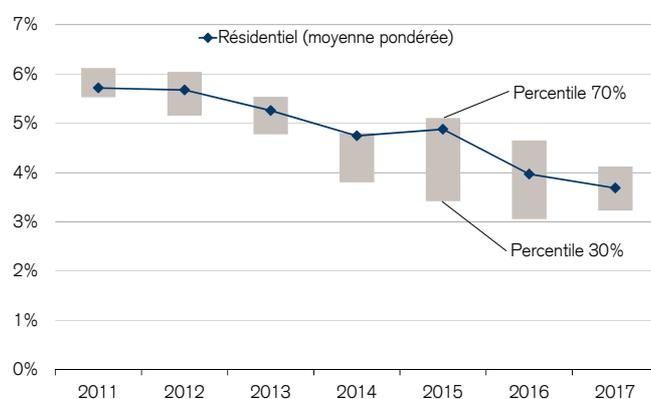
Rendements annualisés sur la base des transactions, immeubles résidentiels et à usage mixte; écart entre rendements du CF et emprunts d'État CH à 10 ans



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

**Fig. 70: Rendement initial brut résidentiel**

Rendements initiaux sur la base des transactions des investisseurs institutionnels, moyenne pondérée et répartition



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

## Pas encore d'inversion de tendance sur le front des rendements initiaux

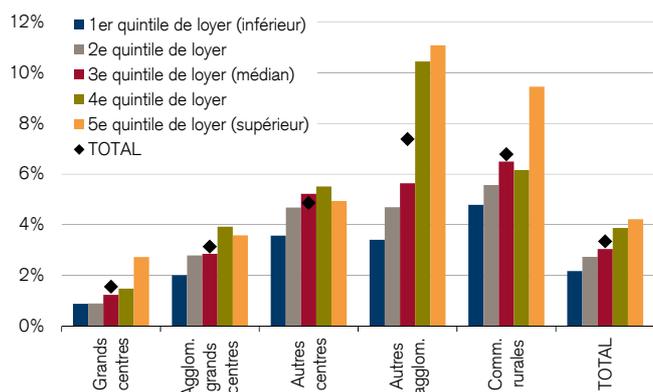
Ayant suivi l'évolution inverse de la valeur, les rendements initiaux des immeubles résidentiels se sont de nouveau inscrits en repli en 2017. La moyenne pondérée des rendements initiaux bruts a ainsi atteint un plancher de 3,7% (fig. 70). 30% des transactions ont même été effectuées avec des rendements maximums inférieurs à 3,2%. Cela dit, l'écart entre les niveaux de rendement s'est resserré, ce qui indique que les prix des objets résidentiels situés en dehors des localisations de premier plan ont également augmenté sous l'effet de la pénurie de biens-fonds «core» disponibles sur le marché. S'agissant de l'immobilier de bureaux, plus avancé dans le cycle, les rendements initiaux en dehors des sites de haut standing s'inscrivent en revanche en hausse progressive depuis 2016.

## Les logements locatifs bon marché restent demandés

Dans le contexte actuel, la connaissance du marché des investisseurs immobiliers et la diversification des portefeuilles regagnent en importance. Le risque de vacance dépend ainsi largement de la localisation du bien-fonds, mais aussi d'autres caractéristiques qui lui sont propres. À l'aide d'un échantillon de presque 100 000 logements locatifs issus des portefeuilles de divers investisseurs institutionnels, nous avons analysé les pertes de revenus locatifs pour cause d'inoccupation en fonction du type de commune et du segment de prix (fig. 71). Les résultats brossent une image claire: d'une part, les pertes de revenus locatifs augmentent avec la diminution du taux d'urbanisation de la localisation. Elles se révèlent donc les plus faibles dans les cinq grands centres (1,6%), tandis que le risque de vacance dans les communes d'agglomération des dits grands centres (3,1%) reste moins important que dans les centres de petite et moyenne taille (4,9%). Les pertes sont les plus élevées dans les immeubles résidentiels des communes d'agglomération de ces centres de taille modeste (7,4%), ainsi que dans les communes rurales et touristiques (6,8%). D'autre part, les segments de prix supérieurs (par rapport au niveau moyen des loyers par type de commune) sont davantage touchés par les vacances que les logements bon marché. Dans l'ensemble du portefeuille, les pertes de revenus locatifs pour les logements du quintile de loyer le plus bas s'élèvent à 2,2%, contre presque deux fois plus (4,2%) pour le quintile supérieur. La situation en matière de demande est particulièrement critique pour les logements du segment supérieur (à l'échelle régionale) situés dans les communes d'agglomération des centres de petite et moyenne taille, ainsi que dans les communes rurales, où les pertes de revenus locatifs atteignent 10%. Les demandeurs potentiels de ce type de biens optent sans doute très souvent pour un accès à la propriété dans ces régions.

