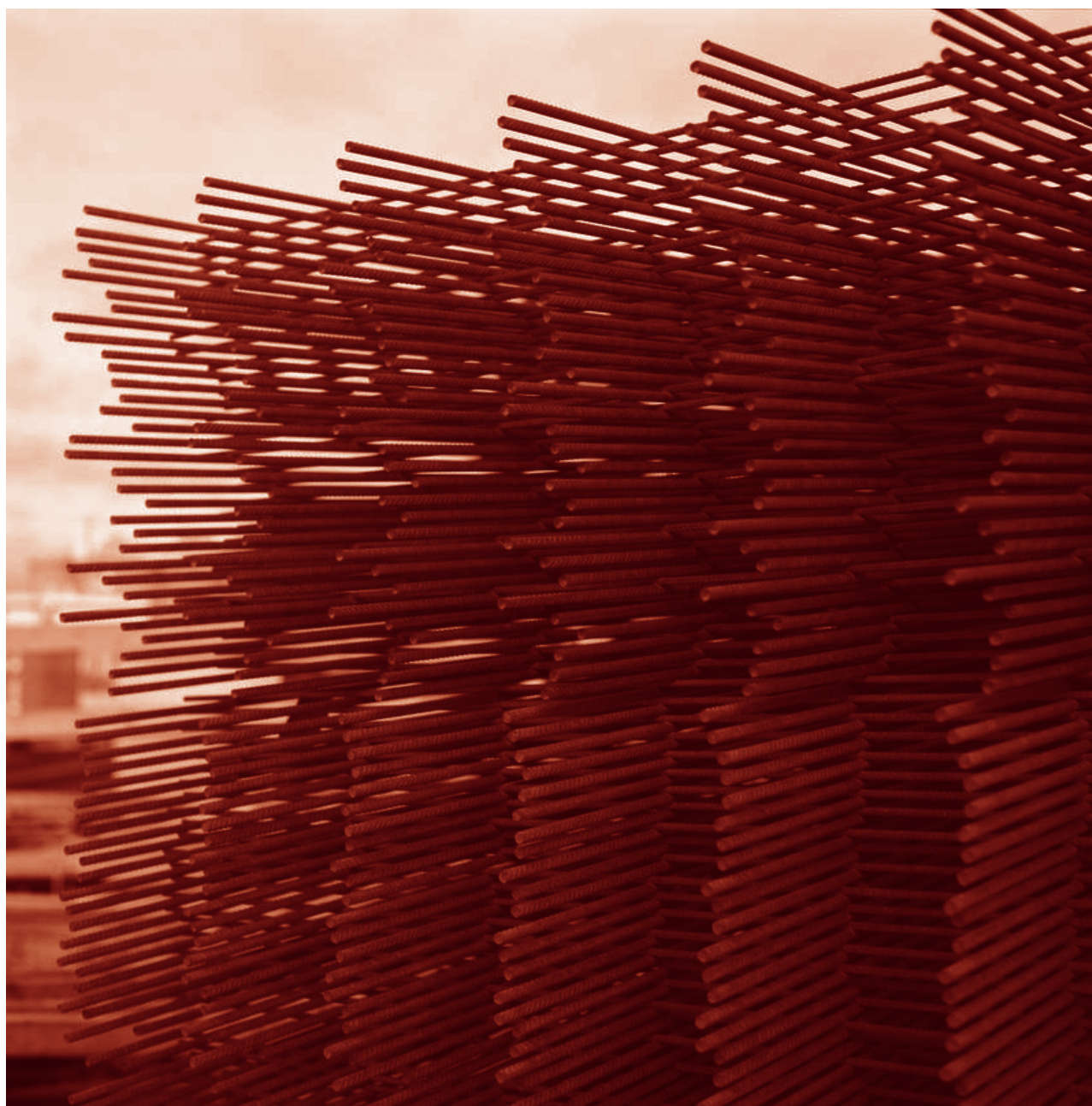


Swiss Issues Immobilier Monitor 3^e trimestre 2009

Septembre 2009



Impressum

Editeur

Credit Suisse Economic Research
Uetlibergstrasse 231, CH-8070 Zurich

Contact

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

Auteurs

Fredy Hasenmaile
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com
Philippe Kaufmann
philippe.kaufmann.2@credit-suisse.com

Clôture de rédaction

14 septembre 2009

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Disclaimer

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

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

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.
Copyright © 2009 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.

Sommaire

Synthèse **4**

1	Economie réelle et taux d'intérêt	8
1.1	Evolution de la conjoncture économique	8
1.2	Evolution des prix	9
1.3	Climat de consommation	10
1.4	Taux d'intérêt	11

2	Surfaces d'habitation	13
2.1	Demande	13
2.2	Offre	14
2.3	Résultat du marché	17

3	Surfaces de bureaux	21
3.1	Demande	21
3.2	Offre	22
3.3	Résultat du marché	23

4	Surfaces de vente	27
4.1	Demande	27
4.2	Offre	27
4.3	Résultat du marché	28

5	L'immobilier comme placement	30
----------	-------------------------------------	-----------

	Produits de consulting de Credit Suisse Real Estate Analysis	32
--	---	-----------

Synthèse

Les marchés helvétiques du logement affrontent la crise économique qui frappe progressivement la demande sur le marché immobilier en affichant un moral relativement bon. A certains endroits, la forte vague migratoire a généré un besoin accumulé en logements qui maintient cette demande à un niveau élevé en dépit du ralentissement de l'immigration. Globalement, l'offre et la demande évoluent en parallèle, comme l'indiquent les taux de vacances quasiment inchangés. La situation sur le marché des surfaces commerciales est moins stable. Les prévisions concernant l'emploi de bureau jusqu'à mi-2010 sont moroses; côté offre en revanche, les projets de construction entamés pendant la période de haute conjoncture arrivent sur le marché, ce qui laisse présager l'apparition d'une offre excédentaire. En ce qui concerne le marché des surfaces de vente, le tableau est semblable: bien que certains signes précurseurs fassent actuellement entrevoir la fin de l'expansion des surfaces, le chemin jusque là devrait être parsemé de plusieurs assainissements douloureux du marché.

Evolution pondérée du marché du logement suisse

Les taux d'intérêt favorables ainsi que l'immigration certes en perte de vitesse mais toujours substantielle continuent d'avoir des effets positifs sur la demande, malgré la morosité actuelle de la conjoncture, qui accentue la frilosité en matière d'acquisitions d'envergure en raison de la progression du chômage. Par conséquent, une demande toujours solide fait encore face à une offre qui ne souffre que d'un timide recul, de sorte que le marché du logement en Suisse continue de se caractériser par un réel équilibre. Le nombre de nouvelles unités d'habitation arrivant sur le marché au deuxième trimestre a chuté de près de 10% par rapport au même trimestre de l'année précédente, notamment en raison de la rigueur de l'hiver. Dans l'ensemble, il faut néanmoins s'attendre à un recul de la production de logements plus faible, comme en témoigne l'abondance record de projets en construction. Ce constat est confirmé par les chiffres des surfaces inoccupées publiés récemment, qui se maintenaient à 0,90% au 1^{er} juin 2009. Comparé à la valeur relevée en 2008 (0,97%), le taux de vacance a ainsi connu une légère régression en dépit de l'intensité de la construction.

Il faut s'attendre prochainement à d'autres signes d'essoufflement de la production de logements. Au deuxième trimestre 2009, les entrées de commandes chez les architectes ont chuté de 9,6% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Les demandes de permis de construire déposées pour des unités d'habitation affichent un recul équivalent (-8,3%). Même si cette réduction de la construction de logements est progressive, l'offre devrait dépasser de plus en plus nettement la demande qui s'effrite vers la fin d'année. Au regard de la nouvelle baisse des taux de vacance, cette évolution est toutefois la bienvenue.

S'agissant de l'évolution des prix de l'immobilier, elle se rapproche de son apogée. Pour la première fois depuis six ans, les prix des logements en propriété ont enregistré un léger recul trimestriel de -0,4%, mais affichent encore une hausse de 0,9% au premier semestre. On observe les premières baisses surtout dans les régions périphériques, plutôt en retard structurel, tandis que celles marquées par les plus fortes hausses ces dernières années continuent à présenter des augmentations de prix. Leur régression déjà d'actualité dans les communes rurales se reflète également dans les prix de transaction pour les maisons individuelles qui ont concédé au moins 2% jusqu'à aujourd'hui. Bien que la zone lémanique ait de nouveau fait parler d'elle avec un envol des prix au deuxième trimestre 2009, nous jugeons que les reculs substantiels de prix dans ces régions comme dans certaines destinations touristiques sont inévitables. Néanmoins, nous excluons pour la Suisse tout effondrement véritable, comme on le rencontre souvent à l'étranger.

Figure 1

Marché des surfaces d'habitation

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<i>Evolution démographique:</i> le solde de l'immigration s'élevait au premier trimestre 2009 à 37 300 personnes, ce qui équivaut à un recul de 26% par rapport à la même période en 2008. Le ralentissement de l'immigration perdurera dans le courant de l'année.	↗	↗
<i>Revenus:</i> la situation de plus en plus mauvaise sur le marché du travail fait pression sur la demande de surfaces d'habitation, malgré l'inflation faible et les bons accords salariaux.	↗	→
<i>Intérêts hypothécaires:</i> après les baisses des taux directeurs de la part de la BNS et la détente sur le marché interbancaire, les intérêts ont atteint un niveau très bas. La conjoncture indique que les intérêts à court terme resteront au moins encore un certain temps à ce niveau. Nous décelons un potentiel de reprise pour les intérêts à moyen et à long terme.	→	→
Offre		
<i>Constructions neuves et logements en chantier:</i> au deuxième trimestre 2009, le nombre de nouveaux logements construits a chuté de 9,7% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Etant donné que les entrées de commandes ont certes également régressé, mais pas dans la même mesure si l'on considère les chiffres absolus, le nombre de logements en chantier a une nouvelle fois augmenté de 6,5%.	↘	↘
<i>Permis de construire:</i> le total des demandes de permis de construire et des autorisations de construire est désormais en baisse également pour les unités d'habitation en immeubles locatifs. Les autorisations de construire des six derniers mois ont reculé de 10% par rapport au même trimestre de l'année précédente.	↘	↘
<i>Somme de construction dans le secteur de l'étude des projets:</i> pour une petite majorité d'architectes et d'ingénieurs civils, la somme de construction fixée dans les nouveaux contrats de construction de logements conclus a baissé au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent.	↘	↘
Résultat du marché		
<i>Surfaces vacantes:</i> en dépit de la forte production de logements, les taux de vacance ont de nouveau reculé au 1 ^{er} juin 2009. Les chiffres des surfaces inoccupées a chuté à 0,90% (année précédente: 0,97%).	↘	↗
<i>Prix:</i> alors que les prix proposés pour les appartements en propriété ont encore augmenté au deuxième trimestre 2009 (+2,1%), ceux de transaction effectivement convenus ont déjà baissé de 0,4%. Au premier semestre, les appartements en propriété ont cependant enregistré une nouvelle hausse de prix tandis qu'on observait un recul des prix de transaction pour les maisons individuelles.	→	→

Légendes: Forte croissance: ↗, croissance modérée: ↘, statu quo: →, faible recul: ↘, fort recul: ↘

Source: Credit Suisse Economic Research

Marche à reculons inévitable du marché des surfaces de bureaux

La suppression d'emplois dans le secteur tertiaire réagit avec un certain retard à la récession de l'économie et à l'hémorragie dans l'industrie. Au deuxième trimestre, les postes administratifs ont réussi probablement pour la dernière fois à maintenir leur niveau. Néanmoins, nous jugeons inévitables des suppressions d'effectifs, en dépit des attentes étonnamment positives de la branche. Du côté de l'offre, la rapide dégradation des perspectives en matière d'investissements à l'automne dernier se traduit par l'effondrement actuel des demandes de permis de construire pour les surfaces de bureaux. En outre, l'arrêt de diverses demandes devient également évident, le nombre des autorisations n'ayant suivi qu'en partie leur hausse fulgurante. Cependant, l'expansion des surfaces administratives dépassera la demande dans les prochains trimestres en raison du temps de réaction plus long de l'offre. L'ampleur de l'excédent dépendra avant tout du nombre de projets autorisés effectivement mis en œuvre.

Les chiffres de l'offre témoignent déjà du fait que le marché n'arrive plus à absorber sans problème les nouvelles surfaces de bureaux. En moyenne nationale, ils ont augmenté à 2,86% au deuxième trimestre 2009, alors qu'ils s'élevaient encore à 2,39% il y a un an.

Figure 2

Marché des surfaces de bureaux

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<i>Emploi de bureau:</i> l'emploi de bureau recule avec un certain temps de retard. La croissance, à savoir 0,4% par rapport au même trimestre de l'année précédente, devrait être positive pour la dernière fois.	→	↓
Offre		
<i>Permis de construire:</i> le total des autorisations de construire pour les surfaces de bureaux a baissé au cours des derniers mois. Avec -31% comparé à 2008, les demandes pour ces surfaces se sont littéralement effondrées, ce qui a pour effet de combler l'écart entre ces dernières et les permis. De nombreux maîtres d'ouvrage ont visiblement retiré leurs demandes en raison des incertitudes.	↘	↘
Résultat du marché		
<i>Prix:</i> les prix proposés pour les surfaces de bureaux sont demeurés inchangés au deuxième trimestre 2009 par rapport à 2008. Les chiffres de l'offre ainsi que la durée de publication ont cependant légèrement augmenté au 2 ^e trimestre, ce qui témoigne du ralentissement de la demande.	→	↘

Légendes: Forte croissance: ↑, croissance modérée: ↗, statu quo: →, faible recul: ↘, fort recul: ↓

Source: Credit Suisse Economic Research

Même les surfaces de vente les plus chères doivent accuser des baisses de prix

Deux facteurs simultanés mettent le marché des surfaces de vente suisse sous pression. D'une part, l'envie de consommer de la population décline. Les chiffres d'affaires cumulés du commerce de détail n'ont plus progressé que de 0,5% au cours des six premiers mois comparé à la même période en 2008. La demande de surfaces de vente décroît en fonction. Les problèmes structurels spécifiques à leur marché, la Suisse en comptant par exemple le plus grand nombre par personne en Europe, et leur forte expansion leur portent, d'autre part, préjudice en exerçant une pression sur les prix et les rendements. Toutefois, les signes du changement de forme de cette expansion se multiplient du côté de l'offre. Le total des autorisations de construire pour les surfaces de vente a renoué pour la première fois avec le niveau mesuré en 2004.

