

Swiss Issues Immobilier Monitor 4^e trimestre 2009

Décembre 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

8 décembre 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 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 | 10 |

| | | |
|----------|------------------------------|-----------|
| 2 | Surfaces d'habitation | 13 |
| 2.1 | Demande | 13 |
| 2.2 | Offre | 14 |
| 2.3 | Résultat du marché | 16 |

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

| | | |
|----------|--------------------------|-----------|
| 4 | Surfaces de vente | 28 |
| 4.1 | Demande | 28 |
| 4.2 | Offre | 28 |
| 4.3 | Résultat du marché | 29 |

| | | |
|----------|-------------------------------------|-----------|
| 5 | L'immobilier comme placement | 32 |
|----------|-------------------------------------|-----------|

| | | |
|--|---|-----------|
| | Produits de consulting de Credit Suisse Real Estate Analysis | 34 |
|--|---|-----------|

Synthèse

Actuellement, les marchés helvétiques du logement s'accommodent très bien des retombées négatives de l'évolution économique sur la demande, que l'immigration persistante et les intérêts hypothécaires bas stabilisent tout en maintenant le taux de vacance à un faible niveau. Par ailleurs, il faut s'attendre aussi à un déclin de la production de logements, comme laisse présager la baisse actuelle du nombre de demandes de permis de construire. Ainsi, l'offre et la demande devraient toujours connaître une évolution quasiment identique dans les prochains trimestres, qui permet d'envisager une stabilisation des conditions sur le marché du logement. Nous n'avons pas pu observer le même phénomène pour les immeubles commerciaux. Pour l'heure, l'expansion des surfaces de bureaux et de détail se maintient encore à un niveau élevé, car la consolidation dans les deux segments ne peut se constater que lors de la planification. La demande en surfaces commerciales demeure faible et ne parvient pas à absorber l'extension de l'offre dans la mesure souhaitée, si bien que des excédents se font jour.

Le marché helvétique du logement reste équilibré

La demande en logements reste intacte en Suisse. D'un côté, elle subit certes les effets négatifs de l'attitude réservée et de la hausse du chômage, mais d'un autre, la baisse des intérêts ainsi que la solidité surprenante de l'immigration, même à un niveau moins élevé, se traduisent par des impulsions durables en la matière. De ce fait, le marché helvétique de l'immobilier est actuellement au beau fixe. En principe, nous ne prévoyons pas de remise en question de cette situation, compte tenu du léger ralentissement du flot de logements terminés du côté de l'offre qui s'opère parallèlement à l'atténuation attendue des impulsions de la demande.

Figure 1

Marché des surfaces d'habitation

| Demande | Tendance actuelle | Evolution escomptée dans 6 mois |
|--|-------------------|---------------------------------|
| <i>Evolution démographique:</i> en comparaison annuelle, le solde de l'immigration s'élevait au troisième trimestre 2009 à 19 100 personnes, ce qui équivaut à un recul de 27%. La baisse du solde migratoire ne s'est pas accentuée davantage durant 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> la reprise de l'économie suisse en 2010 devrait inciter la Banque nationale suisse à mettre un terme à sa politique monétaire expansionniste. Par conséquent, la fin de la phase des taux d'intérêt bas approche. | → | ↗ |
| Offre | | |
| <i>Constructions neuves et logements en chantier:</i> au troisième trimestre 2009, le nombre de nouveaux logements construits a légèrement augmenté de 1,4% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Le parc de logements en construction a également progressé sur cette période et se situe désormais au plafond record depuis plusieurs années d'environ 64 400 unités d'habitat. | → | ↘ |
| <i>Permis de construire:</i> l'activité de la branche de l'étude de projets ralentira lentement. Le total des demandes de permis de construire soumises ces 12 derniers mois pour des unités d'habitation est en baisse de 8% en comparaison annuelle. Les autorisations de construire enregistrent un recul de 11%. | ↘ | ↘ |
| Résultat du marché | | |
| <i>Taux de l'offre:</i> à l'heure actuelle, les chiffres de l'offre s'élèvent à 2,93%. Depuis le quatrième trimestre 2008, le nombre de logements proposés sur le marché est donc parvenu à se sortir de l'ornière et a progressé de 0,11%. | ↗ | ↗ |
| <i>Prix:</i> entre le début de l'année et le troisième trimestre 2009, les prix de transaction pour les appartements en propriété n'ont plus témoigné que d'une évolution latérale dans toute la Suisse (+0,2%). Les prix des maisons individuelles ont déjà reculé légèrement sur la même période (-1,2%). | → | → |

Légende: Forte croissance: ↗ / croissance modérée: ↘ / statu quo: → / faible recul: ↘ / fort recul: ↘

Source: Credit Suisse Economic Research

Pour l'heure, la construction de logements a le vent en poupe et atteint un niveau record sur cette dernière décennie (+9,6% par rapport à 2008). Au regard de ses entrées de commandes, le secteur du bâtiment se ressent néanmoins déjà du fléchissement de l'activité de la branche de l'étude de projets et y réagit en renonçant à entreprendre des efforts particuliers coûteux. Le nombre d'autorisations de construire pour des logements ces six derniers mois a désormais reculé de près d'un cinquième par rapport à 2008. Nous tablons en 2010 sur un repli de l'activité de construction d'environ 3% comparé à 2009. Selon nous, l'effritement de la demande ne sera plus suffisant pour absorber l'intégralité de la production de surfaces d'habitation, ce qui devrait se traduire par une légère hausse des taux de vacance.

Après plusieurs années d'augmentation des prix des logements en propriété, qui allait en partie de pair avec des taux de croissance élevés pour les emplacements privilégiés, nous nous attendons à un essoufflement notable de ce dynamisme durant l'année en cours. Depuis leur zénith atteint début 2009, seuls les prix des appartements en propriété au centre de Genève et de Zurich, ainsi que dans quelques rares régions touristiques, ont affiché une hausse supérieure à 1%. Dans le reste de la Suisse, de l'Arc lémanique au lac de Constance, la tendance à la stagnation voire, dans les régions en retard structurel, à la baisse des prix est de mise. De véritables effondrements semblent néanmoins exclus en raison du taux d'occupation généralement bas, sauf à Genève et dans les destinations touristiques, car le niveau actuel des prix ne peut plus y être qualifié de durable.

Signes de faiblesse manifestes du marché helvétique des surfaces de bureaux

Il est intéressant de constater que l'emploi de bureau, qui fait preuve d'une belle résistance face à la crise, a progressé même au troisième trimestre 2009. De manière classique, il réagit avec beaucoup de retard à l'évolution économique, de sorte que nous envisageons quand même une baisse de ses effectifs dans les trimestres à venir, mais moins forte que prévu, notamment parce que quelques branches tertiaires comme l'informatique ou les services aux entreprises peuvent tirer profit des changements d'ordre structurel (externalisations, importance élevée de l'informatique) et devraient donc être moins touchées par les suppressions d'emplois que lors des récessions précédentes.

Après que la branche de l'étude de projets de surfaces de bureaux s'est laissé porter par une vague d'optimisme jusqu'au début de 2009, les demandes de permis ont nettement perdu des plumes depuis, puisqu'elles reculent au total de 41% par rapport à l'année 2008, qui représente simultanément le plafond record dans le dernier cycle des surfaces de bureaux. Les signes d'une stabilisation au cours plancher ne se font pas encore sentir à l'heure actuelle. Une tendance à la baisse du nombre d'autorisations de construire s'est également observée avec le retard habituel. Contrairement au dernier cycle de surfaces de bureaux, le volume des demandes de permis de construire qui débouchent sur une autorisation est beaucoup plus restreint. Divers projets de construction, qui se trouvaient à un stade de planification initial, ont été arrêtés ou redimensionnés, en particulier en ce qui concerne la part de l'affectation de bureaux. 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. Néanmoins, il y a actuellement en moyenne davantage de surfaces de bureaux en chantier qu'arrivées sur le marché ces dernières années, ce qui laisse présager de la hausse des taux de vacance ainsi que de l'apparition d'une pression sur les prix. Au regard du recul des permis de construire, l'augmentation des surfaces disponibles ne devrait s'estomper qu'à compter de 2011.

Les prix proposés et les chiffres de l'offre ont stagné au troisième trimestre 2009. L'augmentation frappante en l'espace de trois mois de la durée de publication pour les surfaces de bureaux est cependant révélatrice des difficultés grandissantes que connaît la vente de surfaces de bureaux.

Figure 2

Marché des surfaces de bureaux

| Demande | Tendance actuelle | Evolution escomptée dans 6 mois |
|--|--------------------------|--|
| <i>Emploi de bureau:</i> l'emploi de bureau fait montre d'une solidité surprenante même au troisième trimestre 2009. Il a désormais progressé de 1,2% par rapport au même trimestre en 2008 et de 0,9% par rapport au trimestre précédent. | → | ↓ |
| Offre | | |
| <i>Permis de construire:</i> en rythme annuel, le total des autorisations de construire pour les surfaces de bureaux a continué de reculer ces derniers mois, accusant désormais une baisse de 14% par rapport à 2008. Les demandes de permis de construire se sont même effondrées de 41%. | ↓ | ↘ |
| Résultat du marché | | |
| <i>Prix:</i> les prix proposés en moyenne en Suisse pour les surfaces de bureaux sont demeurés inchangés au troisième trimestre 2009 par rapport à 2008. La durée de publication en moyenne nationale a augmenté de 10 jours par rapport au trimestre précédent tandis que les chiffres de l'offre réussissent à se maintenir à 2,84%. | → | ↘ |

Légende: Forte croissance: ↑ / croissance modérée: ↗ / statu quo: → / faible recul: ↘ / fort recul: ↓

Source: Credit Suisse Economic Research

La branche de l'étude de projets de surfaces de vente en nette perte de vitesse

Longtemps, les marchés helvétiques des surfaces de vente sont parvenus à masquer leurs déséquilibres structurels derrière la solide consommation des ménages privés. Depuis le net déclin de l'envie de consommer – les chiffres d'affaires réels du commerce de détail ont cédé 0,5% au troisième trimestre 2009 par rapport à 2008 –, les faiblesses sont devenues manifestes. Alors que l'on atteint déjà des sommets dans toute l'Europe en termes de surfaces de vente par personne, la persistance de leur expansion exerce inéluctablement une pression sur les prix et les rendements des objets. De nouvelles surfaces arrivent certes toujours sur le marché, mais les signes avant-coureurs d'une décongestion se font déjà sentir. En rythme annuel, les autorisations de construire pour les surfaces de vente ont baissé de 16% par rapport à 2008 et laissent présager d'un recul du nombre de nouvelles surfaces de vente pour 2010/2011 au moins.