**Fig. 71: Vacances par quintile de prix et par localisation**

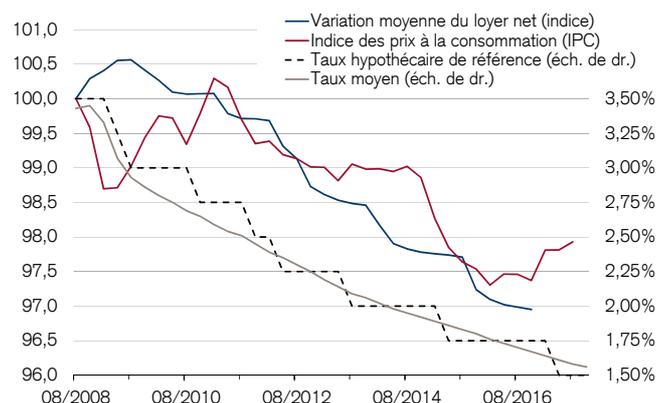
Perte de revenu locatif dans des immeubles de rapport, en % du revenu brut potentiel par quintile de loyer et type de commune, 3<sup>e</sup> trimestre 2017



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

**Fig. 72: Évolution des loyers pour les baux en cours**

Variation moyenne du loyer net pour les baux en cours (indice: août 2008 = 100, éch. de g.) et taux hypothécaire de référence



Source: Office fédéral de la statistique, Office fédéral du logement, Credit Suisse

## Taux de référence: pas de changement avant 2020

Alors que les revenus locatifs sont déjà mis à mal par les surfaces vacantes et la pression s'exerçant sur les loyers à la conclusion, les locataires soumis à des baux existants profitent de la baisse du taux hypothécaire de référence intervenue en juin 2017. Depuis son introduction il y a 10 ans, ce taux est passé de 3,5% à 1,5% en huit étapes, ce qui a entraîné un recul moyen des loyers des baux existants de 3% entre 2008 et 2016 (fig. 72). Cela correspond à une baisse annuelle moyenne de 0,4% sur une période au cours de laquelle les loyers à la conclusion de nouveaux baux ont augmenté de 1,2% par an selon les chiffres de Wüest Partner. Une

diminution supplémentaire nous semble peu probable, tout comme un éventuel relèvement du taux hypothécaire de référence avant 2020.

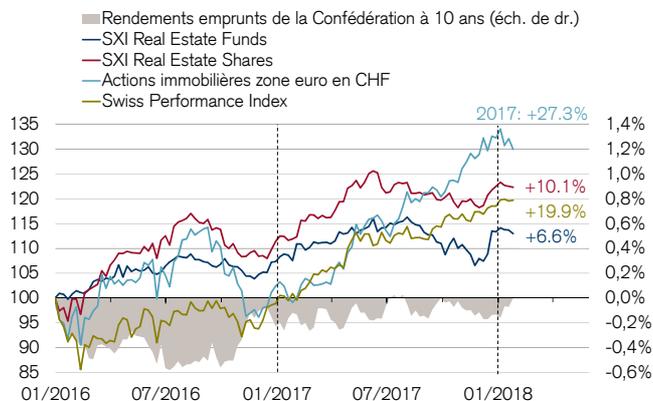
## Placements indirects: ralentissement de la dynamique