Au premier semestre, les emplacements favorisés proposant les prix de surface les plus élevés ont souffert particulièrement des problèmes conjoncturels et de l'effondrement du commerce de luxe. Les prix de l'offre dans le segment supérieur (10% des objets les plus chers) ont chuté à 60 CHF par m² en l'espace de deux trimestres. Par le passé, les surfaces de premier ordre ont encore pu enregistrer de fortes hausses de prix, dues à la fuite devant la lutte d'éviction qui règne au niveau des emplacements favorisés. Globalement, les vainqueurs de l'évolution actuelle sont les emplacements situés le long des trajets pendulaires entre le domicile et le lieu de travail des consommateurs, car les magasins tendent à se rapprocher de plus en plus du consommateur.

Figure 3

Marché des surfaces de vente

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<i>Climat de consommation:</i> le moral des consommateurs, qui s'était déjà établi à une valeur plancher, a encore baissé, ressortant en juillet à -41 points (moyenne à long terme: -9 points)	↘	→
<i>Chômage:</i> le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières continue de grimper et a atteint pour la première fois le seuil des 4% en août.	↗	↗
<i>Chiffres d'affaires du commerce de détail:</i> les chiffres d'affaires du commerce de détail ont connu une hausse réelle de 0,5% au premier semestre 2009 comparé à la même période en 2008. En particulier les dépenses d'ameublement (-2,8%), de culture (-4,7%) et d'effets personnels, comme la bijouterie, (-4,2%) ont enregistré un recul supérieur à la moyenne.	→	→
Offre		
<i>Permis de construire:</i> en comparaison annuelle, le total des autorisations de construire pour les surfaces de vente a chuté de pas moins de 15% ces douze derniers mois. Les demandes de permis de construire, qui avaient enregistré des chiffres records en 2008, ont reculé de 26%.	↘	↘
Résultat du marché		
<i>Prix:</i> tandis que les prix moyens des surfaces de vente standards ont à nouveau connu une légère baisse au deuxième trimestre (-2,4% par rapport au précédent), la catégorie de prix supérieure a dû concéder un net recul (-7,8% en l'espace d'un trimestre).	↘(A) ↘(B)	→(A) ↓(B)

Légendes: Forte croissance: ↗, croissance modérée: ↗, statu quo: →, faible recul: ↘, fort recul: ↓

Source: Credit Suisse Economic Research

1 Economie réelle et taux d'intérêt

1.1 Evolution de la conjoncture économique

Principale unité de mesure de la valeur ajoutée créée dans un pays, la croissance du produit intérieur brut (PIB) fait l'objet d'estimations trimestrielles de la part du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO). De son côté, le Purchasing Managers' Index (PMI) de l'ASAA offre un instantané précis et direct de la marche des affaires dans le secteur industriel. Complément indispensable des autres indicateurs conjoncturels, il possède également certaines caractéristiques qui font de lui un indicateur avancé. Une valeur de l'indice au-dessus de 50 signifie une expansion du secteur industriel, une valeur en dessous de 50 une contraction.

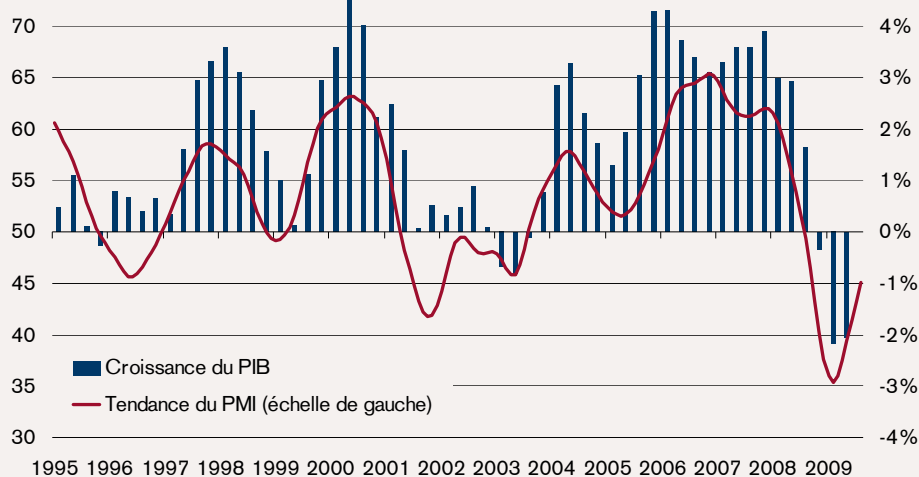
Une lueur au bout du tunnel

Le PIB va se contracter de 2% cette année, sa plus forte baisse depuis la crise pétrolière de 1975. Les exportations et les investissements d'équipement, en particulier, se réduisent nettement. Ces derniers affichent un repli plus marqué que lors des récessions précédentes, car le ralentissement a été si rapide que la plupart des entreprises sont maintenant confrontées à des surcapacités et que la crise actuelle se prolonge davantage que par le passé. Quant aux premières, leur compétitivité ne leur est d'aucun secours face à l'effondrement de la demande dans presque tous les pays de la planète. Si la récession s'est donc poursuivie au cours des deux premiers trimestres, on relève néanmoins les premiers signes d'une amélioration de la situation. Mais un tableau clair ne s'esquisse pas encore. S'agissant de l'économie réelle, la reprise devrait plutôt ressembler à une alternance chaotique de progrès et de revers.

Figure 4

PIB et PMI

PIB: variation en % par rapport au trimestre de l'année précédente; PMI: valeur mensuelle de l'indice (échelle de gauche)



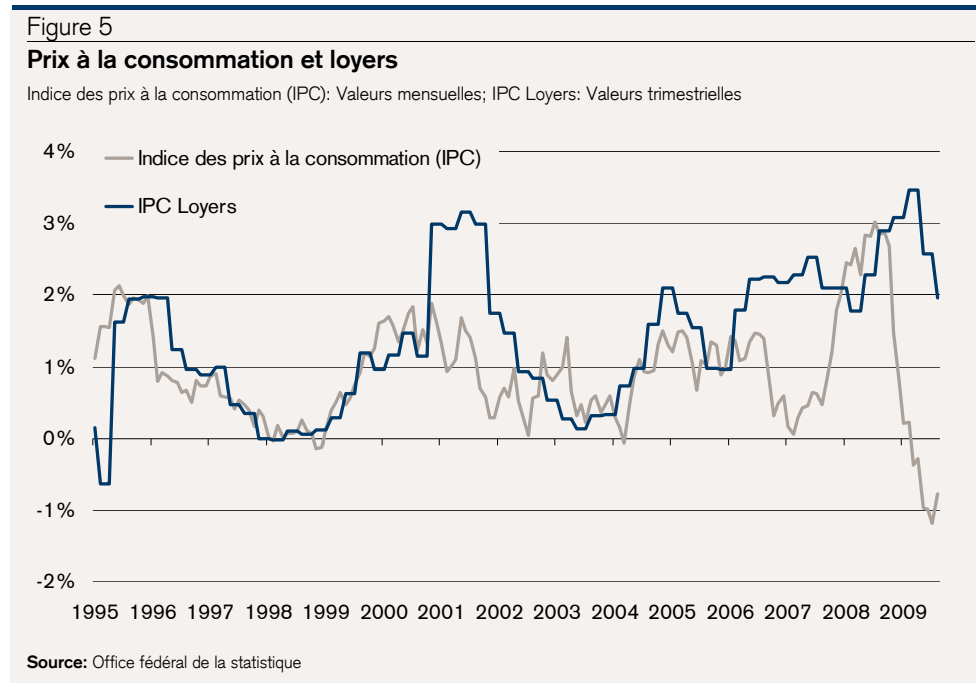
Source: Secrétariat d'Etat à l'économie, Credit Suisse Economic Research

Au deuxième trimestre 2009 également, le PIB réel s'est contracté pour la quatrième fois consécutive. Le recul corrigé des variations saisonnières s'élevait à 0,3% par rapport au trimestre précédent, voire à 2,0% comparé à la même période en 2008 (figure 4). Alors que la consommation privée continue de soutenir la conjoncture, la régression des exportations de services a été en particulier à l'origine d'impulsions de croissance négatives, contrebalancées par les effets positifs des investissements dans la construction et de la consommation publique. Globalement, le ralentissement se caractérise par une perte sensible de momentum. Nous tablons sur une baisse du PIB de 2% pour toute l'année 2009. Les prévisions du Credit Suisse pour 2010 seront publiées le 29 septembre.

A mesure que le ralentissement conjoncturel s'installe, les signes d'une possible reprise économique se multiplient, comme l'indique le Purchasing Managers' Index (PMI) de l'ASAA qui, selon l'évolution actuelle, a continué de progresser jusqu'à atteindre 45,1 points en août. Depuis mi-2008, l'indice PMI non lissé a même pu renouer pour la première fois avec la zone de croissance qui débute à 50 points. Les valeurs de l'ensemble des cinq sous-indices composant le PMI ont été supérieures à celles du mois précédent, si bien que le secteur industriel a bientôt atteint le plancher en la matière.

1.2 Evolution des prix

L'indice suisse des prix à la consommation (IPC) calculé par l'Office fédéral de la statistique (OFS) mesure l'évolution des prix d'un ensemble déterminé de biens et de services. L'indice des loyers mesure quant à lui l'évolution des loyers; sa pondération au sein de l'IPC est d'un cinquième.



Impact décisif des prix du pétrole sur la pression inflationniste

En août, l'indice suisse des prix à la consommation a progressé légèrement de 0,1% par rapport au mois précédent. L'augmentation résulte principalement de la hausse des prix des produits pétroliers (fioul domestique et essence). Le taux d'inflation a reculé de 0,8% en glissement annuel (figure 5). Le recul en rythme annuel s'explique par les cotations nettement plus fortes jusqu'à mi-2008 des prix du pétrole et par leur baisse intervenue dans l'intervalle. Selon nos prévisions, les prix à la consommation chuteront de près de 0,4% cette année.

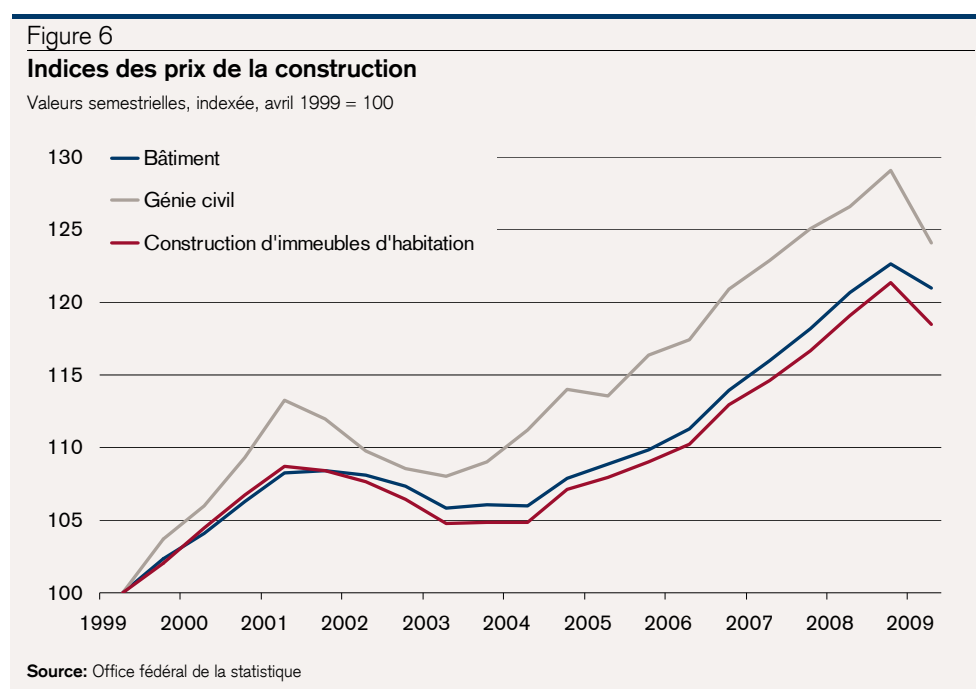
Prix à la location stables par rapport au trimestre précédent

La hausse des prix à la location continue de fléchir. L'indice des loyers au sein de l'IPC a stagné par rapport au trimestre précédent. Comparé à la même période en 2008, les augmentations de prix qui ont précédé ont encore induit un renchérissement de près de 2%. Cette évolution reflète la détente sur le marché du logement suisse, due notamment à l'affaiblissement de l'immigration et au nombre croissant de logements locatifs mis sur le marché.

Baisse des prix de la construction

L'indice suisse des prix de la construction mesure l'évolution des prix à la production des principaux types d'ouvrages dans le bâtiment et le génie civil (figure 6). En mesurant également les prix de vente obtenus sur le marché par les différents corps d'état de la construction, l'indice reflète, d'une part, l'évolution conjoncturelle de l'offre et de la demande et, d'autre part, les gains de productivité réalisés par le secteur de la construction.