Au premier semestre, les emplacements favorisés ont particulièrement souffert de la récession. Les prix proposés dans le segment supérieur (10% des objets les plus chers) ont certes réussi à se stabiliser au troisième trimestre, mais n'ont pas dépassé le niveau de 2004, avoisinant désormais 54 CHF/m² et par an; ils sont donc en baisse par rapport à fin 2008. Les surfaces de premier ordre ont encore pu enregistrer de fortes hausses de prix, dues à une demande importante pour des emplacements favorisés. En revanche, les prix moyens proposés pour les surfaces de vente sont en constant recul depuis 2007, ce qu'il faut interpréter comme une réaction à leur forte expansion. Entre-temps, ils ont atteint une valeur plancher depuis des années, à savoir environ 241 CHF/m² et par an.

Figure 3

Marché des surfaces de vente

| Demande | Tendance actuelle | Evolution escomptée dans 6 mois |
|---|--------------------------|--|
| <p><i>Climat de consommation:</i> le moral des consommateurs s'est légèrement amélioré, ressortant désormais à -29,6 points (moyenne à long terme: -9 points)</p> | ↗ | → |
| <p><i>Chômage:</i> la récession passée continue de faire grimper le taux de chômage qui, exprimé en données corrigées des variations saisonnières, a atteint 4,1% en octobre.</p> | ↗ | ↗ |
| <p><i>Chiffres d'affaires du commerce de détail:</i> les chiffres d'affaires réels du commerce de détail, en données corrigées du nombre de jours de vente, ont baissé de 0,5% au troisième trimestre 2009 par rapport à 2008. Le vaste secteur de l'habillement et des chaussures a dû faire face à d'importantes pertes puisque son chiffre d'affaires a reculé au 3^e trimestre de 7,6% en comparaison annuelle.</p> | → | → |
| <p>Offre</p> | | |
| <p><i>Permis de construire:</i> la branche de l'étude de projets des surfaces de vente s'essouffle considérablement. En comparaison annuelle, le total des projets de construction par rapport au nombre d'autorisations octroyées ces 12 derniers mois a reculé de 16%. Au regard des demandes de permis, l'activité de l'étude de projets s'est même réduite de 26% par rapport à 2008.</p> | ↓ | ↘ |
| <p>Résultat du marché</p> | | |
| <p><i>Prix:</i> tandis que les prix moyens des surfaces de vente standards ont à nouveau connu une baisse au troisième trimestre 2009 (-1,1% par rapport au précédent), la catégorie de prix supérieure s'est certes stabilisée, mais concède toujours près de 8,9% par rapport au même trimestre de l'année précédente.</p> | →(A) ↘(B) | →(A) ↘(B) |

Légende: 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

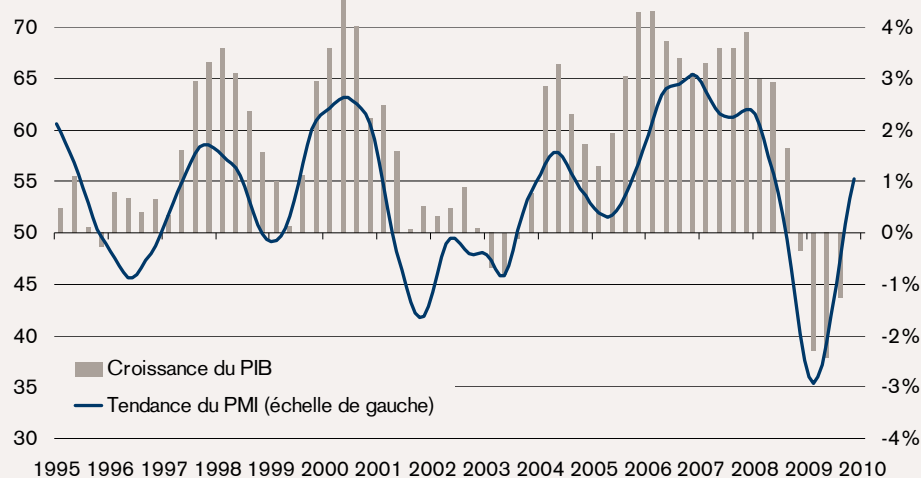
Principale unité de mesure de la valeur ajoutée créée dans un pays, la croissance du produit intérieur brut (PIB) fait l'objet d'estimations trimestrielles de la part du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO). De son côté, le Purchasing Managers' Index (PMI) de l'ASAA offre un instantané précis et direct 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.

L'économie suisse progressera en 2010. Nous maintenons notre prévision de février, selon laquelle le PIB gagnera 0,6% en 2010, contre une estimation révisée de -1,6% en 2009. La modeste reprise du produit intérieur brut réel qui est prévue repose sur les impulsions des marchés d'exportation, qui se relèvent de leur bas niveau, et sur le pilier qu'offre la consommation intérieure. En revanche, la situation reste tendue sur le marché du travail. En moyenne annuelle, nous tablons sur un taux de chômage de 5,2% en 2010. La hausse des prix est modérée, avec une inflation de 1%.

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 troisième trimestre 2009, le produit intérieur brut réel a enregistré une hausse de 0,3%, la première depuis le 2^e trimestre 2008. Encore au 1^{er} trimestre 2009, le PIB a baissé de 0,9% après correction, soit sa plus forte chute depuis le début des mesures en 1980. En comparaison annuelle, le recul ressort à 1,3% au 3^e trimestre 2009 (figure 4). Le repli se ralentit donc nettement, d'autant que la révision des trimestres précédents a fait diminuer le PIB de 2,4% par rapport à 2008 au 2^e trimestre. La décomposition de la production macro-économique en emplois montre que la consommation continue d'être un pilier solide de l'économie, tandis que le commerce extérieur, durement frappé par la récession, ainsi que les investissements ont atteint le creux de la vague. Pour la première fois après un an en chute libre, les exportations de marchandises et de services sont parvenues à progresser à nouveau au 3^e trimestre par rapport au précédent.

Embellie dans l'industrie

Alors qu'il se maintenait au départ à un niveau modeste, on assiste depuis plusieurs mois à une amélioration des perspectives pour le secteur industriel. Ainsi, l'indice ASAA des directeurs d'achats (PMI) a selon l'évolution actuelle continué de progresser jusqu'à atteindre 55,3 points en novembre. Pour le quatrième mois consécutif, l'indice non lissé se situe au-dessus du seuil de croissance des 50 points. Les cinq sous-indices qui entrent dans le calcul du PMI ont clôturé en hausse par rapport au mois précédent. Seuls les sous-indices des stocks de matières premières et de semi-produits ainsi que de l'emploi se trouvaient en deçà de la zone de croissance. Il convient de souligner la progression marquée de 8,8 points du composant des carnets de commandes, à 66,5 points – son plus haut niveau depuis novembre 2007.

Vous trouverez de plus amples informations sur la situation économique générale dans l'actuel numéro du [moniteur conjoncturel](#) publié par Credit Suisse Economic Research.

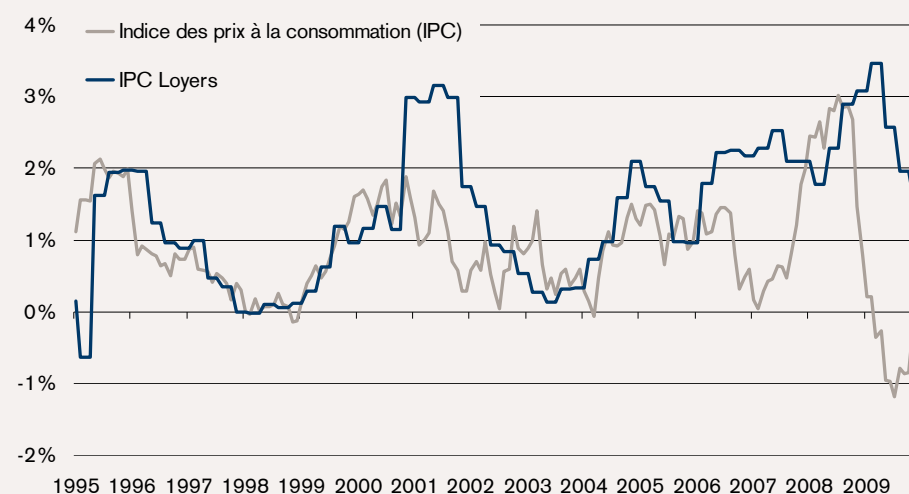
1.2 Evolution des prix

Depuis 1922, 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. Le panier des produits ne comprend pas les dépenses dites de transfert, comme les impôts directs, les cotisations aux assurances sociales et les primes d'assurance-maladie. L'indice des loyers mesure quant à lui l'évolution des loyers; sa pondération au sein de l'IPC est d'un cinquième.

Figure 5

Prix à la consommation et loyers

Indice des prix à la consommation (IPC): Valeurs mensuelles; IPC Loyers: Valeurs trimestrielles



Source: Office fédéral de la statistique

Un renchérissement annuel désormais égal à 0%

En rythme annuel, on n'observe plus de renchérissement de la consommation en Suisse. L'indice des prix à la consommation a fluctué de 0,0% en novembre (figure 5). En comparaison annuelle, les baisses ont concerné les produits pétroliers (-8,8%), les loisirs et la culture (-1,0%); à l'inverse, on a constaté des hausses dans l'habillement et les chaussures (+2,5%) ou dans les restaurants et hôtels (+1,4%). En comparaison mensuelle, les prix à la consommation ont légèrement augmenté de 0,2%.

Légère augmentation des loyers

Si les prix à la location n'ont plus baissé au dernier trimestre, ils n'ont connu qu'une hausse très modérée de 0,2% en comparaison trimestrielle. Une pression de la demande légèrement moins forte, qui s'explique avant tout par le ralentissement de l'immigration, ainsi que la forte expansion actuelle du parc de logements en location se traduisent par des augmentations insignifiantes, auxquelles s'ajoute l'influence du faible taux d'intérêt de référence de 3%, à l'origine de di-

verses réductions de loyers. Toutefois, on mesure un renchérissement annuel positif des loyers de près de 1,5% en raison des hausses enregistrées au début de l'année.

1.3 Climat de consommation

La figure 6 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. L'indice du climat de consommation inclut trois des neuf questions que compte cette étude au total.

Embellie du climat de consommation

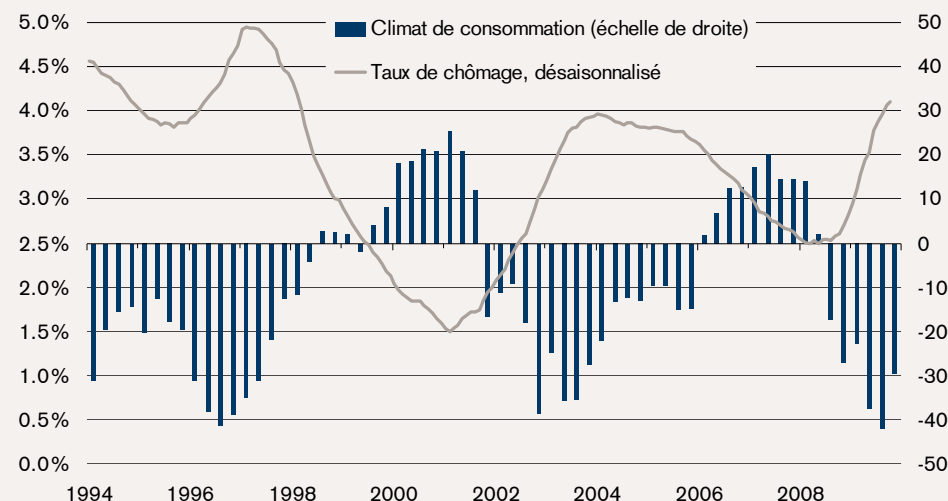
Le climat de consommation s'est légèrement repris au troisième trimestre 2009. Actuellement, les consommateurs affichent approximativement le même moral économique qu'à l'automne 2003, lorsque la récession engendrée par l'éclatement de la bulle technologique touchait à sa fin (figure 6). De plus, ils se déclarent nettement plus optimistes que durant les années 1990, marquées par la morosité de la consommation, comme le montrent les résultats de l'enquête du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) réalisée quatre fois par an auprès des ménages. Ainsi, l'indice composite du climat de consommation a certes grimpé de 8 points, mais, à -30 points, il s'établit toujours nettement en dessous de sa moyenne à long terme de -8,8 points.