### 2017: encore une bonne année pour les investisseurs immobiliers

Grâce à la reprise de fin d'année, les investisseurs en placements immobiliers indirects suisses ont réalisé des gains conséquents en 2017. Avec une performance globale de 10,1% (actions immobilières cotées) et 6,6% (fonds immobiliers cotés), il s'en est fallu de peu pour que les excellents résultats de 2016 ne soient égalés (fig. 73), et ce en dépit de taux d'intérêt moins porteurs et d'un volume considérable d'augmentations de capital et de nouvelles cotations (env. 3 mrd CHF) au sein des fonds. Par rapport aux placements immobiliers étrangers et aux alternatives d'investissement suisses, la performance s'est en revanche révélée bien moins attractive que l'année dernière. Le Swiss Performance Index a ainsi dégagé un rendement total de 19,9%, les actions immobilières de la zone euro même de 27,3%. Les cours des actions suisses ont été dopés par la dépréciation du franc et le début d'une embellie conjoncturelle. En outre, le risque d'une remontée des taux – qui affecterait les placements immobiliers – s'accroît avec la reprise économique. Suite à l'amélioration du contexte conjoncturel et monétaire, la probabilité d'un premier relèvement des taux directeurs par la BNS dès cette année a augmenté. Toutefois, nous pensons que la BNS attendra que la Banque centrale européenne opère une première hausse, et n'interviendra donc pas avant 2019. Dès lors, les conditions-cadres macro-économiques et monétaires devraient soutenir les placements immobiliers cette année encore et empêcher l'effondrement de la performance en dépit d'une situation tendue sur les marchés physiques.

#### Fig. 73: Performance des placements immobiliers indirects

Performance totale; indice: 1<sup>er</sup> janvier 2016 = 100, rendement des emprunts de la Confédération à 10 ans

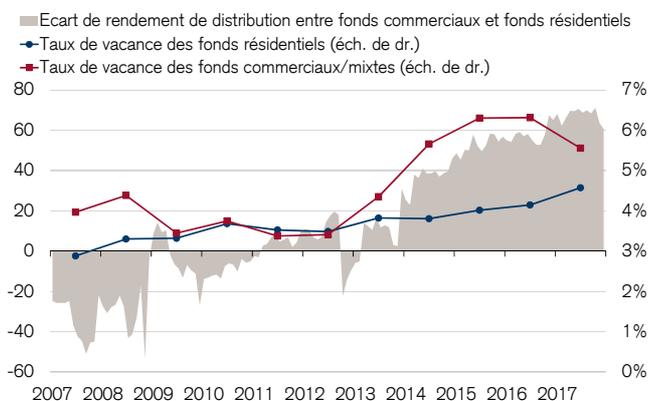


Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de résultats futurs. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Datastream, Credit Suisse

#### Fig. 74: Distributions et vacances par objectif de placement

Écart rendement direct en pb et taux de vacance (taux de perte sur loyer) des fonds immobiliers suisses cotés en bourse (2017: provisoire)



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

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

### Les fonds axés sur l'immobilier commercial gagnent en attractivité

Ces dernières années, les fonds ciblant le segment résidentiel étaient particulièrement demandés. À la fin 2017, leur agio atteignait en moyenne 33,6%, contre 19,7% pour les fonds axés sur l'immobilier commercial. Toutefois, les rendements directs de ces derniers ont connu une évolution nettement plus dynamique que les fonds résidentiels. En 2017, la prime de rendement des fonds commerciaux dépassait ici les 70 points de base. Simultanément, la hausse des vacances affecte même les fonds résidentiels, dont le taux de perte sur loyer a augmenté à 4,6% en 2017, alors que les fonds à orientation commerciale ont ici enregistré le premier repli depuis 2011 (fig. 74). Au vu de leurs primes de rendement élevées et de la convergence progressive des pertes liées aux objets inoccupés, les fonds immobiliers commerciaux ont regagné en attractivité. La reprise des cours de la fin d'année 2017 suggère que les investisseurs commencent à en être conscients, l'écart d'agios entre fonds immobiliers résidentiels et commerciaux ayant diminué de 20 points de pourcentage en août 2017 à 14 points en décembre de la même an-

née. En outre, le fait que le marché des surfaces commerciales soit plus avancé dans le cycle que celui du logement locatif s'inscrit sans doute aussi en soutien des actions immobilières, qui sont en moyenne moins exposées au résidentiel que les fonds immobiliers.