Les prix de la construction ont dévissé entre octobre 2008 et avril 2009. Cependant, il ne faut pas surévaluer cette évolution, étant donné que le dynamisme de ces prix a été nettement plus fort au cours des semestres précédents que par exemple celui de l'indice des prix à la consommation. Dans l'ensemble, les prix de la construction dans le bâtiment ont chuté de 1,4% au semestre indiqué. Il faut considérer le léger recul comme un mouvement allant dans le sens du dynamisme à long terme et non comme le signe annonciateur d'un effondrement. D'un côté, la baisse des prix de la construction correspond à l'évolution sur les marchés des matières premières qui avaient amorcé une importante correction et, de l'autre, le pouvoir des entrepreneurs de bâtiment d'imposer leur prix est naturellement plus restreint lorsque la demande est plus faible. Nous tablons sur un recul de 0,7% des prix de la construction pour l'ensemble de l'année 2009.

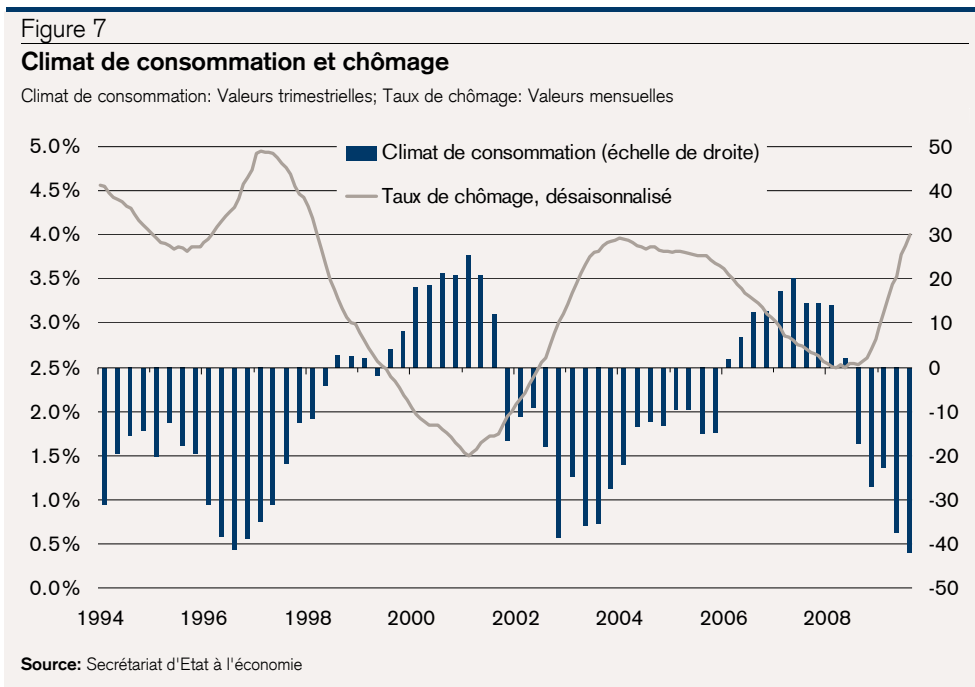


1.3 Climat de consommation

La figure 7 rend compte du climat de consommation tel qu'il est évalué dans le cadre d'une enquête conjoncturelle réalisée chaque trimestre par le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) auprès d'un panel représentatif de 1100 ménages.

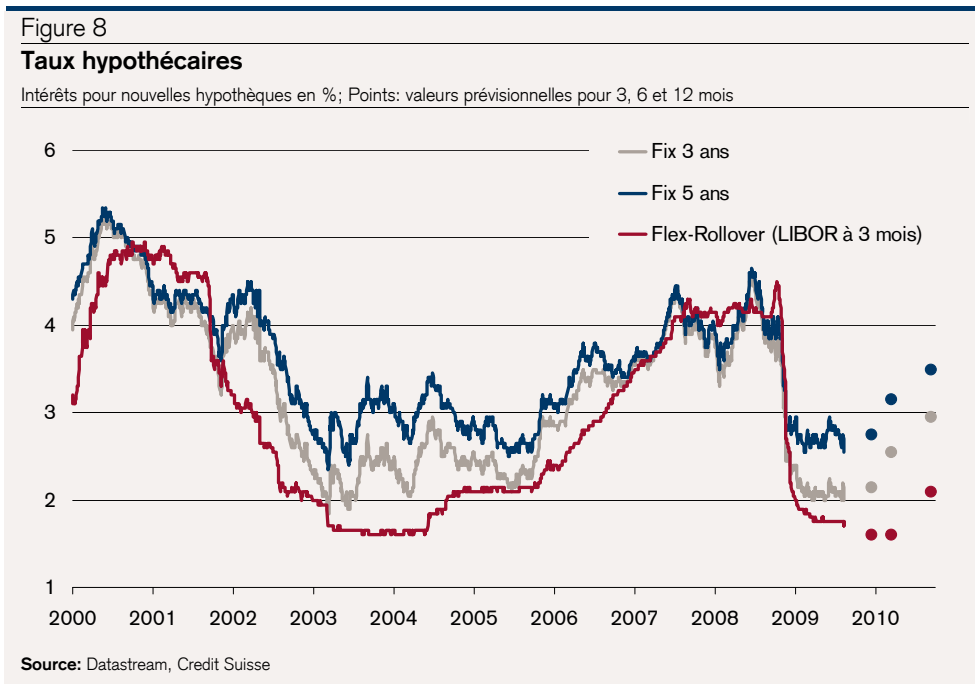
Pessimisme persistant des consommateurs

Le moral des consommateurs est toujours au plus bas. L'indice au 2^e trimestre 2009 était de 42 points, c'est-à-dire 33 points en dessous de la moyenne à long terme de -9 points. Alors que les bonnes nouvelles concernant la conjoncture l'emportent peu à peu, le taux de chômage grimpe encore, conformément aux prévisions. Corrigée des variations saisonnières, sa hausse équivalait à 4,0% en août, soit une augmentation de 1,4% par rapport à 2008. En moyenne annuelle, il devrait atteindre 3,8% en 2009 et continuer de progresser jusqu'à la fin de l'année.



1.4 Taux d'intérêt

La figure 8 ci-après rend compte des taux hypothécaires pratiqués par le passé ainsi que des prévisions établies en la matière par le Credit Suisse sur un horizon de 3, 6 et 12 mois. L'hypothèque Flex roll-over est une hypothèque du marché monétaire dont le taux d'intérêt est arrimé au Libor à 3 mois. Elle diffère de l'hypothèque Fix, dont le taux d'intérêt est fixé au début du contrat et demeure inchangé pendant toute la durée de l'emprunt. A noter que les hypothèques Fix peuvent être assorties d'une échéance de 3 ou 5 ans.



Les intérêts hypothécaires dépassent le creux de la vague

A l'heure actuelle, la Suisse ne connaît pas de pression inflationniste. Cette situation permet à la BNS de se concentrer sur la relance au moyen d'une politique monétaire expansive. Le Libor se trouve encore à 10 points de base au-dessus de l'objectif de la BNS. En cas de détente complète sur le marché monétaire, il faut s'attendre à un nouveau recul de l'Hypothèque flex roll-over à un niveau de 1,6%. Nous escomptons pour 2010 une amélioration de la situation économique, que la Banque nationale pourrait utiliser pour mettre un terme à sa politique monétaire expansive. Pour les 12 prochains mois, nous prévoyons par conséquent une augmentation de l'Hypothèque flex roll-over de 50 points de base, à partir d'un niveau de 1,6%, qui devrait durer jusqu'au printemps 2010. En revanche, les taux des Hypothèques fix à moyen et long termes devraient repartir à la hausse plus tôt, après la chute survenue entre octobre 2008 et mars 2009.

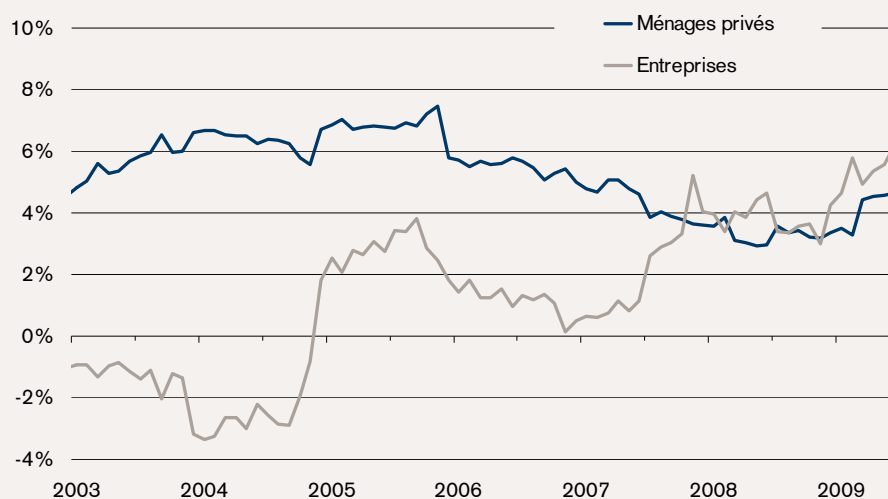
Volte-face de la tendance des taux de croissance du volume hypothécaire

Les taux de croissance des emprunts hypothécaires consentis à des ménages privés sont étroitement liés aux intérêts hypothécaires et à la conjoncture. Ces deux facteurs conjugués à la reprise du marché de l'immobilier depuis la fin des années 1990 ont sensiblement relancé la cadence des octrois d'emprunts, en particulier entre 2004 et 2006, et relevé le taux de progression au-delà des 7%. L'augmentation des intérêts et des signes de saturation ont provoqué par la suite une chute du taux en dessous de 3% jusqu'au début 2008, ce qui n'est toutefois pas comparable aux taux de croissance tombés à 1,2% suite à l'éclatement de la bulle immobilière dans les années 1990.

Figure 9

Volumes hypothécaires

Taux de croissance en rythme annuel



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse Economic Research

Les taux de croissance des emprunts hypothécaires consentis à des ménages privés ont atteint en 2008 leur plus bas niveau recensé ces dernières années, mais se sont depuis de nouveau extraits de cette ornière. La baisse persistante des intérêts hypothécaires améliore notablement l'accessibilité de la propriété du logement et la rend très attrayante à l'heure actuelle. En outre, l'immigration exceptionnelle de ces dernières années a eu un effet de niveau sur le volume des emprunts hypothécaires. Depuis mars 2009, on enregistre ainsi à nouveau des taux de croissance supérieurs à 4% en comparaison annuelle. Le taux de croissance annuel s'élevait à 4,7% en juin. Le volume des hypothèques dues par les ménages privés s'établit désormais à près de 533 mrd CHF.

2 Surfaces d'habitation

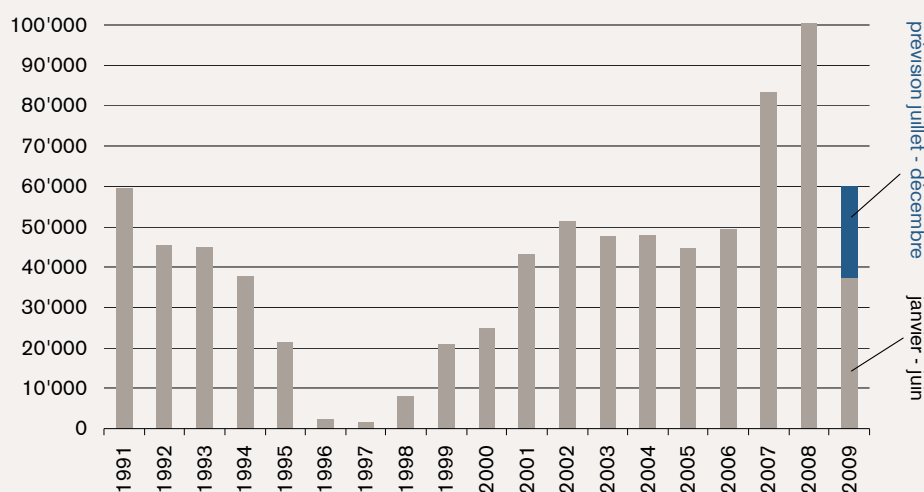
2.1 Demande

La demande de logements est étroitement liée à l'évolution démographique. Par conséquent, une connaissance précise des mouvements migratoires permet de mieux appréhender la demande de logements. La population suisse a augmenté de 1,4% en 2008, soit de 108 400 personnes, un chiffre particulièrement élevé qui n'a plus été atteint depuis 1963 et que seuls le Luxembourg et l'Irlande ont dépassé en Europe. A la fin 2008, la Suisse comptait donc 7 701 900 personnes en situation de population résidante permanente. La croissance de population est due en majeure partie à l'immigration. La levée, au 1^{er} juin 2007, des règles de contingentement, conformément à l'accord sur la libre circulation des personnes conclu pour les citoyens de l'UE et des pays de l'AELE, a provoqué une vague d'immigration. Le solde migratoire de la population étrangère résidante permanente (changements de statut compris), s'élève à +103 100 personnes (2007: +83 400 personnes). Les migrants se sont d'abord tournés vers les villes. Avec une hausse de 1,6%, la croissance de la population urbaine a été nettement plus marquée que celle des zones rurales (+1,0%).

Figure 10

Poussée migratoire

Solde des mouvements migratoires de la population résidante permanente étrangère



Source: Office fédéral des migrations, Credit Suisse Economic Research

L'immigration montre de nets signes d'affaiblissement

Le recul persistant de la performance économique réduit jusqu'à un certain degré l'attrait de la Suisse pour les personnes désireuses d'y immigrer, étant donné qu'elle propose moins d'emplois. Néanmoins, l'immigration ne fléchit que de manière graduelle. Le regroupement familial en particulier empêche le nombre d'immigrants de s'effondrer. Selon l'Office fédéral des Migrations, cette raison était le motif d'immigration invoqué par près de 32,2% des étrangers arrivés en Suisse entre mai 2008 et avril 2009. Au premier trimestre 2009, le résultat du solde de la population résidante permanente étrangère s'élevait à +37 300, soit une chute attendue de 26% par rapport au deuxième semestre 2008. Nous tablons sur une accentuation de cette baisse courant 2009, qui devrait représenter -40% en moyenne annuelle, soit un solde d'environ 60 000 personnes en situation de population étrangère résidante permanente. En dépit d'un fléchissement prononcé, le solde de l'immigration dépasserait ainsi à nouveau la moyenne à long terme tandis que la croissance démographique devrait une dernière fois enregistrer une progression supérieure à la moyenne en 2009.