En revanche, la récession laisse des traces de plus en plus profondes sur le marché helvétique du travail. Selon les chiffres du SECO, 158 138 chômeurs étaient inscrits aux offices régionaux de placement (ORP) fin octobre 2009, soit 3729 personnes de plus qu'au mois de septembre. Le taux de chômage est donc passé de 3,9% en septembre 2009 à 4,0% en octobre. Comparé au même mois de l'année précédente, on compte 57 667 chômeurs supplémentaires (+57,4%), Leur nombre corrigé des variations saisonnières ne cesse d'augmenter depuis 14 mois.

Figure 6

Climat de consommation et chômage

Climat de consommation: Valeurs trimestrielles; Taux de chômage: Valeurs mensuelles

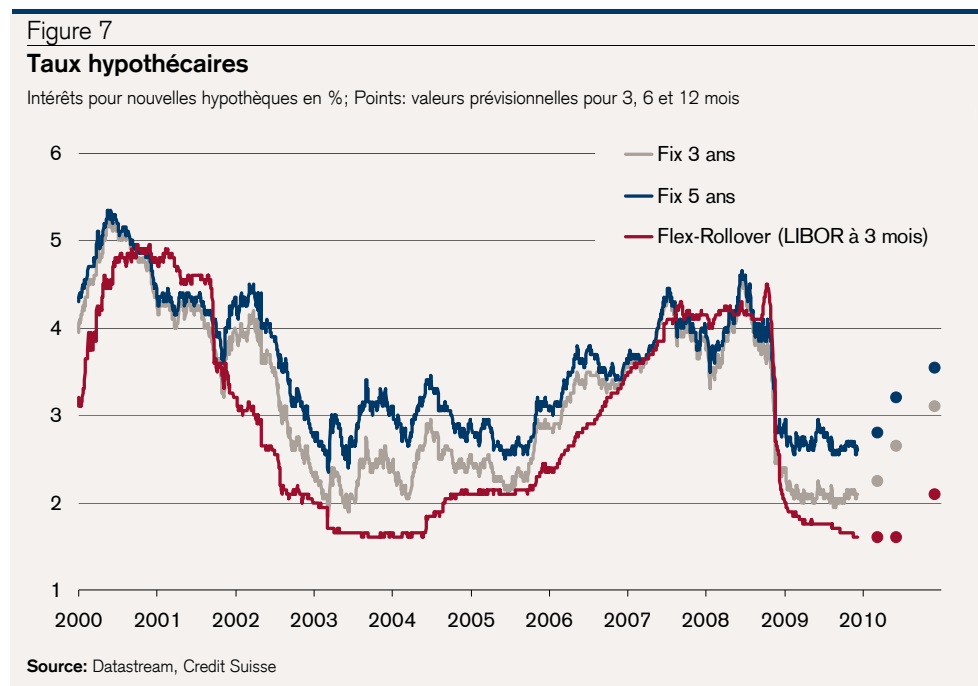


Source: Secrétariat d'Etat à l'économie

1.4 Taux d'intérêt

La figure 7 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. A noter que les Hypothèques fix peuvent être assorties d'une échéance de 3 ou 5 ans.



La fin des taux bas approche

Pour l'instant, cependant, il n'y a aucune pression inflationniste en Suisse. Cette situation permet à la BNS de continuer à soutenir la relance conjoncturelle au moyen d'une politique monétaire expansive. Actuellement, le Libor est proche de l'objectif de la BNS. Avec la détente survenue sur le marché monétaire, la BNS peut progressivement abandonner les mesures touchant aux liquidités. Une nouvelle baisse des taux à court terme paraît donc très improbable. 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 rollover 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 à long termes devraient repartir à la hausse plus tôt, après avoir atteint des niveaux extrêmement bas.

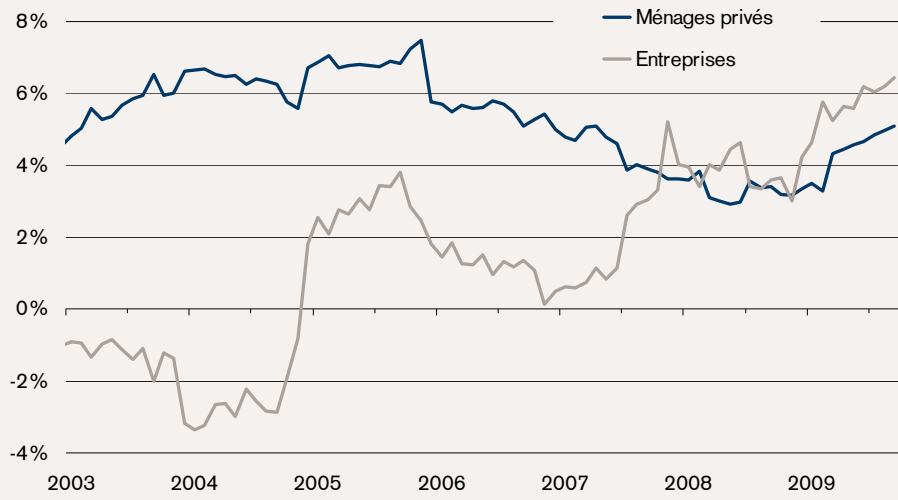
Croissance plus rapide du volume hypothécaire

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 jusqu'à 7%. L'augmentation des intérêts et des signes de saturation ont provoqué par la suite une chute du taux juste en dessous de 3% jusqu'en 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.

Durant l'année 2009, le taux de croissance du volume des emprunts hypothécaires consentis aux ménages s'est extrait de son ornière. Cette évolution coïncide avec la nouvelle phase de baisse record des intérêts hypothécaires, qui rend actuellement la propriété de biens immobiliers très attrayante. En outre, l'immigration exceptionnelle de ces dernières années a eu un effet de niveau sur le volume des emprunts hypothécaires. Les taux de croissance annuels n'ont cessé d'augmenter au cours de 2009, de 3,5% en janvier à 5,1% en septembre. Le volume des hypothèques bancaires dues par les ménages privés s'établit désormais à près de 556 mrd CHF.

Figure 8
Volumes hypothécaires des banques

Taux de croissance en rythme annuel



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse Economic Research

2 Surfaces d'habitation

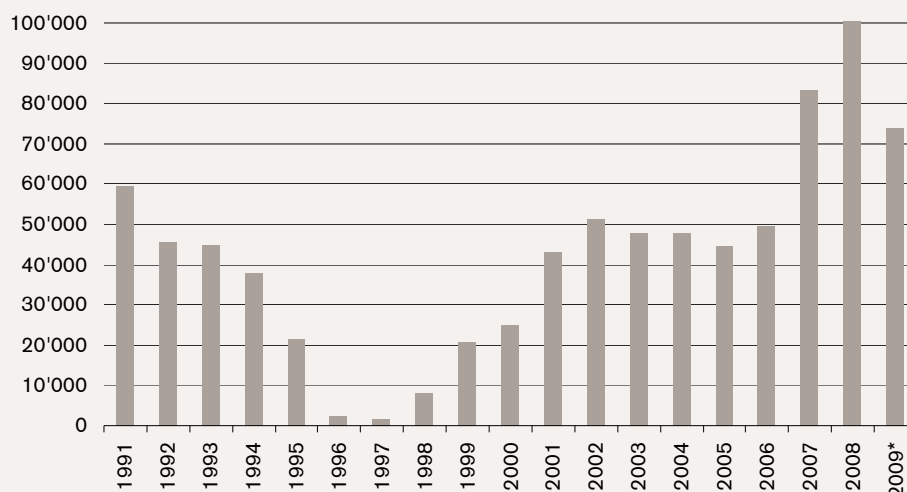
2.1 Demande

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 résidente 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 résidente permanente (changements de statut compris), s'élève à +103 100 personnes (2007: +83 400 personnes).

Figure 9

Une vague migratoire durable

Solde des mouvements migratoires de la population résidente permanente étrangère avec changements de statut



* 2009: estimation de Credit Suisse Economic Research

Source: Office fédéral des migrations, Credit Suisse Economic Research

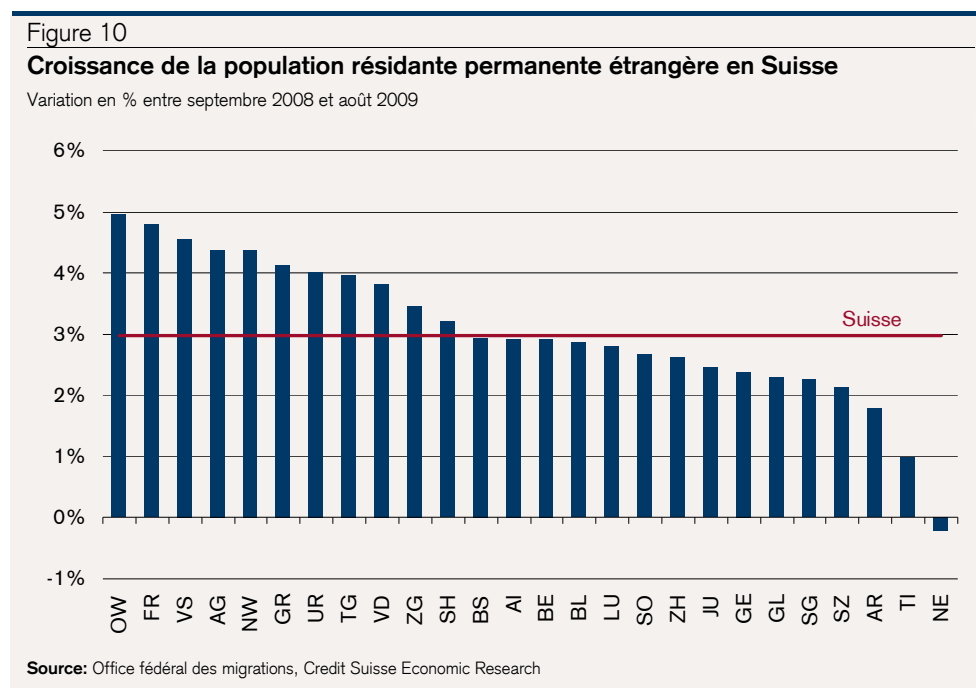
Véritable solidité de l'immigration

Le redressement seulement progressif de la performance économique helvétique ainsi que la hausse constante du chômage diminuent dans une certaine mesure l'attrait de la Suisse pour les migrants potentiels, car le marché du travail propose moins d'emplois. Au cours des trois premiers trimestres 2009, le solde de la population étrangère résidente permanente s'élevait à + 56 400, soit encore 71% de celui de 2008. Après un essoufflement de l'immigration au début de l'année, on n'a plus constaté d'autre ralentissement en 2009. Le solde migratoire dépassera ainsi à nouveau la moyenne à long terme et maintiendra donc une nouvelle fois la croissance démographique à un niveau supérieur à la moyenne.