### Les taux longs, la croissance économique et les augmentations de capital influent sur les agios

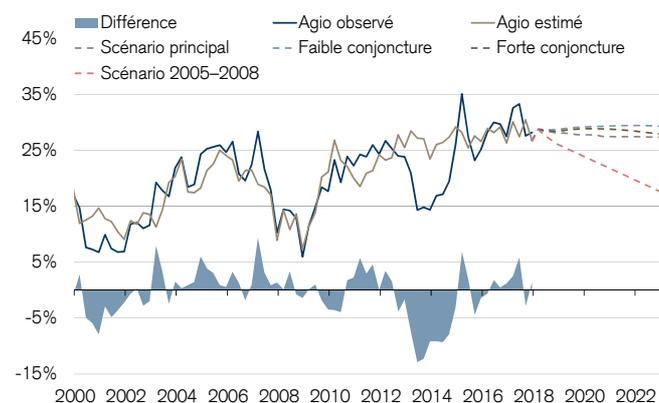
Le moteur principal des primes payées en bourse (agios) sur les valeurs nettes d'inventaire des fonds immobiliers est le taux d'intérêt à long terme, qui affiche une corrélation négative avec les agios. Les investisseurs considèrent en effet les placements immobiliers indirects comme des alternatives aux emprunts d'entreprises et d'État, et redistribuent leurs capitaux sur ces substituts en fonction du niveau des taux d'intérêt. La croissance économique exerce également une influence sur les agios. Cette fois, la corrélation est positive, puisque le redoux conjoncturel entraîne les perspectives de rendement de l'immobilier à la hausse. Augmentations de capital, nouvelles cotations et lancements jouent aussi un rôle essentiel, car ils se traduisent par des redistributions d'actifs, p. ex. en provenance de fonds indiciels (corrélation négative avec les agios).

### La persistance du bas niveau des taux longs parlent en faveur d'une évolution stable des agios à plus longue échéance

Sur la base des facteurs précités, nous avons développé un modèle de prévision concernant l'évolution des agios des fonds immobiliers (fig. 75). Pour établir une évaluation à plus long terme, nous utilisons nos «Capital Market Assumptions», qui selon nous fournissent les scénarios les plus probables s'agissant de la conjoncture et des marchés financiers sur les cinq prochaines années. Le niveau moyen des agios de 2017 (environ 30%) devrait à peu près se maintenir au cours des cinq prochaines années (27%–29%), même si de fortes variations à la hausse comme à la baisse semblent probables. Le principal déterminant pour l'évolution supposée est le taux d'intérêt à long terme, qui devrait stagner à un faible niveau sur les cinq prochaines années (rendement des emprunts d'État à 10 ans). Ce faible taux long est imputable au potentiel de croissance du produit intérieur brut suisse, qui s'inscrit en repli du fait du tassement de l'immigration et du vieillissement démographique.<sup>16</sup> Les scénarios haut et bas se révèlent très proches l'un de l'autre, ce qui s'explique en partie par les effets inverses des facteurs considérés. Selon notre modèle, les agios les plus élevés surviennent en cas de scénario de faible conjoncture, marqué par des taux longs à bas niveau et une modeste croissance économique. Dans un souci d'exhaustivité, nous avons élaboré un scénario dans lequel les taux longs suivent une évolution aussi dynamique que sur la période 2005–2008, au cours de laquelle ils avaient bondi de 1,9% à 3,3%. Dans ce scénario, auquel nous attribuons une très faible probabilité, les agios diminuent d'env. 10 points de pourcentage sur les cinq prochaines années. Les agios ne devraient donc s'inscrire en soutien dans aucun des scénarios considérés.

**Fig. 75: Agios des fonds immobiliers et prévisions**

Agios observés et estimés, en % de la valeur nette d'inventaire (fonds immobiliers cotés); pointillés: prévisions et scénarios

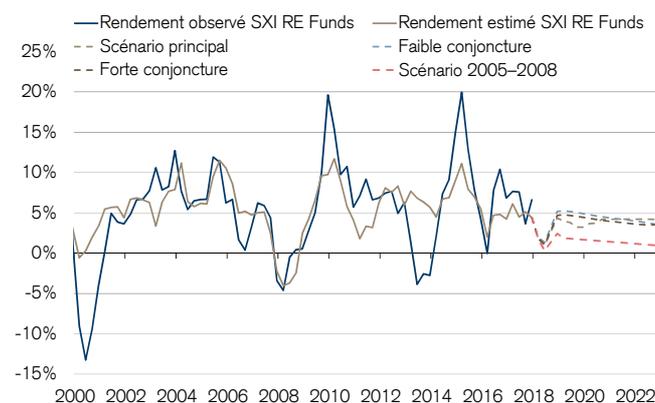


Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de résultats futurs. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