Impact de plus en plus important de la migration intérieure des étrangers sur le marché immobilier

Une étude du Credit Suisse publiée récemment indique que le comportement de la migration intérieure des étrangers s'est adapté au modèle suisse.¹ En termes de migration interne, les centres et communes suburbaines ont perdu de leur attrait auprès des étrangers, comme l'a prouvé notamment la baisse du nombre net de nouveaux arrivants portugais, turcs et serbes dans ces dernières. Les périphéries des agglomérations sont également délaissées par les étrangers, qui favorisent désormais les ceintures extérieures des grandes villes ou les régions métropolitaines.

Une croissance réelle des salaires comme moteur de la demande de logements

La manifestation du besoin en logements sur le marché de l'immobilier et son intensité dépendent avant tout du niveau des revenus. En effet, tant que des restrictions budgétaires viennent freiner la hausse de la demande, les besoins en logements ne peuvent être satisfaits alors qu'ils ont été pourtant en constante progression durant les dernières décennies. Un pourcentage étonnamment constant de 15% à 18% du revenu y a en effet été consacré à des fins d'habitation.

La masse salariale suisse augmente également en 2009 en dépit de la marche à reculons de l'économie. La croissance réelle des salaires devrait s'élever à 2,4%, principalement en raison des contrats de travail conclus encore l'année dernière et de la chute de l'inflation. Mais cela ne déclenchera probablement pas de demande supplémentaire significative de logements, en raison de l'insécurité accrue aux niveaux de l'emploi et de la conjoncture.

2.2 Offre

L'augmentation nette de logements est le facteur qui nous intéresse le plus du côté de l'offre. Elle représente les nouveaux logements construits corrigés des flux liés aux transformations et aux démolitions et définit la croissance du parc de logements. L'an passé, environ 42 000 logements supplémentaires ont été réalisés; nous tablons sur un chiffre légèrement en deçà pour 2009 (40 000 logements).

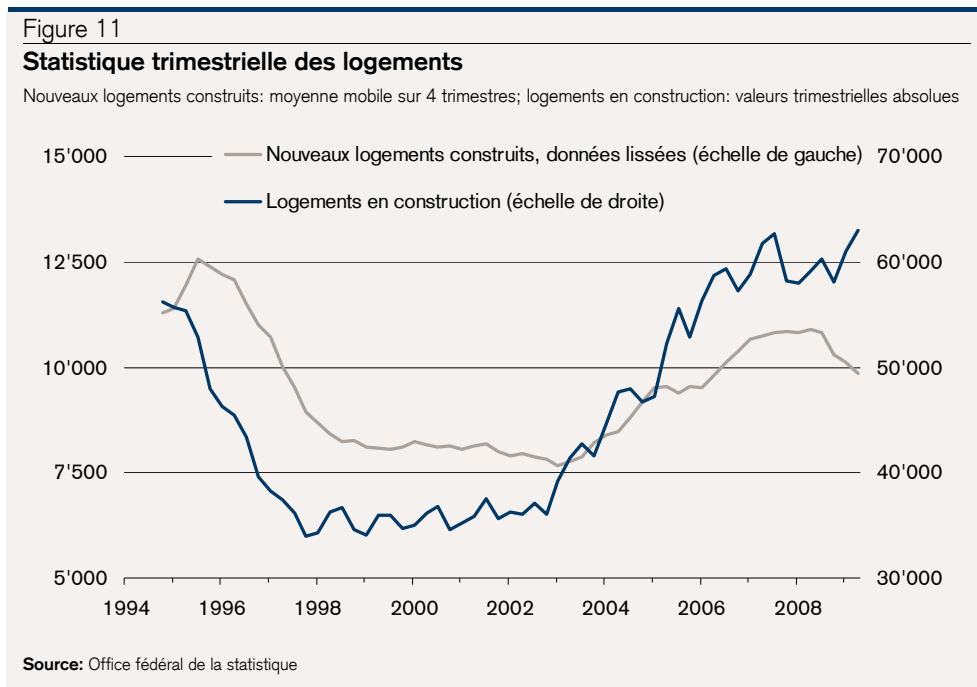
Chute du nombre de nouveaux logements construits au deuxième trimestre

Les tendances observées dans les résultats des statistiques de la construction résidentielle ont perduré au deuxième trimestre 2009. 9520 nouveaux logements ont certes été construits en Suisse sur cette période, soit une régression de 9,7% par rapport au trimestre de l'année précédente (figure 11), mais le nombre de logements en construction a une nouvelle fois progressé et ressort à 63 020 unités d'habitation (+6,5% comparé à la même période en 2008). En dépit de la nécessité d'un rattrapage après l'hiver glacial, les architectes n'avaient apparemment pas l'intention d'augmenter le volume de la main d'œuvre afin de réduire le nombre de logements en attente d'être achevés. Au contraire, la situation a probablement été mise à profit pour réduire les heures supplémentaires et utiliser les capacités disponibles à plein. Ce comportement devrait s'expliquer par le refroidissement conjoncturel et ainsi par la prudence plus accrue, bien concevable dans ce contexte. L'évolution de l'emploi dans la construction indique certes une hausse plus importante des effectifs au deuxième trimestre par rapport au précédent et à l'année dernière (+2,6%), mais elle n'a pas suffi à compenser le recul extraordinaire du nombre d'employés au troisième trimestre 2008. L'emploi dans la construction a ainsi d'ores et déjà dépassé son zénith. Les intempéries n'ont du reste joué aucun rôle dans la baisse du nombre de nouveaux logements construits au deuxième trimestre, puisque la plupart des régions suisses affichaient plutôt un déficit de précipitations.

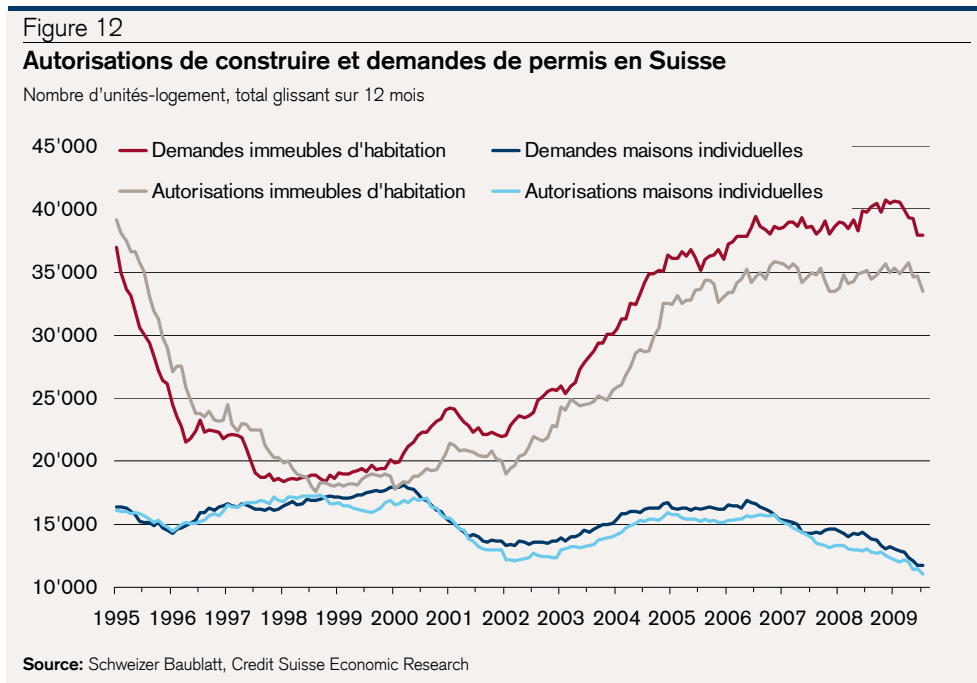
Baisse des entrées de commandes dans la construction de logements

Selon les indications de la Société suisse des entrepreneurs (SSE), les chiffres d'affaires de la construction de logements ont chuté au deuxième trimestre de 9,1% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Les entrées de commandes ont également enregistré une baisse notable (-9,6%). Bien que leur contraction demeure proportionnellement aussi forte que la production, le nombre d'unités d'habitation en construction a augmenté; en effet, comme décrit plus haut, l'accent est mis de plus en plus sur l'utilisation de la pleine capacité et non plus sur une exécution la plus rapide possible des travaux. Le recul des entrées de commandes n'est donc pas alarmant à l'heure actuelle.

¹ Credit Suisse (2009): Wohin zieht es die Zuwanderer? Interne Migration der ausländischen Wohnbevölkerung. Disponible (en allemand uniquement) à l'adresse suivante: <http://www.credit-suisse.com/research>.



La comptabilisation des demandes de permis et des autorisations effectivement délivrées permet d'évaluer avec une relative fiabilité l'évolution future de l'activité de construction et ainsi de réaliser des projections quant à l'extension du parc de logements. La figure 12 rend compte du nombre d'appartements et de maisons pour lesquels une demande de permis a été déposée ou une autorisation de construire octroyée au cours des douze derniers mois.



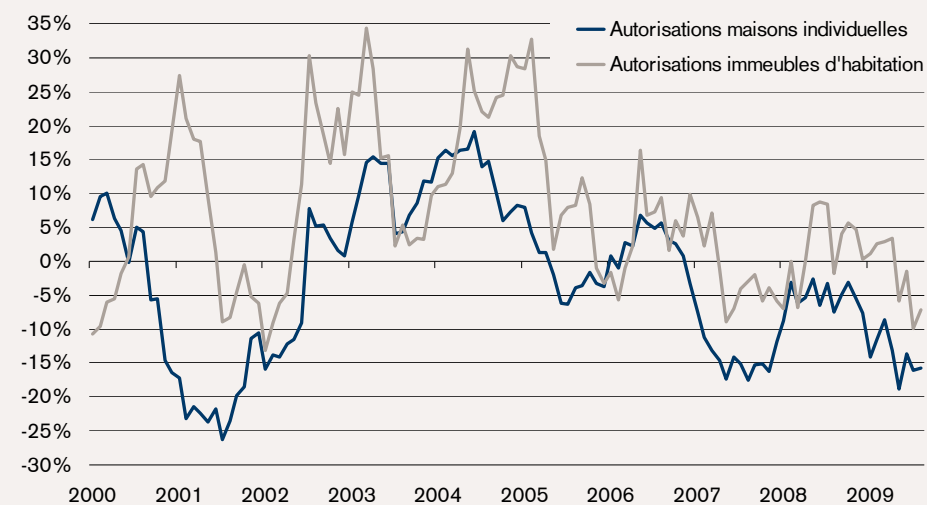
Signes persistants d'un fléchissement de la demande de permis

Ces douze derniers mois, 33 470 autorisations de construire pour des appartements en immeubles locatifs et 11 070 pour des maisons individuelles ont été accordées au total. Peu à peu, le fléchissement de la demande de permis et de l'activité d'autorisation s'observe également pour les premiers (figure 12). Ces six derniers mois, on a accordé 10% d'autorisations en moins pour ce type de logement par rapport à 2008 (figure 13).

Figure 13

Evolution du nombre d'autorisations de construire en Suisse

Variation au cours des six derniers mois du total des unités d'habitation pour lesquelles une autorisation de construire a été accordée en comparaison annuelle



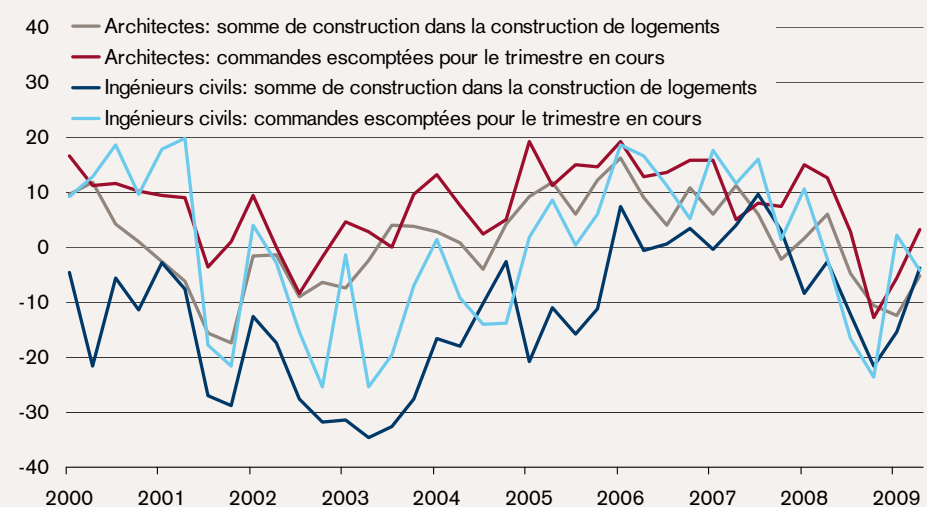
Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

Le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ à Zurich (KOF) réalise une consultation trimestrielle d'entreprises suisses volontaires, travaillant dans le secteur de l'étude des projets de construction, qui comprend également les architectes et les ingénieurs civils. Ces derniers se trouvent tout au début de la chaîne de création de valeur de la branche de la construction et de l'immobilier et renseignent ainsi de manière précoce, à l'instar des demandes de permis, sur l'évolution future de la construction de logements.

Figure 14

Somme de construction et commandes escomptées dans le secteur de l'étude de projets

Solde des pourcentages positifs et négatifs des réponses



Source: Centre de recherches conjoncturelles (KOF) de l'EPF de Zurich

Le nombre d'architectes et d'ingénieurs civils pour lesquels la somme de construction a baissé au deuxième trimestre 2009 par rapport au précédent n'est plus que très légèrement supérieur à celui des ingénieurs d'étude de projet pour lesquels elle a déjà de nouveau augmenté. La situation des commandes n'est donc plus aussi morose qu'elle l'était encore au premier trimestre.