Immigration plus ou moins forte selon les cantons

Cependant, le ralentissement de l'immigration ne masque pas les disparités cantonales en termes de cadence. Tandis que la part de la population étrangère résidente permanente dans le canton d'Obwald s'est accrue de près de 5% en l'espace d'un an même après l'éclatement de la crise, elle a marqué le pas dans celui de Neuchâtel, très dépendant de l'industrie horlogère (figure 10). Ces douze derniers mois, l'immigration a avant tout bénéficié à la Suisse centrale (OW, NW, ZG) à la fiscalité particulièrement avantageuse, aux cantons de domicile proches du moteur économique de la Région lémanique (FR, VS, VD), ainsi qu'à l'Argovie et à la Suisse

orientale (Grisons et Thurgovie). La crise financière et économique a eu un impact en particulier sur l'immigration à Zurich en tant que centre financier. Dans ce canton, l'augmentation en pourcentage de la population étrangère résidente est désormais à la traîne de la moyenne nationale, alors qu'il arrivait encore en tête il y a douze mois, avec une croissance annuelle de 7,4%. Le développement de la tendance de la population étrangère à s'installer dans les cantons de domicile suburbains en raison du plus grand nombre de logements disponibles à un prix plus abordable pourrait aussi contribuer à ce glissement.



La croissance réelle des salaires une dernière fois locomotive de la demande de logements en 2009

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 stagnation de l'économie. La croissance réelle des salaires en 2009 devrait s'élever à plus de 1%, principalement en raison des contrats de travail conclus encore l'année dernière et de la chute de l'inflation. Nous tablons pour 2010 sur la fin de cette croissance nominale de près de 1% en raison de la hausse quasiment parallèle des prix à la consommation. Le ralentissement de la croissance réelle des salaires ainsi que la progression de l'incertitude face à l'emploi ne devraient plus déclencher une demande supplémentaire significative de logements.

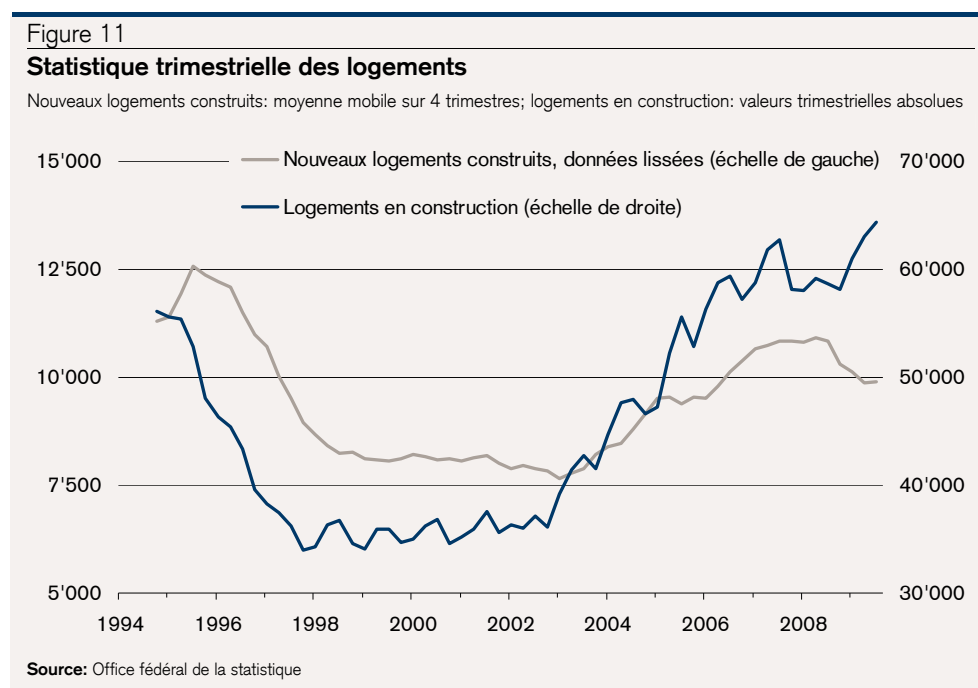
2.2 Offre

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. Pour l'année en cours, environ 40 000 logements supplémentaires seulement devraient être réalisés. Ensuite, il faut s'attendre à un recul global de la construction de près de 3% en 2010.

Nombre record de logements en construction

Le nombre de nouveaux logements construits au troisième trimestre 2009, qui est désormais de 10 757, n'a guère évolué en comparaison annuelle (+1,4%). Si on y ajoute la moyenne des quatre derniers trimestres, on observe toutefois une baisse de 8,5% par rapport à la même période de l'année précédente (figure 11). Cette valeur lissée reflète la tendance au recul du

nombre de projets terminés, alors que celui des logements en construction a progressé pour la troisième fois consécutive. Au troisième trimestre 2009, on comptait près de 64 400 logements en chantier, soit la valeur la plus élevée depuis le début des mesures en 1994. Bien que davantage de logements aient été achevés comparé aux deux premiers trimestres 2009, le nombre des projets de constructions entamés a continué de progresser au troisième trimestre. Ce constat recoupe les observations de la Société suisse des entrepreneurs (SSE), selon lesquelles le volume des commandes en carnet au troisième trimestre 2009 était supérieur de 5,8% à celui de la même période en 2008. En raison des carnets de commandes bien fournis et de la hausse de l'emploi dans la construction, nous tablons sur une forte production de logements au quatrième trimestre. Durant ce dernier, le sous-indice relatif à la construction de logements de l'indice de la construction suisse ressort d'ailleurs à 116, soit une valeur supérieure de 5 points à celle du trimestre précédent.¹



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, sachant qu'elle fait la distinction entre les maisons individuelles et les immeubles locatifs.

L'activité de planification de la construction de logements en nette perte de vitesse

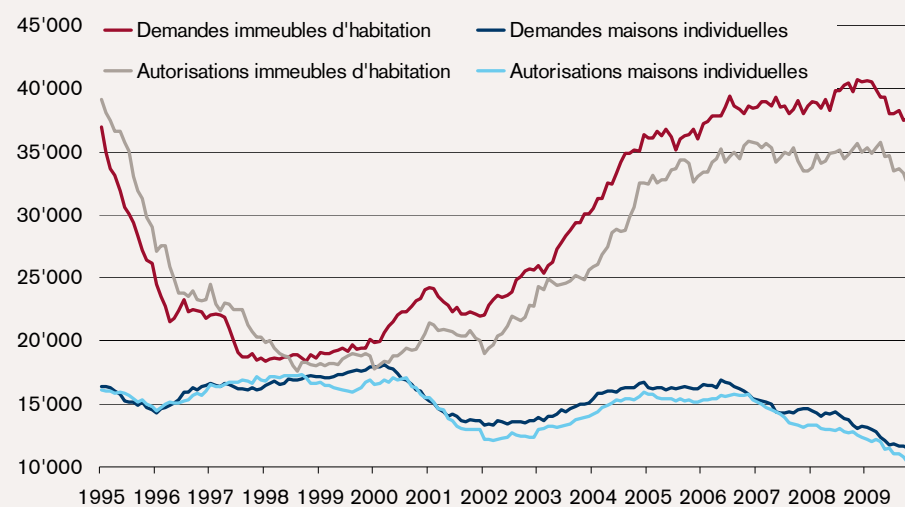
Le ralentissement de l'activité de planification de logements est devenu manifeste au cours des derniers mois. Les constats déjà faits plus tôt pour les unités d'habitat en immeubles locatifs et en particulier pour l'activité de planification des maisons individuelles s'étendent désormais aussi aux permis de construire d'immeubles locatifs. Ces douze derniers mois, 32 362 autorisations de construire pour des appartements en immeubles locatifs ont été accordées au total, soit un recul d'environ 8% en comparaison annuelle (figure 12). Ainsi, la construction d'immeubles locatifs s'éloigne du niveau auquel elle s'était maintenue pendant près de trois ans. Tandis que l'on assiste depuis longtemps à un repli progressif des autorisations de logements en propriété, celles des projets d'unités locatives ont entre-temps dépassé leur zénith, s'inscrivant désormais à la baisse.

¹ Vous trouverez l'indice de la construction suisse sur le site <https://marketdataresearch.credit-suisse.com/cs/mdr/p/d/qrr/research/files/getfiles.do?fileName=F091124000334.pdf>

Figure 12

Autorisations de construire et demandes de permis en Suisse

Nombre d'unités-logement, total glissant sur 12 mois



Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

2.3 Résultat du marché

Il s'écoule souvent deux ans voire plus entre la planification des logements et leur livraison clés en main. L'allongement des délais de production – devenu une constante sur le marché de l'immobilier – est aussi responsable de son déséquilibre permanent. Les désordres qui en résultent se traduisent avant tout par des fluctuations à la hausse ou à la baisse des taux de vacance, véritable baromètre de la santé du marché de l'immobilier. Ce léger décalage dans le temps est souvent à l'origine du taux fluctuant des pénuries de logements et, partant, d'une certaine volatilité des prix de l'immobilier.