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

**Fig. 76: Rendement annuel des placements immobiliers indirects**

Rendement total annuel du SXI Real Estate Funds Index; pointillés: prévisions et scénarios



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

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

<sup>16</sup> Cf. Gehrig, L., «Langfristige Wachstums- und Zinsperspektiven für die Schweiz», Swiss Strategy and Relative Value du 20 décembre 2017, p. 6–8, Credit Suisse Investment Solutions & Products

## Perspectives pour les placements immobiliers

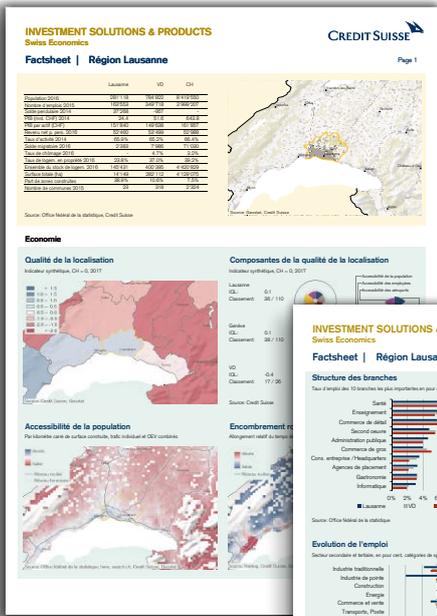
**Placements indirects:  
baisse attendue du rende-  
ment total en 2018, mais  
pas d'effondrement**

Pour évaluer le rendement total des placements immobiliers indirects, nous devons outre les agios également considérer les deux autres composants clés qui les caractérisent, à savoir le rendement de distribution et la variation de la valeur nette d'inventaire. Nous avons donc eu recours à un modèle légèrement modifié pour estimer le rendement total, qui tient non seulement compte des taux longs, mais aussi des taux courts. Le rendement total moyen attendu pour les cinq prochaines années sur la base de ce modèle atteint 3,5% à 4,0% (fig. 76), ce qui constituerait un net repli par rapport aux cinq dernières années (5,8%). Les agios ne jouent certes plus le rôle de moteur de la performance, mais ne la pénalisent pas non plus, puisque notre scénario principal ne table ici sur aucune variation majeure. En raison du mouvement latéral des taux longs et de la légère hausse des taux courts, les valeurs nettes d'inventaire devraient en revanche connaître une évolution moins dynamique qu'au cours de ces dernières années. Dans notre scénario alternatif, théâtre d'une forte progression des taux longs et d'un relèvement du taux directeur à peu près aussi rapide que sur la période 2004–2008, nous tablons sur un rendement total toujours positif, bien que nettement plus faible, de 1,3%. Dans l'ensemble, nous anticipons donc un léger recul de la performance des placements immobiliers indirects, mais pas d'effondrement du marché.

**Placements directs:  
pas d'inversion de tendance  
cette année**

S'agissant des placements immobiliers directs, nous pensons que les conditions-cadres macro-économiques et monétaires vont continuer de s'inscrire en soutien de cette classe d'actifs au cours de cette année. L'augmentation de la productivité, le commerce en ligne et les réserves latentes du marché du travail freinent pour l'heure encore l'inflation. Cela permet à la BNS d'attendre que la Banque centrale européenne commence à relever ses taux directeurs. La première légère réduction des bilans des banques centrales ne devrait pas intervenir avant le 3<sup>e</sup> trimestre 2018. La pénurie de placements et la quête intensive de rendement devraient donc rester d'actualité, et les moteurs de l'évolution actuelle devraient continuer de prédominer. La situation déjà tendue sur les marchés physiques devrait en revanche encore s'aggraver, étant donné le grand nombre de logements en cours d'achèvement, surtout sur le marché locatif. Mais ce seul facteur ne va que légèrement freiner le mouvement, sans pouvoir l'inverser. Après l'excellente performance des dernières années, les rendements de l'immobilier devraient donc s'inscrire, dans le pire des cas, dans une tendance «moyenne» en 2018.