Pour la première fois depuis plusieurs trimestres, la plupart des architectes font à nouveau preuve d'optimisme quant au volume de commandes à escompter en raison du solde des réponses. Selon ces conclusions, la construction de logements ne devrait faiblir que progressivement en Suisse.

2.3 Résultat du marché

Les figures 15 et 16 illustrent l'évolution de l'indice des prix réels proposés par Wüest & Partner pour les logements locatifs, les appartements en propriété et les maisons individuelles. Contrairement aux prix de transaction, cet indice ne prend en compte que les prix annoncés, lesquels ne correspondent pas forcément aux prix d'achat effectifs. Une comparaison sur le long terme montre que la révision des prix la plus forte est intervenue dans le sillage de la crise qui a secoué le marché de l'immobilier jusqu'à la fin des années 1990. Depuis, les prix de l'offre sont repartis à la hausse et se sont même brusquement envolés dans les premières années de ce troisième millénaire. A partir de 2003, sous le coup de l'intensification du rythme de production des logements qui – conjoncture oblige – s'est heurtée dans un premier temps à une demande anémiée, le dynamisme qui caractérisait le segment des appartements en propriété a commencé à faiblir. Depuis, les prix tant des maisons individuelles que des logements en propriété évoluent de concert.

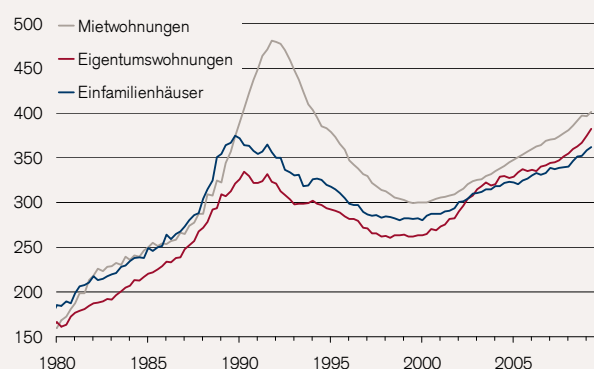
Les prix des loyers proposés semblent avoir atteint leur apogée

Selon les chiffres de Wüest & Partner, les prix proposés pour les logements locatifs en Suisse n'ont plus enregistré qu'une légère hausse cumulée de 1,0% au cours des deux premiers trimestres. L'indice des loyers Homegate indique que les prix des loyers se sont mis à stagner entre mai et juillet. Le ralentissement de l'immigration devrait jouer le rôle de premier plan dans la fin de l'augmentation tendancielle des prix. De plus, les projets de construction de logements locatifs entamés en raison de la forte pression migratoire sont désormais prêts à être mis sur le marché, ce qui entraîne un accroissement de l'offre à l'heure actuelle. Ce scénario devrait se poursuivre sur le reste de l'année; ainsi, nous ne tablons pas sur d'autres hausses des loyers en 2009.

Figure 15

Evolution des prix de l'offre proposés des logements

Prix nominaux, valeurs trimestrielles, Indice 1970 = 100

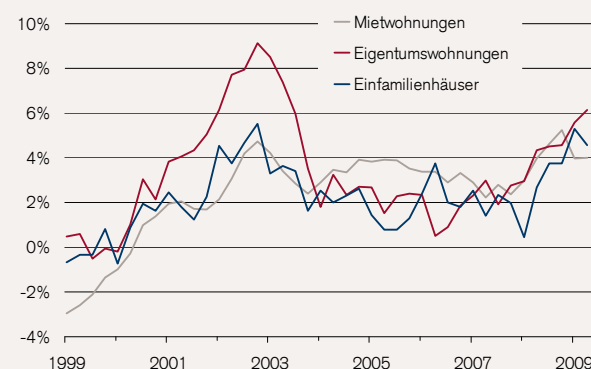


Source: Wüest & Partner

Figure 16

Evolution des prix de l'offre proposés des logements

Prix nom., Croissance en % par rapport au trimestre de l'année précédente



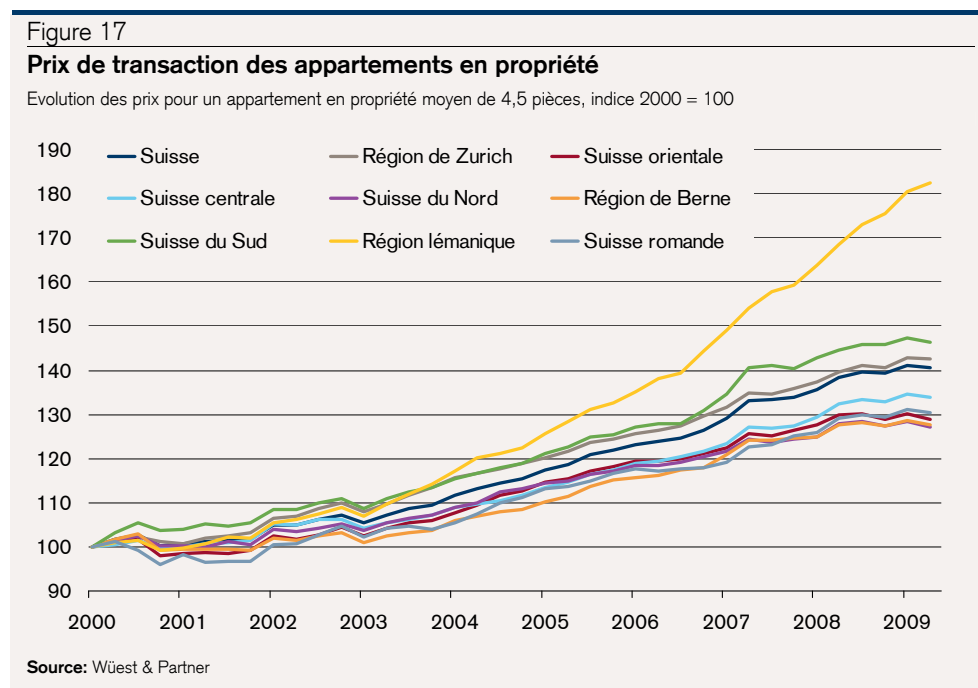
Source: Wüest & Partner

Les prix proposés pour la propriété du logement continuent d'augmenter...

Au deuxième trimestre 2009, les prix proposés pour les appartements en propriété et les maisons individuelles ont encore augmenté respectivement de 2,1% et de 1,1% par rapport au trimestre précédent (figures 15 et 16). Néanmoins, la fin du cycle des prix de l'immobilier est proche, comme en témoigne classiquement une évolution en ciseaux entre les prix proposés et ceux de transaction pour la propriété du logement: dans la phase tardive du boom, cette dernière tend à être proposée à des prix indéfendables lors des négociations, de sorte que les premiers s'envolent et dépassent les prix de transaction effectifs.

... alors que les prix de transaction amorcent leur baisse

Les prix de transaction pour les appartements en propriété ont probablement atteint leur zénith dans toutes les régions suisses, à l'exception de la zone lémanique (figure 17). En moyenne nationale, le prix d'un logement en propriété standard a fléchi de 0,4% au deuxième trimestre 2009 comparé au premier. La demande anémiée par la conjoncture dans le secteur de la propriété creuse un fossé que les immigrants, qui s'intéressent peu à peu aussi à la propriété, ne réussissent pas encore à combler.



L'Arc lémanique a ses propres règles du jeu

L'espace lémanique fait également figure d'exception en termes d'évolution des prix. Ces derniers, qui ne sont plus parallèles depuis plusieurs années à ceux des autres régions suisses, ont continué d'augmenter même au deuxième trimestre 2009, ce qui s'explique sûrement par le taux extrêmement faible de surfaces inoccupées, qui, en dépit du recul de la demande, n'a pas encore permis de baisser les prix. Comme l'a montré le passé, leur évolution rapide, qui a pris largement ses distances avec celle régionale des revenus, devra cependant faire l'objet tôt ou tard d'une correction.

Prix de transaction au niveau des communes

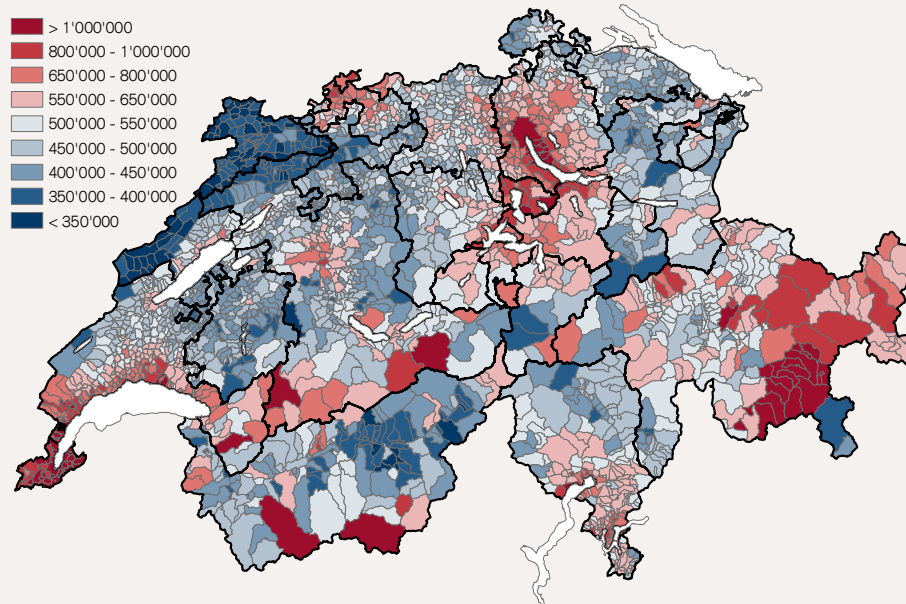
La figure 18 rend compte des prix actuels des logements en propriété dans les communes suisses. Les indices hédonistes utilisés pour ce faire sont calculés sur la base des prix de transaction réels à l'aide d'une méthode statistique, compte tenu des propriétés inhérentes au secteur immobilier. Les prix portent sur un logement en propriété standard dont le profil serait le suivant: année de construction 2009, excellent état, bon emplacement dans la commune, qualité des aménagements moyenne, 110 m² de surface habitable nette, 4 ou 5 pièces.

Les prix des logements en propriété ont tendance à culminer dans les lieux de villégiature huppés des Alpes (p. ex. Verbier ou St-Moritz), ainsi que dans les communes convoitées en périphérie de Genève et du lac de Zurich. Dans 73 communes, ces prix peuvent dépasser 1 million CHF en moyenne pour le logement en propriété standard décrit. Parmi elles, 31 sont situées dans le canton de Genève, 12 dans les Grisons, 11 dans le canton de Vaud, et 10 dans la région de Zurich.

Figure 18

Prix des logements en propriété, 2^e trimestre 2009

Appartement moyen de 4.5 pièces en CHF



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

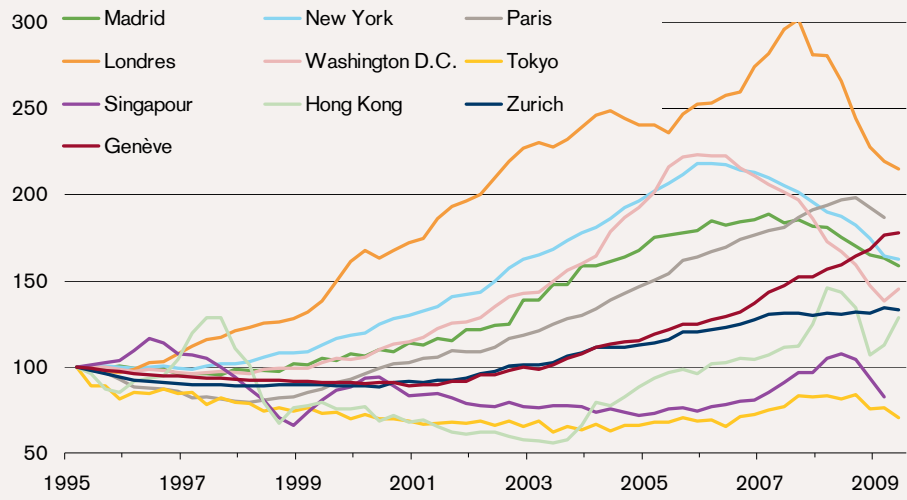
**Evolution internationale
contrastée des prix**

Le dynamisme des prix de l'immobilier à l'étranger prend actuellement des formes très différentes. Alors qu'aux Etats-Unis, on observe les premiers signes révélant que le plancher est atteint, les prix continuent de chuter dans d'autres métropoles comme par exemple Londres ou Madrid. A l'extrême opposé du canton de Genève, où ils ont également augmenté au deuxième trimestre 2009, les prix de la propriété se sont mis à stagner à Zurich, ce qui n'est guère préoccupant car l'on ne s'attend pas à devoir faire face à leur effondrement dans cette ville. Une comparaison internationale montre également que le canton de Genève a enregistré une croissance extraordinaire des prix ces dernières années (figure 19). Si l'on se sert de 1995 comme année de référence, ils ont progressé de 78% dans cette région, comparé à 115% à Londres et à 62% à New York sur la même période.