Hausse des chiffres de l'offre

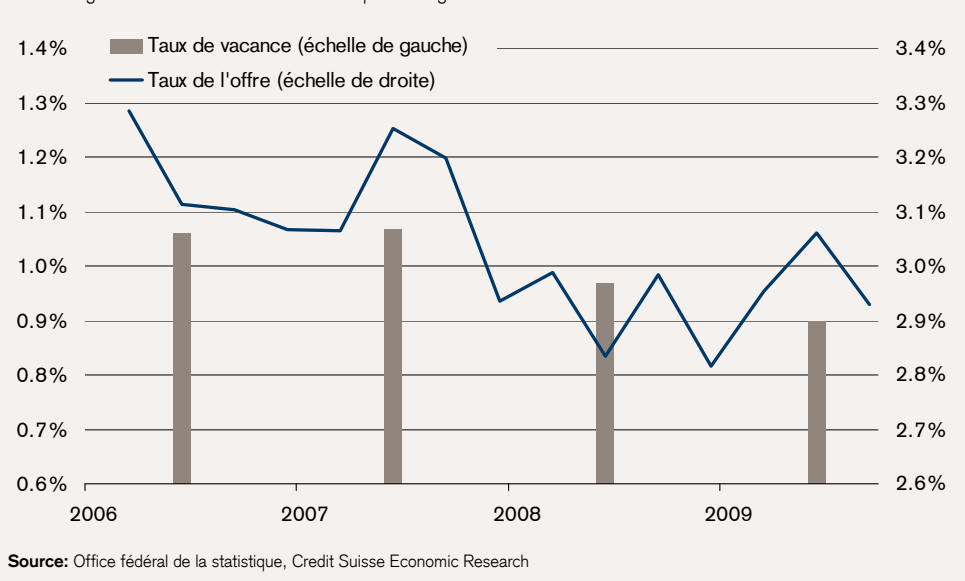
Les taux de vacance n'expriment néanmoins qu'une partie du résultat du marché. En effet, un faible taux de vacance peut tout à fait occulter des changements fréquents d'habitat. En outre, le recensement concret des logements vides ne s'avère pas être un indicateur optimal de l'évolution du résultat du marché. D'une part, cette étude n'est réalisée qu'une seule fois par an et ne permet parfois d'identifier d'éventuels changements de la situation de marché qu'avec un certain décalage. D'autre part, elle n'est qu'un instantané pris à un jour de référence et ne permet donc pas d'éviter les distorsions notamment sur les petits agrégats spatiaux, étant donné que même un nombre restreint de logements vides peut avoir des retombées plus ou moins importantes sur le taux de vacance. Les chiffres de l'offre, calculés par Credit Suisse Economic Research en collaboration avec la plate-forme immobilière Immovista, n'impliquent pas ce genre de difficultés. Non seulement ils sont publiés chaque trimestre, mais ils ne sont pas non plus mesurés uniquement à un seul jour de référence et prennent donc en compte les offres de tout un trimestre.

Lorsque l'on compare les taux de vacance avec les chiffres de l'offre, on note que les logements proposés sont rarement vides. Par conséquent, les logements proposés sont normalement supérieurs aux chiffres de l'offre. Ces données ne se prêtent donc pas à une comparaison directe, bien que leurs fluctuations soient généralement parallèles puisque les deux taux de variation reflètent la même évolution de marché. La [figure 13](#) indique les chiffres de l'offre et les taux de vacance depuis 2006.

Figure 13

Taux de l'offre et taux de vacance

Taux de logements vacants et d'offre en % du parc de logements en Suisse



A l'heure actuelle, les chiffres de l'offre s'élèvent à 2,93%. Depuis le quatrième trimestre 2008, le nombre de logements proposés sur le marché est donc parvenu à se sortir de l'ornière et a progressé de 0,11%. L'examen des trimestres précédents montre que l'offre a continué à baisser jusqu'à fin 2008, seuls 2,82% du parc de logements étant proposés sur le marché au quatrième trimestre de cette même année. Depuis six mois, le nombre d'unités d'habitat disponibles sur le marché a tendance à augmenter à nouveau, ce qui s'explique par l'immigration nettement moins marquée ces derniers mois ainsi que par la forte production de logements. La hausse des chiffres de l'offre indique que les taux de vacance ont probablement atteint leur valeur plancher dès la fin 2008. Par conséquent, le renversement de tendance sur le marché du logement suisse a déjà été opéré.

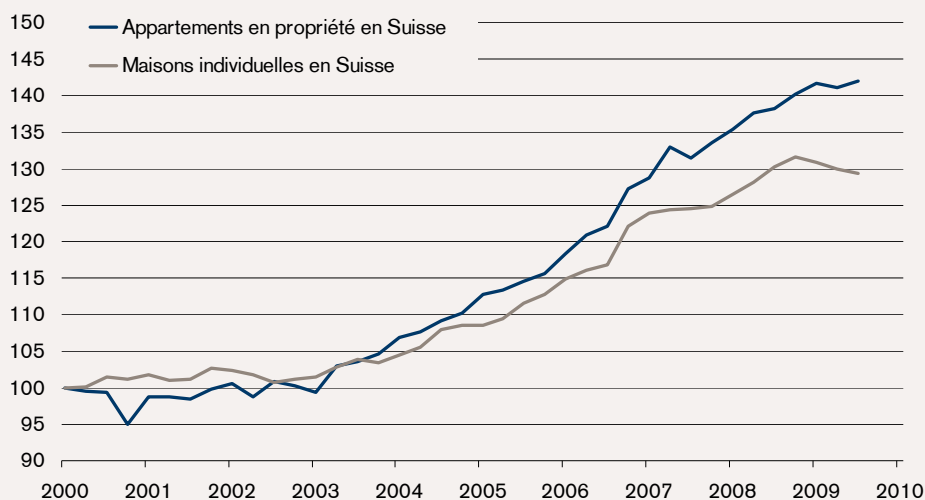
Les prix de transaction à la croisée des chemins

Après que les prix des logements en propriété ont augmenté pendant des années, affichant en partie d'importants taux de croissance pour les emplacements privilégiés, nous pensons que cette évolution marquera nettement le pas en 2009. A l'échelon national, la [figure 14](#) montre que l'on peut déjà identifier un léger recul des prix pour les maisons individuelles, tandis qu'on observe uniquement un ralentissement des prix de transaction pour les appartements en propriété. Au cours des derniers mois, ils ont enregistré une légère baisse notamment dans les régions suisses périphériques en retard structurel. Dans la plupart des cantons, les prix de transaction pour les appartements en propriété ont tendance à plus ou moins stagner comparé aux valeurs relevées début 2009. Seuls les emplacements très convoités continuent de présenter des hausses de prix. Aux abords du lac Léman, très touchés par les hausses, l'augmentation sensible des prix ne concerne plus que le canton de Genève et la région d'Aigle. Les prix ont également marqué le pas dans le bassin de Zurich, à l'exception de la ville en elle-même. D'autres augmentations se concentrent sur quelques pans de territoire peu peuplés comme les cantons du Valais et des Grisons, où la construction de résidences secondaires devrait permettre d'occulter les mécanismes de prix qui s'appliquent ailleurs.

Figure 14

Evolution des prix de transaction des appartements en propriété

Indice 2000 = 100

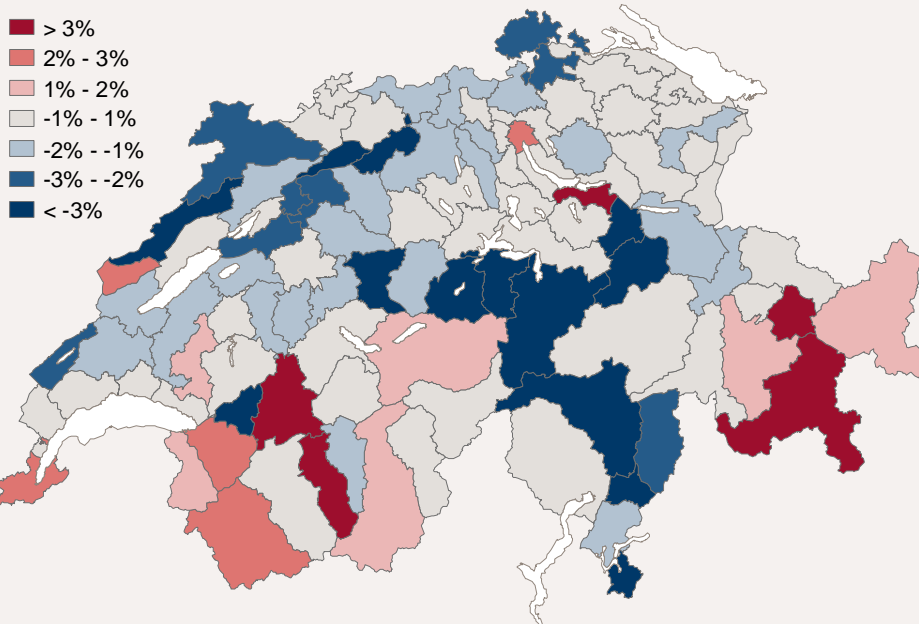


Source: Wüest & Partner

Figure 15

Hausses de prix des appartements en propriété

Evolution des prix de transaction pour un appartement en propriété moyen de 4,5 pièces entre 3T2009 et 1T2009



Source: Wüest & Partner, Geostat

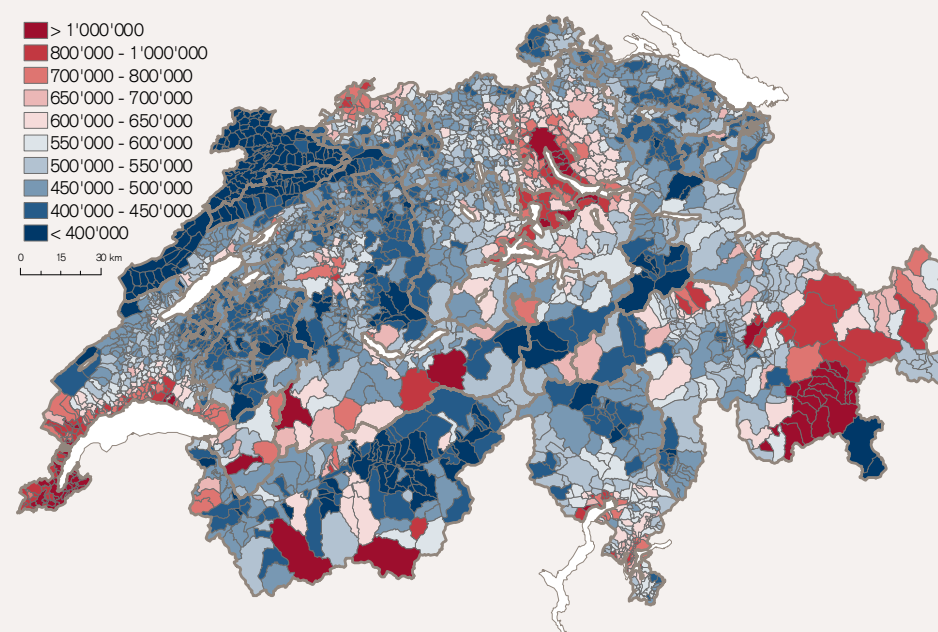
Prix de transaction au niveau des communes

La figure 16 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.

Figure 16

Prix des logements en propriété, 3^e trimestre 2009

Appartement moyen de 4.5 pièces en CHF



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

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, 10 dans le canton de Vaud, et 10 dans la région de Zurich.