# Factsheets: aperçu des marchés immobiliers régionaux

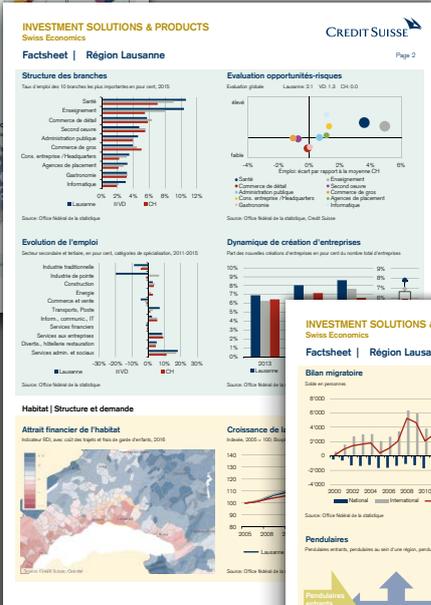


## Indicateurs des 110 régions économiques mis à jour régulièrement

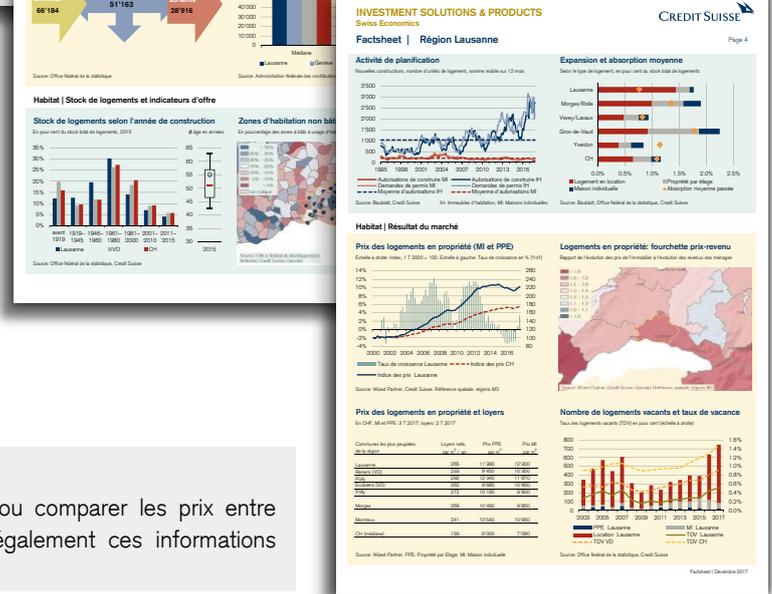
Quelle est la qualité de la localisation de la région économique de Lausanne? Quels secteurs sont particulièrement importants pour cette région? Quels sont les prix de l'immobilier dans les communes de cette région? Les factsheets du Credit Suisse répondent à ces questions et à de nombreuses autres sur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

## Economie régionale et démographie

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



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



**Prix de la PPE et loyers**  
Vous souhaitez avoir un aperçu des prix régionaux ou comparer les prix entre différentes communes et régions? Vous trouverez également ces informations dans les factsheets du Credit Suisse.