Figure 19

Evolution des prix réels de l'immobilier dans quelques grandes villes

Indice 1995 = 100



Source: Bloomberg, Datastream, Wüest & Partner

3 Surfaces de bureaux

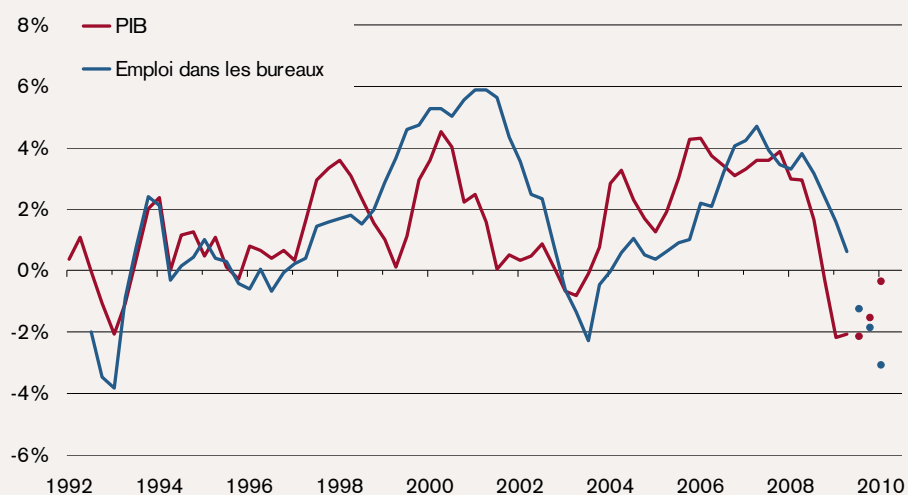
3.1 Demande

Le principal moteur de la demande de surfaces de bureaux n'est autre que l'évolution de l'emploi dans les branches tertiaires classiques. De fait, il existe entre ce dernier et la croissance économique une corrélation statistique des plus étroites. Néanmoins, il nous a été donné d'observer depuis l'an 2000 que le lien de corrélation entre emploi et croissance accusait un certain décalage dans le temps. Forts de ce constat, nous nous sommes fondés sur nos prévisions économiques pour anticiper l'évolution de la demande de surfaces de bureaux.

Figure 20

Croissance de l'emploi dans les bureaux (EPT) et PIB

En % par rapport au trimestre de l'année précédente; ligne en pointillé: prévision



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

Recul de l'emploi de bureau avec un temps de retard

Le recul de l'emploi de bureau n'est pas aussi rapide que nous l'avions prévu encore au début de l'année. Au deuxième trimestre 2009, le nombre de postes administratifs enregistrait probablement pour la dernière fois une hausse, qui faiblissait déjà de 0,4% par rapport au même trimestre de l'année précédente (figure 20). L'intermédiation financière et les assurances, dont la consolidation se poursuit, affichaient une croissance de l'emploi négative en glissement annuel. En revanche, l'activité dans le secteur majeur des services aux entreprises est demeurée pratiquement inchangée depuis près d'un an. On avait déjà pu observer cette même évolution avec un temps de retard lors de la dernière phase de ralentissement conjoncturel. A l'époque, le nombre d'employés du secteur secondaire enregistrait sa plus forte valeur au troisième trimestre 2001, voire plus tôt pour certaines branches de début de cycle économique. L'emploi de bureau n'avait atteint son niveau record qu'une année plus tard. Si le cycle actuel est régi par des règles similaires, sa valeur devrait être corrigée dès le troisième trimestre 2009, étant donné que le zénith de l'activité du secteur secondaire est dépassé depuis le troisième trimestre 2008. Les entreprises du secteur tertiaire consultées par l'Office fédéral de la statistique dans le cadre de la statistique de l'emploi demeurent optimistes pour le troisième trimestre 2009. A l'exception de l'intermédiation financière et des assurances, la plupart des branches ne prévoient pas de réduire leurs effectifs. Néanmoins, nous partons toujours du principe que la Suisse perdra ces quatre prochains trimestres environ 21 000 postes dans ce secteur, toutes les régions devant être concernées dans une même mesure.

La suppression d'emplois qui s'annonce se traduira par un manque de besoins en nouvelles surfaces. Compte tenu de l'incertitude des perspectives conjoncturelles, les entreprises hésitent

fortement à en louer. De ce fait, la demande a perdu de son élan et devrait encore s'affaiblir dans le courant de l'année.

Figure 21

Evolution de l'emploi en Suisse

En équivalents plein temps, total et variations absolues par rapport au trimestre de l'année précédente

	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	Effectif 2009Q2
Intermédiation financière	2'694	1'428	1'291	470	-1'314	120'013
Assurances	457	393	-12	162	-377	47'013
Bourses, courtiers	2'382	706	-236	-542	43	27'074
Immobilier	1'904	2'551	1'678	1'925	789	26'095
Informatique	3'919	3'124	1'936	1'867	1'290	67'118
Recherche et développement	-863	274	643	394	446	16'074
Services aux entreprises	19'800	15'218	10'459	6'696	1'744	300'160
Branches de bureau classiques	30'294	23'692	15'758	10'972	2'621	603'548
Administration publique	-2'720	-469	1'557	892	2'102	150'933
Secteur secondaire	27'663	26'215	10'712	-1'653	-17'096	974'682
Secteur tertiaire	76'060	65'830	56'987	41'304	19'517	2'344'885
Emploi total	103'723	92'046	67'699	39'650	2'420	3'319'567

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

3.2 Offre

Le boom des investissements qui a caractérisé 2000 et 2001 s'est traduit par une véritable explosion du nombre de demandes de permis et de délivrances d'autorisations de construire dans le segment des surfaces de bureaux. Autant dire que la chute a été d'autant plus brutale lors de la récession qui s'en est suivie. L'augmentation consécutive des surfaces inoccupées a provoqué à partir de 2004 un recul momentané de la construction. Mais ce repli a été de courte durée. Le volume de construction a renoué avec un niveau respectable dès 2005, puisqu'environ 500 000 m² de surfaces de bureaux supplémentaires étaient proposés chaque année sur le marché, ainsi bien alimenté. Dans le sillage de la haute conjoncture, les demandes de permis pour ce type de surfaces ont cependant à nouveau fortement augmenté en 2007 et 2008. Leur évolution rappelle l'expansion démesurée du dernier cycle économique, alors qu'elles étaient déposées en masse en dépit de la faiblesse de la demande une fois les projets terminés.

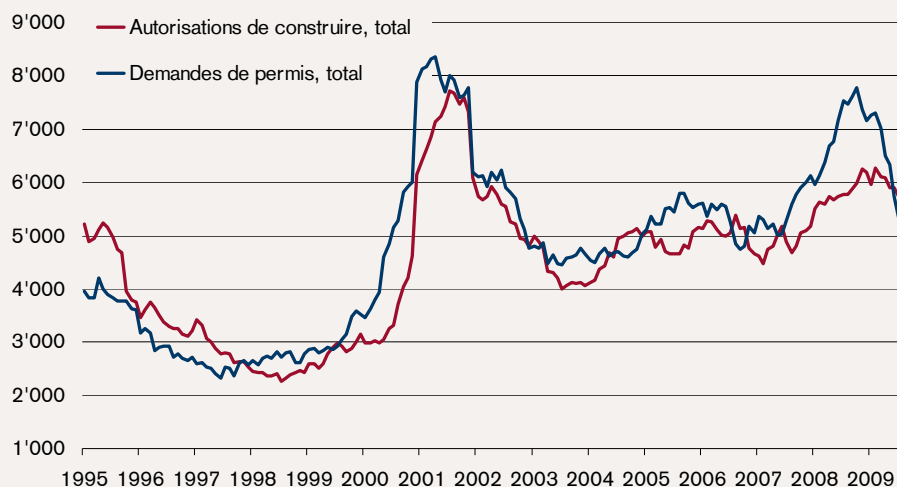
Comblement de l'écart entre les demandes de permis et les autorisations de construire

Les demandes de permis de surfaces de bureaux ont atteint leur apogée en octobre 2008. L'activité de planification a pu tourner à plein régime grâce à la bonne conjoncture nationale qui a perduré jusqu'à fin 2008. Le nombre d'autorisations a réagi avec la même virulence mais avec le retard habituel à l'effondrement rapide, brutal et inattendu de l'économie mondiale. Le total des demandes de permis de construire est en chute libre depuis février 2009 et s'établit actuellement à un niveau équivalent à celui des années 2004-2006 (figure 22). On peut aisément constater que le nombre d'autorisations a connu une hausse nettement moins forte, s'inscrivant également à la baisse depuis février. L'insécurité en raison de la crise financière ainsi que la dégradation rapide des perspectives conjoncturelles ont visiblement poussé de nombreux maîtres d'ouvrage à retirer leurs demandes. Ainsi, l'écart entre les demandes de permis et les autorisations de construire se comble. Par conséquent, l'offre excédentaire escomptée devrait s'établir à un niveau plus faible que celui que l'on pouvait craindre encore au début de l'année. Si le volume de construction réalisé sera néanmoins en moyenne plus important que ces dernières années, les autorisations de construire octroyées actuellement pour des surfaces de bureaux arriveront sur le marché à un moment où le nombre de postes administratifs sera certainement très inférieur à celui d'aujourd'hui.

Figure 22

Demandes de permis et autorisations de construire pour immeubles administratifs

En mio. CHF, total glissant sur 12 mois



Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

Le nombre de demandes de permis de construire recule dans les bons cantons

L'accentuation du recul des demandes de permis de construire pour les surfaces de bureaux depuis février 2009 est avant tout à imputer aux cantons de Zurich, de Berne, de Vaud et de St-Gall. Cette évolution peut être considérée comme positive, étant donné que leur volume dans les trois dernières régions citées était largement supérieur à la moyenne à long terme jusqu'à fin 2008. Leur fléchissement a été également le bienvenu dans le canton de Zurich, qui souffre de socles de vacances relativement élevés comparé au niveau national. L'instauration d'un équilibre sur les marchés des surfaces de bureaux dans les années à venir dépendra largement du nombre de projets pour lesquels une demande de permis de construire a été déposée au cours des deux dernières années et qui seront effectivement réalisés.

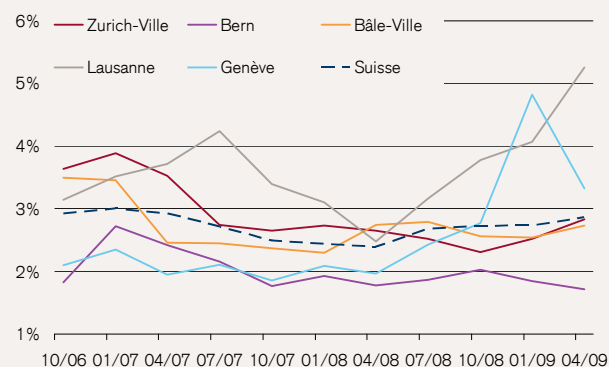
3.3 Résultat du marché

Tandis que les taux d'inoccupation témoignent d'un excédent de surfaces de bureaux, les chiffres de l'offre donnent, eux, une idée de la liquidité du marché. A ce titre, on notera qu'une offre abondante n'est pas forcément le corollaire d'un taux d'inoccupation élevé mais peut résulter d'un taux de rotation rapide sur le marché locatif. Seule l'évolution dans le temps permet de tirer des conclusions sur l'absorption des bureaux dans les diverses régions. Le taux de l'offre chiffre le pourcentage des surfaces disponibles proposées sous forme d'offres au niveau régional pendant une période donnée. L'évaluation de la durée de publication permet des énoncés concernant la liquidité des marchés partiels régionaux. Elle mesure le nombre de jours pendant lesquels les surfaces de bureaux sont annoncées avant d'être louées ou retirées pour d'autres raisons.

Figure 23

Taux de l'offre, régions économiques sélectionnées

Mesuré d'après le parc de surfaces de bureaux en %

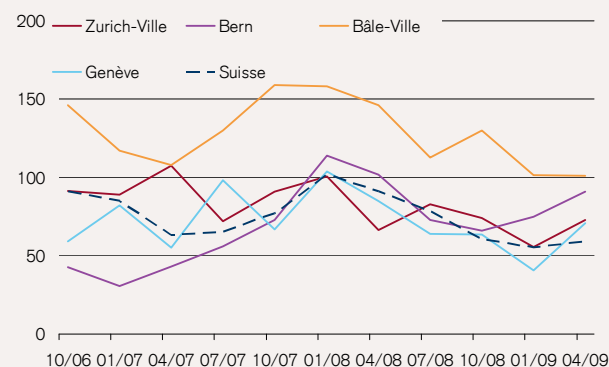


Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Figure 24

Durée d'insertion, régions économ. sélectionnées

Durée de publication médiane en jours



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Chiffres de l'offre majoritairement en hausse et allongement de la durée de publication

Les marchés locaux des surfaces de bureaux présentent une évolution et un niveau différents des chiffres de l'offre, compte tenu de la fluctuation des locataires, des surfaces inoccupées ainsi que de situations spécifiques d'offre et de demande. Le taux de l'offre pour la Suisse a déjà fait volte-face au second semestre 2008 après avoir atteint une valeur plancher de 2,4%. La tendance haussière est depuis intacte. Les chiffres de l'offre avoisinent le repère des 3% (figure 23). Leur augmentation démontre que le marché n'est plus en mesure d'absorber les nouvelles surfaces de bureaux avec la même insouciance. Dans un contexte d'expansion durable de ces dernières, la réduction attendue des postes administratifs laisse présager d'une hausse du taux de l'offre également au cours des prochains trimestres.

A l'exception de la région de Berne, où le faible taux de l'offre témoigne de la fluctuation réduite des locataires, liée à la position dominante des pouvoirs publics, il a augmenté sur tous les autres grands marchés de surfaces de bureaux. Ceux de Suisse romande ont amorcé la plus importante correction. A Genève et avant tout à Lausanne, l'expansion croissante des surfaces de bureaux dans un contexte d'aggravation de la frilosité du côté des locataires a conduit à une nette hausse de la liquidité du marché et à une accentuation de l'augmentation des chiffres de l'offre. Cette dernière a été la bienvenue à Genève, étant donné que le marché des surfaces de bureaux a longtemps été très tendu et que le taux de vacance était tombé à des niveaux particulièrement faibles. La cotation plus forte pour la première fois depuis longtemps au 2^e trimestre 2009 de la durée de publication témoigne de la propagation de tendances à la saturation également sur le marché de Genève. Des surfaces semblent même arriver en grand nombre sur celui de l'agglomération de Lausanne. Le taux de l'offre connaît une forte hausse de longue date.