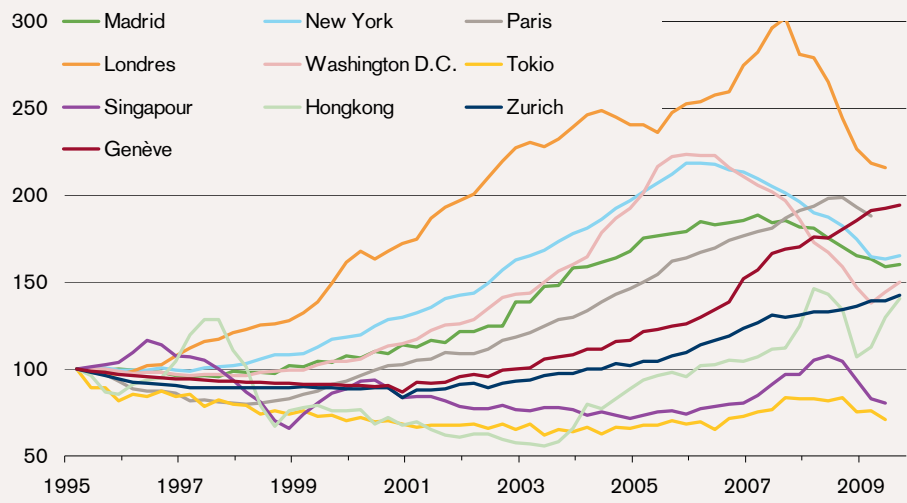
Phase de stabilisation au cours plancher des prix de l'immobilier américains

Nombre de marchés immobiliers internationaux secoués par la crise sont actuellement au cœur d'une phase de stabilisation qui se traduit par le ralentissement du rythme voire la fin des baisses de prix. Selon l'indice S&P/Case-Shiller, les prix aux Etats-Unis ont atteint le creux de la vague début 2009. Depuis, la plupart d'entre eux sont même parvenus à décoller de leur récente valeur plancher. De grandes incertitudes, s'agissant notamment des augmentations de taux d'intérêt ou des manques à gagner qui s'annoncent en raison du chômage, devraient néanmoins être un frein à une hausse rapide. Au niveau international, les prix de l'immobilier suisses affichent une progression inférieure à la moyenne, à l'exception du canton de Genève (voir ci-dessus) (figure 17). Compte tenu de la forte dissociation entre les prix dans cette région et l'évolution des revenus, il faut s'attendre à des baisses à Genève. Les prix des appartements en propriété affichent comparativement un dynamisme plus modéré à Zurich.

Figure 17

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

Indexée, 1995 = 100



Source: Bloomberg, Datastream, Wüest & Partner

3 Surfaces de bureaux

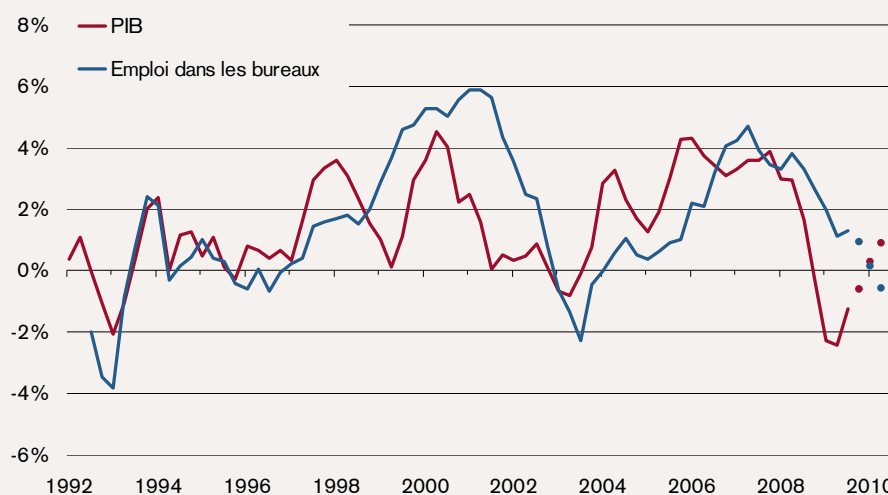
3.1 Demande

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 18

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

L'emploi de bureau se maintient à un niveau positif

Contre toute attente, l'emploi de bureau est parvenu à se maintenir voire à légèrement progresser au troisième trimestre 2009. Si l'on exclut les fonctionnaires comme dans notre définition, il dépasse de 1,2% le niveau du même trimestre de l'année précédente (figure 18). La résistance à la crise dont a fait preuve le secteur, qui n'englobe pas seulement les branches de bureau, mais aussi toutes celles du tertiaire, contraste fortement avec l'emploi dans l'industrie, touché de plein fouet par le ralentissement conjoncturel en en faisant les frais quasiment à lui seul. Les chiffres relatifs au travail à temps réduit permettent d'arriver à la même conclusion. Le secteur secondaire regroupe près de 90% des travailleurs concernés par la réduction de l'horaire de travail. Il est intéressant de constater qu'aussi bien le nombre de chercheurs d'emploi et de chômeurs que les effectifs augmentent dans le tertiaire. En octobre 2009, par comparaison avec l'année précédente, 3000 personnes supplémentaires auparavant salariées de la seule branche des services financiers se sont inscrites au chômage sans provoquer une baisse de l'emploi en général. Au contraire, ce dernier a progressé de 1800 postes sur la même période. On observe une situation semblable lors de tournants conjoncturels. De manière classique, le nombre de chômeurs réagit plus tôt que celui des employés, car le salaire continue d'être versé encore un certain temps en fonction de l'accord conclu en cas de licenciement et l'employé concerné est donc encore considéré comme salarié de l'entreprise. Enfin, les programmes sociaux, les délais de préavis et la réduction de l'horaire de travail ont pour effet que les chiffres de l'emploi du secteur tertiaire ne rendent compte des réductions de personnel qu'avec beaucoup de retard.

En conséquence, l'emploi de bureau devrait encore se ressentir de la crise. C'est pourquoi nous nous attendons toujours à sa baisse au cours des prochains trimestres. Au fur et à mesure de la récession, nous tablons toutefois de plus en plus sur un recul modéré, qui s'explique notamment par des raisons structurelles. L'informatique, les services aux entreprises ou l'immobilier profitent de chaînes de création de valeur composées de nombreux maillons et de l'expansion de l'externalisation de certaines activités. Compte tenu de la recherche accrue de gains de productivité par les entreprises, ces branches devraient être moins affectées par les suppressions d'emplois que lors des ralentissements économiques précédents. Cependant, l'immigration participe également au phénomène d'augmentation du chômage bien que les chiffres de l'emploi stagnent quasiment. L'afflux de main d'œuvre qualifiée permet certes aux entreprises de mieux couvrir leur besoin en personnel spécialisé, mais se traduit aussi par une hausse du chômage structurel en Suisse.

La suppression d'emplois attendue continuera d'asphyxier la demande en surfaces de bureaux déjà affaiblie par la crise. Compte tenu de l'incertitude des perspectives conjoncturelles, les entreprises hésitent en général fortement à en louer. Mais grâce à l'actuel rééquilibrage conjoncturel ainsi qu'au maintien des effectifs, elles ont pour l'heure renoncé à libérer massivement des surfaces, se contentant de mettre en œuvre d'éventuelles optimisations de leur exploitation, qui ont un effet stabilisateur sur le marché.

Figure 19

Evolution de l'emploi en Suisse

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

| | 2008Q3 | 2008Q4 | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3 | Effectif 2009Q3 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------------|
| Intermédiation financière | 1'595 | 1'626 | 973 | -645 | 307 | 121'696 |
| Assurances | 603 | 409 | 795 | 462 | 688 | 48'553 |
| Bourses, courtiers | 1'085 | 511 | 618 | 1'612 | 1'796 | 28'904 |
| Immobilier | 2'785 | 2'135 | 2'646 | 1'734 | 1'193 | 27'562 |
| Informatique | 2'864 | 1'443 | 1'126 | 276 | 1'610 | 67'335 |
| Recherche et développement | 594 | 1'290 | 1'369 | 1'788 | 1'276 | 17'484 |
| Services aux entreprises | 15'410 | 10'861 | 7'322 | 2'567 | 626 | 302'252 |
| Branches de bureau classiques | 24'937 | 18'275 | 14'849 | 7'796 | 7'495 | 613'786 |
| Administration publique | -821 | 860 | -176 | 664 | 2'370 | 151'422 |
| Secteur secondaire | 25'672 | 9'719 | -3'114 | -18'904 | -30'558 | 974'976 |
| Secteur tertiaire | 63'302 | 52'010 | 34'073 | 9'947 | 8'011 | 2'351'018 |
| Emploi total | 88'975 | 61'729 | 30'959 | -8'957 | -22'548 | 3'325'994 |

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 ont été 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. Les demandes de permis de surfaces de bureaux ont atteint leur apogée en octobre 2008. Jusqu'à

Repli rapide de la branche de l'étude de projets de surfaces de bureaux

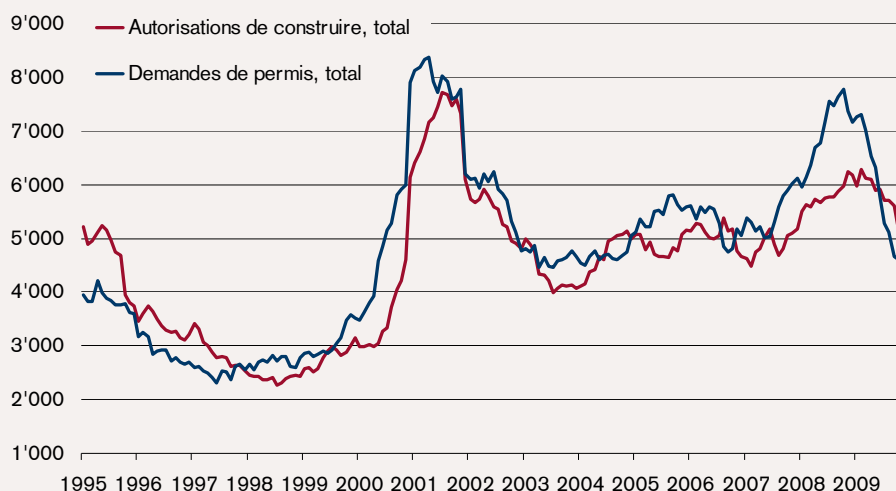
encore récemment, l'activité de planification a pu tourner à plein régime grâce à la bonne conjoncture nationale qui a perduré jusqu'à fin 2008.

La dégradation rapide des perspectives d'investissement suite à la crise économique mondiale s'est traduite par un fort recul du nombre d'autorisations de construire (figure 20). Plusieurs projets de construction, qui se trouvaient à un stade de planification initial, ont été arrêtés ou redimensionnés, en particulier en ce qui concerne la part de l'affectation de bureaux. Par nature, les demandes de permis de construire pour les bureaux ont fait l'objet d'une correction plus précoce que les autorisations et sont en chute libre depuis février 2009. A l'heure actuelle, les signes d'une stabilisation prochaine au cours plancher ne se font pas encore sentir. On a également observé une tendance à la baisse des permis de construire avec le retard habituel. Contrairement au dernier cycle des surfaces de bureaux, le volume des demandes débouchant sur une autorisation est aujourd'hui nettement plus restreint, comme l'illustre l'espace entre les deux courbes. 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. Néanmoins, il y a actuellement en moyenne davantage de surfaces de bureaux en chantier qu'arrivées sur le marché ces dernières années. Au regard du recul des permis de construire, l'augmentation des surfaces disponibles devrait s'estomper dès 2011.

Figure 20

Demands de permis et autorisations de construire pour immeubles administratifs

En mio. CHF, total glissant sur 12 mois



Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

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.