## Voici comment commander les factsheets du Credit Suisse:

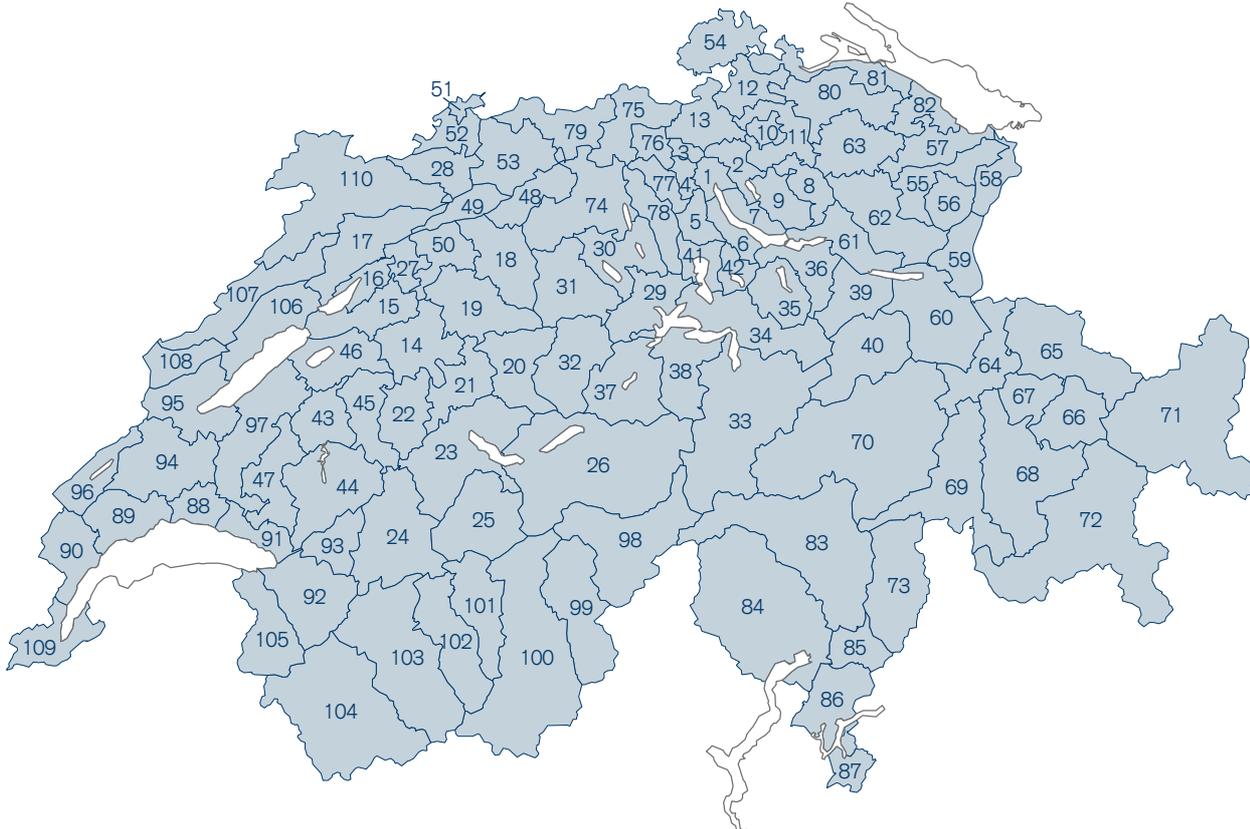
Veillez contacter votre conseillère/conseiller clientèle Credit Suisse pour commander les factsheets portant sur différentes régions économiques dans la langue souhaitée (français, allemand, italien ou anglais).

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

## Annexe: régions économiques de Suisse

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

### Régions économiques de la Suisse



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

Source: Credit Suisse

# Avertissement sur les risques

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

Pour une discussion sur les risques afférents aux placements dans les titres mentionnés dans ce rapport, veuillez consulter ce lien Internet: <https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

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

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

## Risques inhérents aux marchés financiers

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

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

## Marchés émergents

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

## Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de

hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

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

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

## Risques de taux d'intérêt de crédit

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

# Département Investment Strategy

Il incombe aux stratèges en investissement d'assurer une formation à la stratégie multi classes d'actifs et la mise en œuvre qui en résulte dans le cadre des affaires discrétionnaires et consultatives du CS. Les portefeuilles modèles ne sont fournis qu'à titre indicatif, le cas échéant. L'allocation de vos actifs, la pondération de votre portefeuille et ses performances paraissent très différentes selon les circonstances particulières dans lesquelles vous vous trouvez et votre tolérance aux risques. Les opinions et les points de vue des stratèges en investissement peuvent se démarquer de ceux des autres divisions du CS. Les points de vue des stratèges en investissement peuvent évoluer avec le temps sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention.

Les stratèges en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Les recommandations contenues dans le présent document sont des extraits des recommandations précédemment publiées par Credit Suisse Research et/ou des références à celles-ci. Pour les actions, il s'agit de la note relative à la société ou du résumé relatif à la société de l'émetteur. Les recommandations relatives aux obligations peuvent être consultées dans la publication Research Alert (bonds) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland respective. Ces documents sont disponibles sur demande ou sur <https://investment.credit-suisse.com>. Les notifications sont disponibles sur [www.credit-suisse.com/disclosure](http://www.credit-suisse.com/disclosure)

# Clause de non-responsabilité générale / Information importante

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

Les références au Credit Suisse effectuées dans ce rapport comprennent Credit Suisse AG, la banque suisse, ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant:

<http://www.credit-suisse.com>

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

Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention.

**PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS.

**CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en

relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommandons de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

## Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. succursale Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies des derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n°

d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Arabie saoudite:** Ce document ne peut pas être distribué dans le Royaume sauf aux personnes autorisées conformément aux réglementations relatives aux fonds de placement. Credit Suisse Saudi Arabia porte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document et confirme avoir fait toutes les vérifications raisonnablement nécessaires avec le plus grand soin et en toute bonne foi, et qu'il n'y a pas d'autres faits dont l'omission pourrait rendre toute déclaration contenue dans le présent document comme trompeuse. L'Autorité des marchés financiers n'assume aucune responsabilité quant au contenu de ce document, ne saurait être tenue responsable ni de l'exactitude ni de son exhaustivité et décline expressément toute responsabilité quant aux pertes qui pourraient résulter ou être induites par l'utilisation d'une partie quelconque de celui-ci. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10<sup>th</sup> Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **EAU:** Ce document et les informations qu'il contient ne constituent en aucune façon une offre publique de valeurs mobilières aux Émirats

Arabes Unis, et ils ne doivent par conséquent pas être interprétés comme tels. Les services ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs sophistiqués aux EAU qui (a) sont désireux et capables d'effectuer un examen indépendant des risques associés à l'investissement dans lesdits services et (b) y procèdent sur demande expresse de leur part. Les services n'ont pas été approuvés ou agréés par, ni enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, l'Autorité de supervision des marchés financiers ou toute autre autorité compétente ou agence gouvernementale des EAU. Ce document est réservé exclusivement à l'usage du destinataire nommé; il ne doit donc pas être remis ou montré à quiconque (à l'exception des employés, agents ou conseillers impliqués dans l'étude de l'investissement par le destinataire). Aucune transaction ne sera conclue aux EAU. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

**ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS (AU SENS DE LA REGULATION S DU US SECURITIES ACT DE 1933, DANS SA VERSION AMENDÉE).**

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

18C011A\_IS

## Autres publications du Credit Suisse



### Moniteur Suisse 1<sup>er</sup> trimestre 2018

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

20 mars 2018



### Prévoyance vieillesse individuelle: épargne dans le pilier 3a en Suisse

L'étude se penche sur le comportement en matière de prévoyance de la population suisse, l'accent étant placé sur la prévoyance individuelle (pilier 3a).

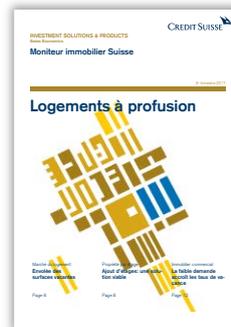
22 janvier 2018



### Indice de la construction 1<sup>er</sup> trimestre 2018

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

21 février 2018



### Moniteur immobilier 2<sup>e</sup> trimestre 2018

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

7 juin 2018



### Retail Outlook 2018

L'étude annuelle relative au commerce de détail suisse présente les perspectives conjoncturelles de la branche ainsi que les défis actuels auxquels elle doit faire face. Dans notre dossier spécial de cette année, nous examinons entre autres le comportement de mobilité en matière d'achats.

9 janvier 2018

**La prochaine étude annuelle sur le marché immobilier paraîtra en mars 2019.**

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

# Pour des placements immobiliers avec perspectives.



Depuis 1938, les petits investisseurs tout comme les investisseurs institutionnels font confiance à notre gamme de prestations largement diversifiée et à l'expertise approfondie de notre Global Real Estate. Vous aussi, faites confiance à notre longue expérience et investissez dans nos solides placements immobiliers offrant des chances de rendements durables.

[credit-suisse.com/ch/realestate](https://credit-suisse.com/ch/realestate)

Le présent document a été rédigé par Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés liées (ci-après «le CS») avec le plus grand soin. Il ne constitue pas un conseil en placement et ne repose d'aucune manière sur un examen de la situation personnelle du destinataire. Son contenu n'est pas contraignant juridiquement. Le CS décline toute responsabilité quant à l'utilisation de ces informations. Le présent document ne doit pas être diffusé aux États-Unis d'Amérique ni remis à une personne US. La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit préalable du CS est interdite. Les principaux risques associés aux placements immobiliers incluent la liquidité limitée du marché immobilier, l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, l'évaluation subjective des immeubles, les risques intrinsèques liés à la construction d'immeubles et les risques environnementaux (p. ex. terrains contaminés). Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés liées. Tous droits réservés. Immeuble représenté: Vulcano, Zurich Altstetten; illustration: © swissinteractive sur mandat de Steiner AG