On constate un changement de tendance du taux de l'offre à Zurich depuis le début de cette année seulement, soit plus tard que dans le reste de la Suisse. Par le passé, la demande élevée de surfaces près du centre s'est manifestée par le recul des surfaces inoccupées et une baisse constante des chiffres de l'offre. De manière classique, la demande fléchit en premier dans les régions périphériques. Le taux de l'offre en dehors des grandes villes a déjà grimpé à des niveaux plus élevés, par exemple 7,7% dans le Limmattal et 5,1% dans le Glattal. Ce mouvement semble se consolider au dernier trimestre.

La durée de publication témoigne également avec un temps de retard de conditions de marché toujours plus difficiles. A l'exception de Bâle-Ville, elle a augmenté sur les cinq marchés des surfaces de bureaux les plus importants de Suisse (figure 24), ce qui indique que la phase de surdemande semble définitivement terminée. Toutefois, la durée de publication devrait atteindre le creux de la vague plus tôt, bien que les chiffres n'aient pu se faire le reflet de cette tendance, puisqu'elle n'est mesurée que lorsque la publication vient de se terminer. En l'absence de la conclusion d'un contrat de bail, la hausse de la durée de publication de nombreuses offres n'est pas incluse dans l'indice. Ainsi, la durée de publication médiane demeure encore brève en ce

début de ralentissement, alors que les bureaux proposés tendent de plus en plus à ne pas se louer.

Tendance à la stagnation des loyers proposés

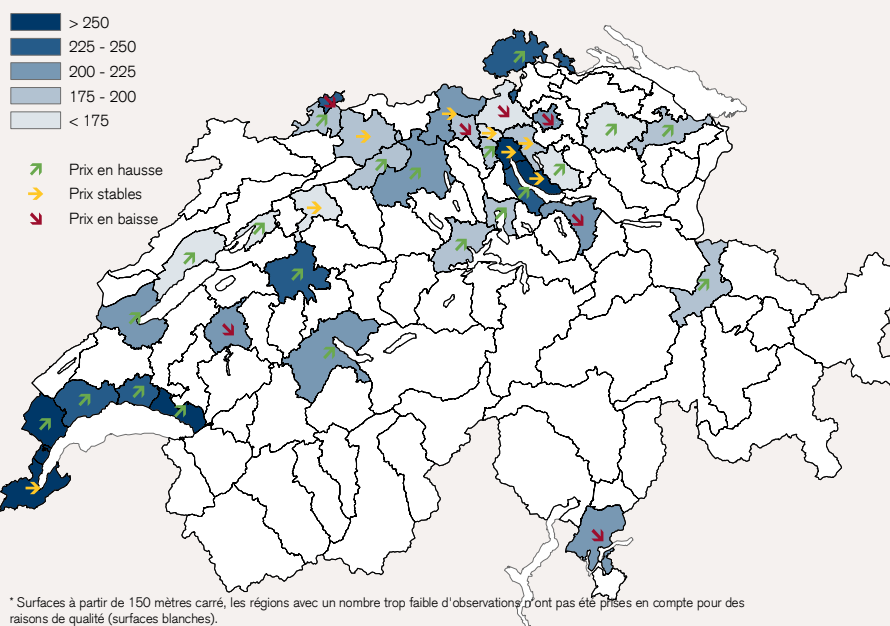
La figure 25 représente l'offre des loyers proposés par région, du moins pour celles disposant de relevés trimestriels en nombre suffisant pour pouvoir dégager des tendances fiables sur l'évolution des prix au niveau régional. Seules ont été retenues dans cette étude les surfaces de plus de 150 m², afin d'éviter les distorsions qu'engendrent les petits, voire les tout petits loyers. Quoi qu'il en soit, déchiffrer l'évolution des loyers proposés est, dans le cas des surfaces administratives, un exercice pour le moins délicat car selon la situation du marché, les loyers peuvent s'écarter considérablement des montants figurant dans les baux. Le niveau des loyers dépend aussi dans une large mesure de l'emplacement du bien proposé. C'est ainsi que des emplacements aussi stratégiques que la Bahnhofstrasse à Zurich ne changent pratiquement jamais de locataire ou, si tel est le cas, la transaction se fait sans qu'il soit besoin d'une annonce officielle sur le marché. L'évolution des loyers proposés à Genève et à Zurich n'est donc pas dictée par ces quelques emplacements de premier ordre, mais bien par ceux qui reviennent régulièrement et en nombre sur le marché.

Les prix moyens proposés pour les surfaces de bureaux sont demeurés inchangés en moyenne nationale entre le premier et le deuxième trimestre 2009. De ce fait, ils oscillent toujours sur une marge de fluctuation étroite de 205 à 214 CHF depuis début 2006. Le prix moyen proposé par m² est actuellement de 212 CHF p.a. La constance apparente des loyers de surfaces de bureaux en Suisse masque des évolutions différentes dans les régions. Les prix de l'offre dans la région lémanique ont fortement augmenté en 2008 par rapport à 2007, même s'ils se sont néanmoins stabilisés au cours des deux derniers trimestres en raison de l'apparition de signes de saturation. Les moyennes mobiles sur douze mois représentées à la figure 25 continuent toutefois d'indiquer le niveau des prix globalement plus élevé, à l'exception de Genève, où le recul actuel de ces derniers se manifeste en une moyenne mobile sur douze mois qui tend à stagner. Au 2^e trimestre 2009, le loyer moyen dans cette ville a perdu 6% par rapport à 2008.

Figure 25

Loyers proposés pour les bureaux en Suisse*

Loyers bruts (médiane) en CHF/m² et par an, 2^e trimestre 2009, variation sur un an de la moyenne mobile sur 12 mois



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

A Zurich, où le recul durable des prix des surfaces de bureaux n'a cessé que relativement tard au cours du second semestre 2008, le redressement se poursuivra dans un premier temps. De fait, la moyenne mobile sur douze mois témoigne d'une évolution latérale. Le loyer moyen pro-

posé à Zurich s'élève actuellement à 287 CHF par m² et par an. Les chiffres de l'offre élevés dans le Limmattal et dans le Glattal ne se sont pas encore traduits par une baisse des prix. A Bâle, les loyers moyens proposés pour les surfaces de bureaux demeurent quasiment inchangés à l'heure actuelle, après avoir chuté légèrement à la mi-2008.

4 Surfaces de vente

Modeste hausse des chiffres d'affaires du commerce de détail au premier semestre 2009

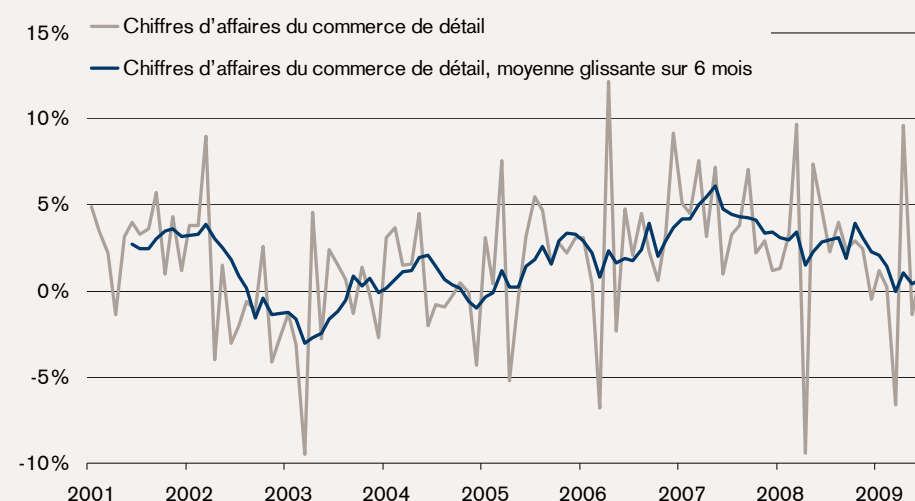
4.1 Demande

Les chiffres publiés par l'Office fédéral de la statistique sur les ventes du commerce de détail sont légèrement positifs en juin par rapport à 2008. Le chiffre d'affaires réel ajusté selon le nombre de jours ouverts a augmenté de 0,9% en comparaison annuelle (figure 26). Les chiffres d'affaires cumulés ont progressé de 0,5% au cours des six premiers mois comparé à la même période en 2008. Au vu de la forte croissance démographique, cette valeur est modeste. Les dépenses d'ameublement (-2,8%), de culture (-4,7%) et d'effets personnels, comme la bijouterie et les accessoires, (-4,2%) ont nettement reculé. Il ne faut pas s'attendre à une amélioration notable des chiffres d'affaires dans les mois à venir en raison de la hausse du taux de chômage. La demande devrait être d'autant plus morose.

Figure 26

Evolution des chiffres d'affaires du commerce de détail

Taux de variation annuels réels, corrigés du nombre de jours ouvrables, en %



Source: Office fédéral de la statistique

4.2 Offre

Après un spectaculaire bond en avant, les demandes de permis de construire pour des surfaces de vente se sont stabilisées au cours des dernières années à un niveau élevé comparé aux années 1990. Le marché a néanmoins connu des fluctuations en partie fortes, dues au cumul de très gros projets, tous autorisés à la même période, dont certains sont en cours de construction tandis que les autres attendent encore leur mise en chantier, la réalisation de certains menaçant de ne pas voir le jour. Quoi qu'il en soit, seul un retour lent à la baisse se dégage actuellement dans le segment des surfaces de vente.

Tendance baissière des demandes de permis de construire pour les surfaces de vente

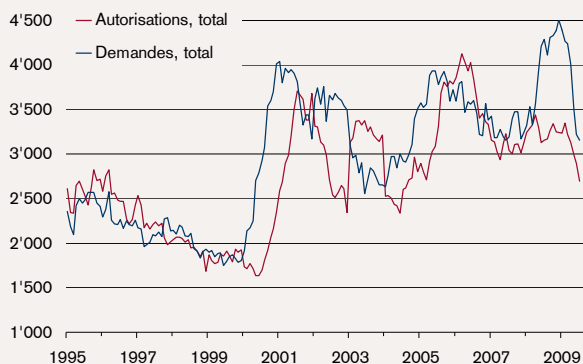
Le total des autorisations de construire pour les surfaces de vente ont atteint un nouveau plancher record depuis plusieurs années au cours des douze derniers mois (figure 27). Le marché réagit, quoiqu'avec retard, au déclin de l'envie de consommer des Suisses et à l'importante expansion des surfaces survenue ces dernières années. Il va être intéressant d'observer combien de projets entamés pendant la période de haute conjoncture seront effectivement suivis d'effets. On a constaté un revirement radical de l'humeur à ce sujet ces derniers mois. Ainsi, la société d'investissement d'Ebisquare a par exemple déclaré forfait début mars, renonçant à

construire un centre commercial dans le nouveau stade Hardturm prévu à Zurich, tandis que les surfaces de vente du complexe sportif devant voir le jour à Bienne sont appelées à être redimensionnées.

Figure 27

Demandes et autorisations pour surfaces de vente

Nouvelles constructions et transformations, en mio. CHF, total glissant sur 12 mois

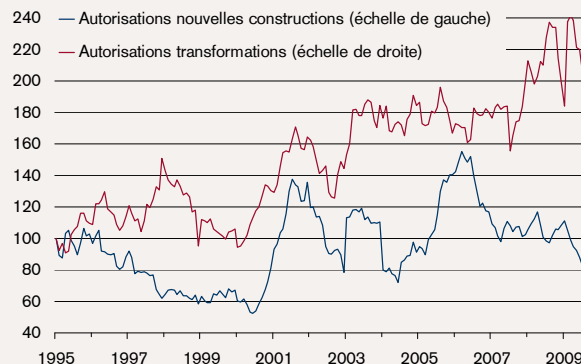


Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

Figure 28

Autorisations de construire pour surfaces de vente

Nouvelles constructions et transformations, indice 1995 = 100, total séparé, glissant sur 12 mois



Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

Dynamisme des projets de transformation

Le segment de la nouvelle construction a depuis début 2006 cédé sa place de premier secteur du marché par le dynamisme aux activités de transformation des surfaces de vente (figure 28). Si l'on prend 1995 comme référence, les investissements consacrés aux transformations ont plus que doublé. Le segment de la nouvelle construction a enregistré une baisse nominale d'environ 20% des autorisations de construire durant la même période. Entre-temps, les activités de transformation représentent environ un tiers du volume total de projets de construction en surfaces de vente. La concurrence à outrance dominante oblige les investisseurs à la combattre par différents moyens. Outre l'expansion sur de nouvelles implantations, la modernisation et l'extension des surfaces de vente existantes par des travaux de transformation est l'une des stratégies les plus appliquées pour s'imposer face à cette concurrence exacerbée, étant donné que des surfaces démodées et peu flexibles deviennent de plus en plus un handicap sur le marché. Cette «cure de fitness» à laquelle est soumis le parc immobilier est l'une des raisons de l'expansion continue des surfaces, puisqu'elle s'accompagne souvent d'une transformation.

4.3 Résultat du marché

Le nombre de surfaces de vente vacantes a poursuivi sa chute en 2008 à la suite de l'excellent environnement de consommation dans la plupart des agglomérations suisses. Aux nets reculs dans les cantons de Genève et de Neuchâtel tout comme dans les villes de Zurich et Berne ne s'opposent que de légères hausses dans le canton de Vaud et de Bâle-Ville, qui sortaient déjà du lot l'année précédente du fait de leurs fortes baisses. Ce n'est que dans les cantons de Bâle-Campagne et de Neuchâtel que cette tendance baissière a été moins évidente.

Le remembrement approche de plus en plus

Cette période touche désormais à sa fin, car tous les moteurs de la demande de surfaces du commerce de détail s'essouffent. La tendance à l'internationalisation dans le commerce de détail ainsi que le boom de la consommation dans la dernière phase de haute conjoncture ont jusqu'à présent pris le dessus sur les problèmes structurels spécifiques au commerce de détail, en assurant une forte demande de surfaces. La phase des croissances extraordinaires des volumes de ventes sera maintenant remplacée par le faible volume de ventes que l'on connaissait auparavant, ce qui freinera la demande de surfaces de détail. La forte expansion des surfaces des dernières années devrait également augmenter la pression sur une consolidation ou un remembrement. Jusqu'ici, ce sont les détaillistes indépendants qui étaient évincés du marché. A

l'avenir, les surfaces plus importantes pourraient être touchées par le retour au bénéfice et à la marge, en lieu et place du chiffre d'affaires.