Taux suisse de l'offre en surfaces de bureaux proche de 3%

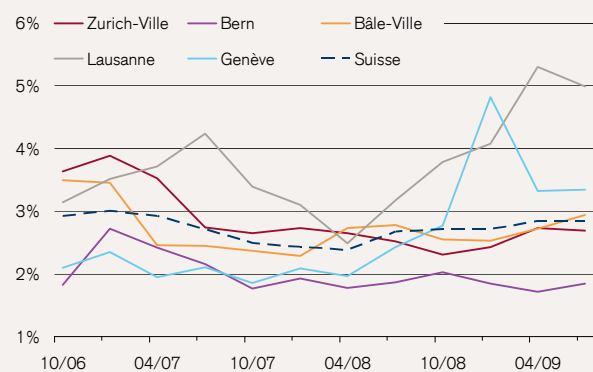
Les marchés locaux des surfaces de bureaux présentent une évolution et un niveau différents des chiffres de l'offre, compte tenu de la fluctuation des locataires, des surfaces inoccupées ainsi que de situations spécifiques d'offre et de demande. Le taux de l'offre pour toute la Suisse a déjà fait volte-face au second semestre 2008 après avoir atteint une valeur plancher de 2,4%. Au troisième trimestre 2009, la tendance haussière des chiffres helvétiques en la matière a certes pris fin, mais provisoirement uniquement selon nos estimations. A l'heure actuelle, ils ressortent juste en dessous du repère des 3% (figure 21). Leur augmentation démontre que le marché n'est plus en mesure d'absorber les nouvelles surfaces de bureaux avec la même insouciance qu'en 2008. L'expansion continue des surfaces associée à la réserve des locataires devrait conduire à ce que le taux de l'offre continue de progresser au cours des trimestres à venir.

Nette augmentation de la durée de publication des surfaces de bureaux

Non sans marquer un certain temps de retard, la durée de publication témoigne désormais également de conditions de marché toujours plus difficiles sur le marché des surfaces de bureaux, puisque, pour la première fois depuis que la Suisse a été touchée par la crise économique, elle a en moyenne augmenté concrètement de près de 10 jours (figure 22). De vendeur, le marché helvétique des surfaces de bureau a définitivement évolué en acheteur. 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, car 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.

Figure 21
Taux de l'offre, régions économiques sélectionnées

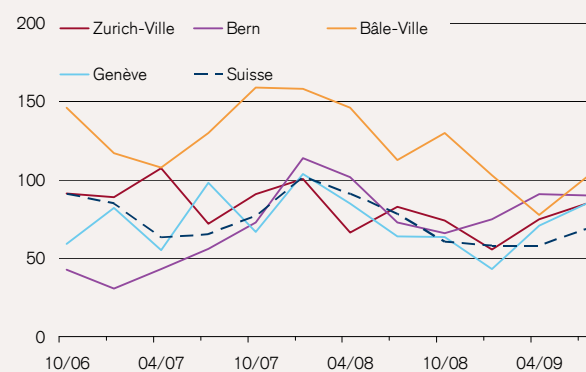
Mesuré d'après le parc de surfaces de bureaux en %



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Figure 22
Durée d'insertion, régions économ. sélectionnées

Durée de publication médiane en jours



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Les chiffres de l'offre en surfaces de bureaux dans les régions de Lausanne et de Genève ont reculé ou stagné au troisième trimestre. Comparé à 2008, la liquidité du marché dans la zone lémanique a fortement augmenté, ce qui s'explique par l'expansion croissante des surfaces de bureaux associée à une plus grande réserve des locataires, qui s'est traduite par une détente sur le marché auparavant asséché. La hausse notable ces six derniers mois de la durée de publication sur le marché de Genève, qui se trouvait à un niveau très bas, illustre ce phénomène. Une vague de projets de construction touche à sa fin dans l'agglomération de Lausanne, impliquant un nombre croissant de publications ou une progression du taux de l'offre déjà depuis plusieurs trimestres. Des surfaces arrivent même provisoirement en grand nombre sur le marché, maintenant les chiffres à un niveau élevé.

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

Recul des taux de vacance pour la dernière fois en 2009

régions périphériques. Simultanément au taux de l'offre, la durée de publication à Zurich s'inscrit également à la hausse depuis le début de l'année. A l'heure actuelle, une annonce est proposée pendant 85 jours en moyenne.

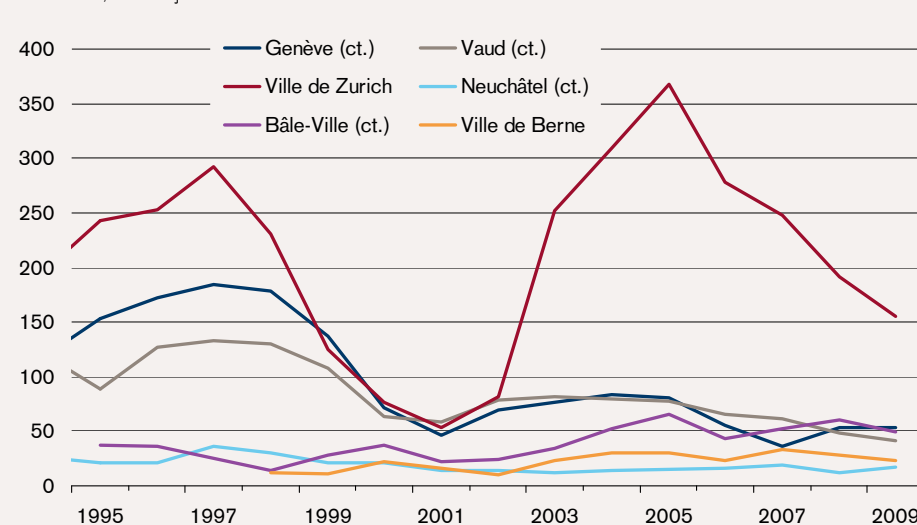
Il n'existe aucun recensement national des surfaces de bureaux inoccupées. Toutefois, comme les cinq grands centres ont pour habitude de recenser leur parc de bureaux vacants, que ce soit à l'échelon des villes ou du canton, il nous est possible de tirer des conclusions sur 44% des surfaces administratives du pays.

Les taux de vacance sur les principaux marchés suisses de surfaces de bureaux ont une nouvelle fois baissé au 1^{er} juin 2009 (figure 23). Ce nouveau repli peut certes se révéler surprenant au premier abord, mais s'explique par différents facteurs. Non seulement les zones de base des marchés de surfaces de bureaux, majoritaires dans le recensement non exhaustif réalisé, réagissent habituellement avec un temps de retard aux revirements qui s'y produisent, étant donné que le nombre de surfaces inoccupées augmente en premier lieu dans les régions moins bien loties, mais le décalage du côté de l'offre induit aussi que la forte amplification de l'activité d'étude de projets dès fin 2007 n'a pu se traduire que partiellement par une progression correspondante des surfaces de bureaux. Enfin, comme nous l'avons déjà mentionné, la constance de l'emploi dans le secteur tertiaire a empêché la libération de surfaces à grande échelle. Les taux de vacance relevés en 2009 devraient toutefois être les plus bas du cycle. Compte tenu du long temps de réaction de l'offre, l'augmentation des surfaces de bureaux dépassera la faible demande au cours des prochains trimestres, provoquant une tendance à nouveau à la hausse du nombre de surfaces inoccupées.

Figure 23

Surfaces de bureaux vacantes

En 1000 m², état: 1^{er} juin



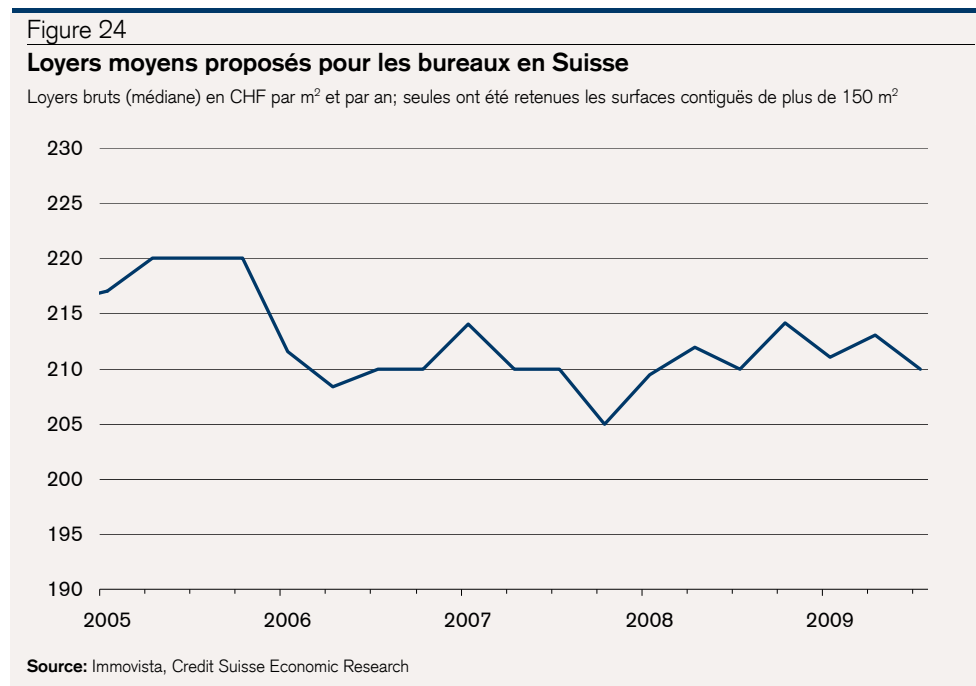
Source: Offices cantonaux de la statistique

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 – rarement annoncée sur le marché – se fait sans qu'il soit besoin d'une annonce officielle. L'évolution des loyers proposés à Genève et à Zurich

n'est donc pas dictée par ces quelques emplacements de premier ordre, mais bien plus par ceux des régions périphériques qui reviennent régulièrement et en nombre sur le marché.

Après que le prix moyen proposé en Suisse a augmenté de 205 CHF/m² fin 2007 à 214 CHF/m² fin 2008 grâce au solide dynamisme de l'économie, il tend depuis à diminuer légèrement. A l'heure actuelle, le prix du mètre carré avoisine 210 CHF (figure 24).