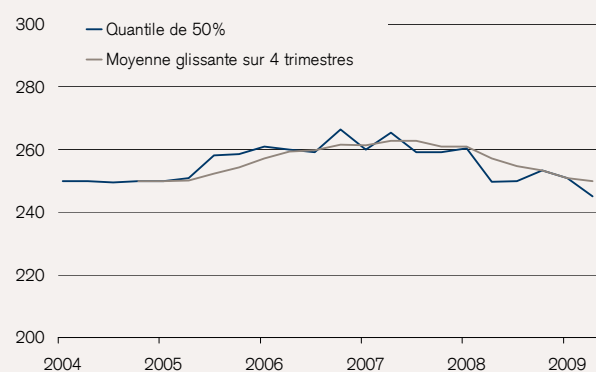
Les emplacements de premier ordre davantage touchés par le recul des prix

Sur la toile de fond de la concurrence d'éviction, seules les entités disposant d'un concept convaincant ou d'un emplacement très fréquenté pourraient tirer leur épingle du jeu. Entre 2007 et fin 2008, alors que les chiffres d'affaires du commerce de détail enregistraient une forte hausse, la bagarre a fait rage pour les bons sites. Cette lutte a amorcé une spirale des loyers que l'on peut bien suivre, notamment sur la base de l'évolution des loyers du segment de prix supérieur (quantile de 90%) (figure 30). En même temps, les prix proposés dans le segment moyen ont déjà nettement marqué le pas sous l'impact de l'expansion des surfaces et se situent à un bas niveau inédit depuis leur première comptabilisation début 2004 (figure 29). Mais dès les premiers mois de 2009, la désillusion s'est également installée dans le segment supérieur. La consommation privée, dont la croissance ralentit, ainsi que les chiffres d'affaires négatifs des ventes de produits de luxe ont provoqué l'effondrement de la demande des surfaces les plus chères et donc des prix. A l'heure actuelle, les loyers proposés dans le segment supérieur se montent à 429 CHF par m², soit approximativement le niveau enregistré mi-2004.

Figure 29

Evolution des loyers sur le segment de prix moyen

Prix proposés en CHF/m², quantile de 50%

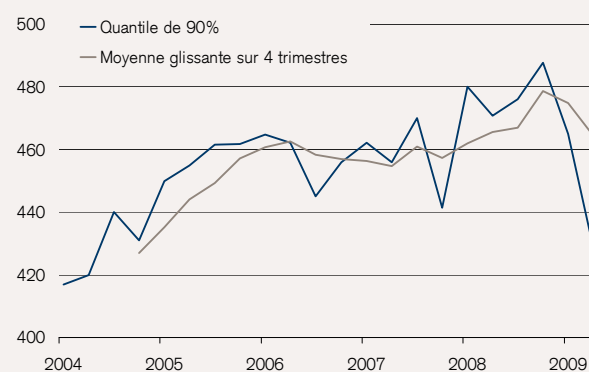


Source: Credit Suisse Economic Research, Immovista

Figure 30

Evolution des loyers sur le segment de prix supérieur

Prix proposés en CHF/m², quantile de 90%



Source: Credit Suisse Economic Research, Immovista

Seuls les emplacements bien desservis et bénéficiant d'un haut niveau de fréquentation pourront échapper à l'assainissement du marché. Pour les emplacements moins bien lotis, les bailleurs de surfaces devront rechercher plus activement de nouveaux locataires ou être prêts à octroyer des conditions plus intéressantes. Certaines surfaces resteront vacantes et viendront s'ajouter aux surcapacités existantes. Ce mécanisme devrait perdurer dans un proche avenir. Ces défis structurels s'accompagnent depuis peu de problèmes conjoncturels. La renonciation à certains produits de luxe, induite par la récession et la crise financière, qui allait de pair avec des faillites privées, démontre cependant que le succès des emplacements de premier ordre a également ses limites et que ces derniers ne sont pas à l'abri de revers.

5 L'immobilier comme placement

Jusqu'à fin septembre 2008, le rendement global des instruments immobiliers suisses a connu une évolution solide, compte tenu de la situation difficile. Cependant, les sociétés immobilières par actions, en particulier, ont ensuite fortement souffert de la dégradation vertigineuse des marchés d'actions. Après que les marchés des actions ont atteint le plancher en mars 2009, le rendement total des titres immobiliers suisses s'est repris de manière nette (figure 31). Ainsi, l'indice des titres immobiliers EPRA (European Public Real Estate Association) ressort depuis le début de l'année à 16,4%, suivant approximativement l'évolution du Swiss Performance Index (hausse de +17,1% depuis début 2009).

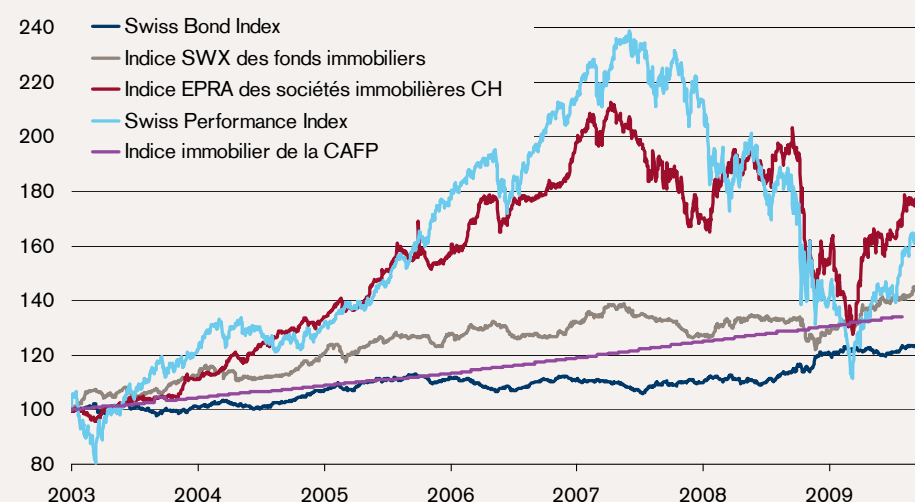
Les fonds immobiliers suisses se soustraient à la crise financière et économique

Les fonds immobiliers, quant à eux, ont pu échapper avec succès aux effets négatifs de la crise financière et économique sur les marchés d'actions. Après avoir déjà été l'une des seules catégories de placements à enregistrer une évolution positive de 0,5% même pendant l'année de crise 2008, leur rendement global s'élève à 13,1% depuis début 2009. Les fonds immobiliers suisses ont su, contrairement aux sociétés anonymes immobilières, augmenter leurs investissements dans les immeubles d'habitation suisses au rendement stable. Ils sont également moins dépendants de fonds étrangers et ne sont que faiblement corrélés au marché des actions, ce dont ils ont fortement profité durant les trimestres marqués par une mauvaise performance de ces derniers. Certes, ils n'ont pas pu profiter dans la même mesure que les sociétés anonymes immobilières de leur reprise survenue ces derniers mois, mais le rendement actuel reste honorable. Nous prévoyons que les taux d'intérêt risquent d'augmenter dans les douze prochains mois. Le passé a montré que des intérêts élevés ont souvent tourné au désavantage de l'évolution des cours des fonds immobiliers, car les futurs revenus (locatifs) sont escomptés à un taux plus fort, ce qui rétrécit la valeur actualisée. En outre, les fonds immobiliers perdent de leur attrait par rapport aux nouveaux emprunts émis, compte tenu que leurs rendements de distribution ont tendance à stagner, ce qui devrait prochainement porter préjudice à leur performance. Celle des fondations de placements immobiliers (indice immobilier de la CAFI) a progressé continuellement depuis début 2009, atteignant un rendement global de 2,4%, ce qui est à imputer au fait qu'elles ne sont pas cotées en bourse et que l'évolution des cours correspond principalement au rendement immobilier.

Figure 31

Performance de diverses catégories de placement

Rendement total en francs, Indice 1.1.2003 = 100, valeurs journalières



Source: Datastream

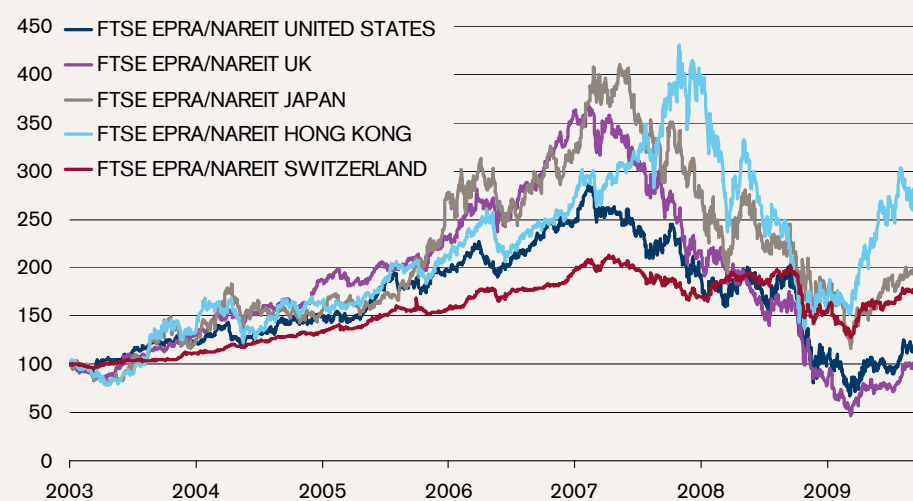
Hausse des cours des titres immobiliers suisses en 2009

La reprise des marchés des actions depuis début mars 2009 a également stimulé la performance des sociétés anonymes immobilières suisses (+16,4% depuis le début de l'année en cours). La plupart des titres immobiliers étrangers ont connu une progression encore plus forte. Cependant, ils avaient chuté d'un niveau nettement plus haut et font actuellement l'objet d'un redressement plus prononcé. Néanmoins, la hausse importante des sociétés anonymes immobilières suisses n'est pas facile à expliquer, celles-ci ayant en général davantage investi dans des immeubles commerciaux que dans des fonds immobiliers, ce qui les expose plus fortement au repli conjoncturel. De ce fait, on peut supposer que cette évolution positive depuis mars est plutôt le reflet d'une correction de la baisse estimée à une valeur trop élevée durant le semestre hivernal. De par leur structure de risque, les fonds et titres immobiliers offrent à long terme des rendements à mi-chemin entre ceux des actions et des obligations.

Figure 32

Evolution internationale de la valeur des placements immobiliers indirects

Rendement total en CHF, indice au 2.1.2003 = 100, valeurs journalières



Source: Datastream

Produits de consulting de Credit Suisse Real Estate Analysis

Analyses de marché et de localisation

Une équipe pluridisciplinaire réunissant les secteurs architecture, construction et économie réalise, pour les particuliers comme pour les entreprises, des analyses de marché et de localisation sur mesure incluant des recommandations concrètes et offrant ainsi une base de décision optimale pour élaborer des projets d'investissement. Au sommaire de ces études figurent l'analyse des composantes régionales de l'offre et de la demande ainsi qu'un examen approfondi de la microlocalisation. Selon les besoins du client, les études sont plus ou moins détaillées et peuvent être complétées par des produits complémentaires, tels que des concepts de commercialisation.

Evaluation de la localisation

Sur la base de vos indications, nous élaborons les profils d'exigences correspondant aux biens immobiliers concernés et recherchons la localisation idéale. Ce faisant, nous évaluons et comparons entre eux les sites potentiels à l'aide d'un modèle de notation efficace adapté à vos besoins.

Analyses de portefeuille

Nous fondant sur des modèles de portefeuille sophistiqués, nous vous soumettons des recommandations pour constituer un parc immobilier optimal tenant compte de la structure rendement et du potentiel de diversification de vos biens immobiliers.

Tendances du marché immobilier

Nos études méthodiques du marché suisse de l'immobilier dans les segments bureaux, logements, commerce de détail et biens spéciaux nous permettent d'analyser pour vous les tendances de l'offre et de la demande et de mettre en évidence les potentialités.

Contact

Si vous souhaitez des informations complémentaires ou obtenir une offre sans engagement, n'hésitez pas à nous appeler au n° de téléphone + 41 44 333 89 17 ou à nous contacter par e-mail: immobilier.economicresearch@creditsuisse.com

Immeubles récents
ou revenus exonérés
d'impôts?

**CS REF
PropertyPlus
vous offre les
deux à la fois.**

propertyplus

Private Banking • Investment Banking • Asset Management

C'est le moment d'investir dans l'immobilier.

Comme le fonds immobilier Credit Suisse Real Estate Fund PropertyPlus (CS REF PropertyPlus) possède ses immeubles en propriété directe, vous ne payez pas, en tant qu'investisseur privé domicilié en Suisse, d'impôt sur le revenu du fonds, ni d'impôt sur la fortune sur vos parts. Particulier ou investisseur institutionnel, vous participez à un portefeuille diversifié comprenant uniquement des immeubles neufs ou très récents et des projets de grande qualité, gages de plus-values durables. CS REF PropertyPlus est tout indiqué pour les investisseurs ayant un horizon de placement à moyen ou à long terme qui apprécient les avantages de valeurs réelles et solides, et souhaitent en même temps participer au marché des capitaux.

De nouvelles perspectives. Pour vous.

Nom du fonds:	Credit Suisse Real Estate Fund PropertyPlus
Numéro de valeur:	4515984
Cercle d'investisseurs:	investisseurs privés et institutionnels
Cotation:	négoce à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange
Renseignements:	pour obtenir plus d'informations tél. 044 332 58 08, fax 044 332 10 82 ou www.credit-suisse.com/realestatefunds

CREDIT SUISSE 