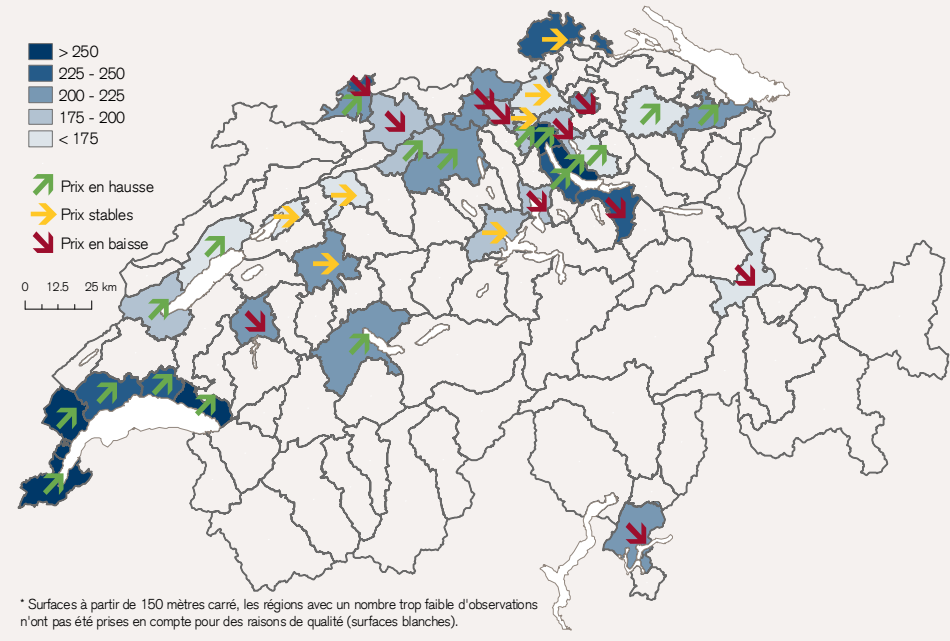


Les faibles fluctuations à l'échelle nationale des prix des surfaces de bureaux ces trois dernières années masquent des évolutions différentes dans les régions. Le prix moyen lissé proposé dans le canton de Genève a constamment augmenté depuis début 2007. En dépit des plus de 100 annonces publiées au dernier trimestre, il connaît des variations relativement fortes. Actuellement, il avoisine 471 CHF/m². La hausse relevée au dernier trimestre doit être néanmoins considérée avec prudence, car des effets statistiques se produisant au cours des phases de liquidité accrue engendrent des distorsions notamment dans les grands centres. En des périodes où il s'avère plus difficile de trouver des acheteurs, les surfaces intra-urbaines sont davantage annoncées; en revanche, la transaction se fait en sous-main dans des conditions de marché normales. Le même effet a probablement conduit à une autre hausse apparente des loyers proposés à Zurich. Mais il faut aussi dire à ce propos que le recul durable des prix des surfaces de bureaux n'a cessé que relativement tard au cours du second semestre 2008, si bien que la tendance constante à la hausse, qui concorde avec la baisse des taux de vacance jusqu'à la mi-2009, pourrait tout à fait se maintenir même sans les effets statistiques. Le loyer moyen proposé à Zurich s'élève actuellement à 290 CHF par m² et par an. Au centre de Winterthur et dans le Glattal, la progression du taux de l'offre durant l'année 2009 s'est toutefois traduite par un recul des prix proposés, qui ressortent en moyenne à un niveau plus bas encore qu'en 2008. 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. Dans la région de Lugano, les prix ont certes réussi à se stabiliser à nouveau après un repli appuyé en 2008, mais à des valeurs inférieures en comparaison annuelle. Les prix moyens proposés dans la région de Lausanne ont quant à eux stagné au cours des six derniers trimestres. Compte tenu des hausses précédentes, les variations annuelles mobiles représentées à la figure 25 continuent toutefois d'indiquer un niveau des prix globalement plus élevé.

Figure 25

Loyers proposés pour les bureaux en Suisse*

Loyers bruts (médiane) en CHF/m² et par an, 3^e trimestre 2009, variation sur un an de la moyenne mobile sur 12 mois



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research, Geostat

4 Surfaces de vente

Baisse des chiffres d'affaires du commerce de détail au troisième trimestre par rapport à 2008

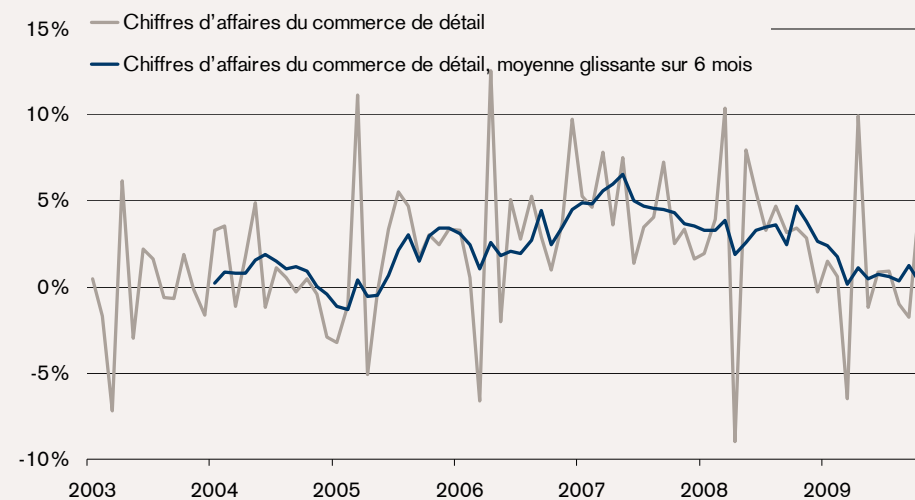
4.1 Demande

Les taux de progression des chiffres d'affaires réels du commerce de détail ne cessent de chuter depuis 2007. Les chiffres d'affaires cumulés n'ont progressé que de 0,2% au cours des neuf premiers mois comparé à la même période en 2008. Au troisième trimestre, ils ont déjà baissé de 0,5% en comparaison annuelle. Les chiffres d'affaires volatils sont repartis en forte hausse en octobre, ce qui s'est traduit en comparaison annuelle par une augmentation de 4,2% des chiffres d'affaires réels en données corrigées du nombre de jours de vente (hors carburants). Cependant, les perspectives ne laissent présager d'aucun retournement de tendance. A cause de la hausse du taux de chômage, les chiffres d'affaires liés aux ventes de Noël devraient à peine dépasser ceux de 2008. Par conséquent, le ralentissement de la marche des affaires dans le commerce de détail ne permet pas d'escompter une demande vigoureuse de nouvelles surfaces de vente. De nombreux commerçants sont pour l'heure soucieux de garantir la liquidité de leur entreprise et reconsidèrent leurs projets d'expansion. La demande devrait demeurer 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 au début du nouveau millénaire, 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.

La branche de l'étude de projets de surfaces de vente à un nouveau plancher record depuis des années

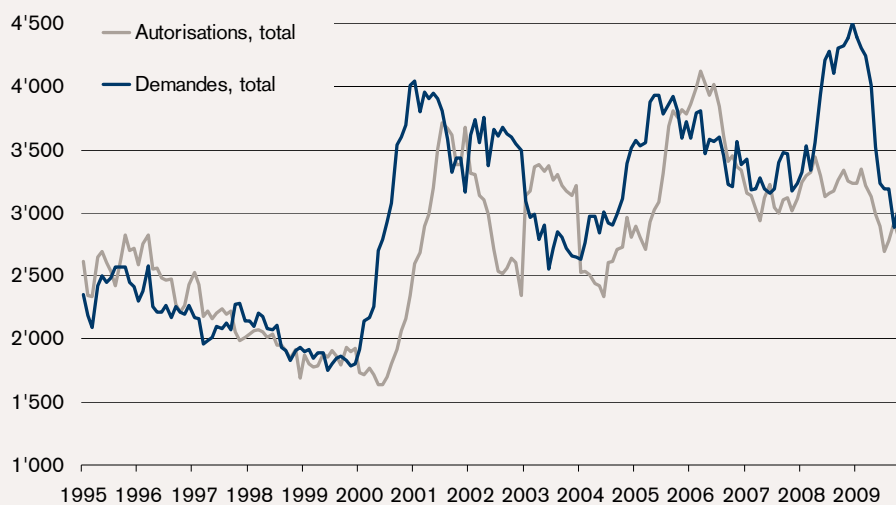
Ces derniers mois, le volume d'investissement glissant, pour lequel des demandes de permis ont été déposées ou des autorisations de construire octroyées, a chuté au-dessous d'un niveau auquel il n'était plus tombé depuis 2005 (figure 27). Le marché réagit, quoiqu'avec retard, au déclin de l'envie de consommer des Suisses et à l'importante expansion des surfaces survenue

ces dernières années. On constate avant tout un fléchissement prononcé du nombre de demandes de permis de construire. Néanmoins, le ralentissement de la branche de l'étude de projets ne se traduira que dans un ou deux ans par une réduction de l'extension des surfaces. A l'heure actuelle, d'importantes surfaces de vente continuent d'arriver sur le marché. Ainsi, le centre commercial Stücki à Bâle, regroupant 120 commerces pour une superficie de 32 000 m², ainsi que le centre de magasins d'usine à Landquart, qui compte 40 boutiques réparties sur une surface de plus de 21 000 m² et qui devrait attirer 1,2 millions de visiteurs la première année, ont par exemple ouvert leur portes respectivement fin septembre et fin novembre.

Figure 27

Demandes et autorisations pour surfaces de vente

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



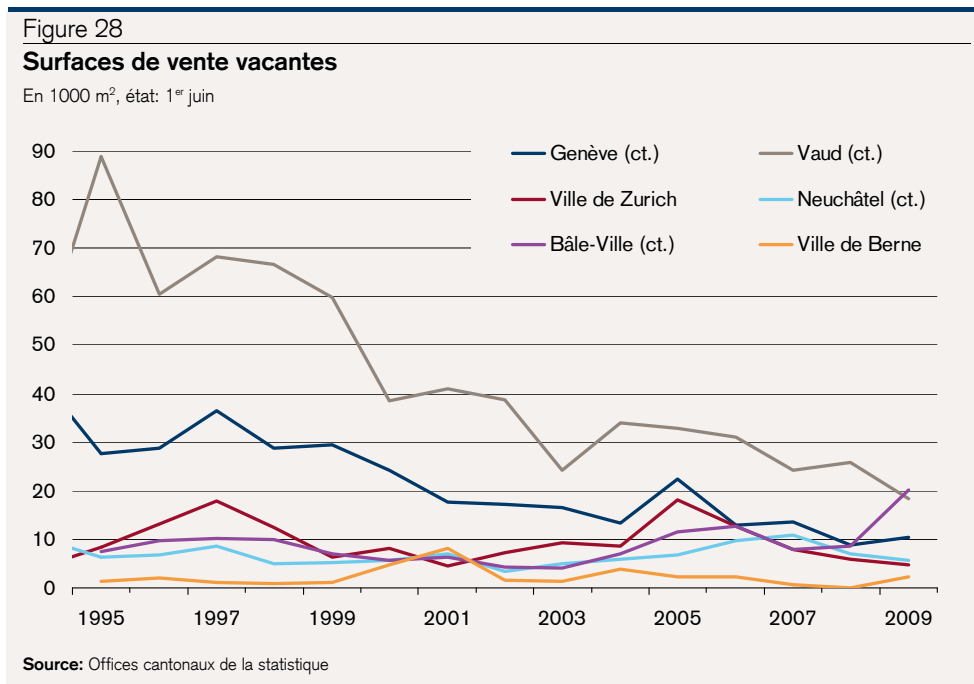
Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

4.3 Résultat du marché

A l'heure actuelle, les moteurs de la demande de surfaces de commerce de détail continuent de s'essouffler. 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 récemment pris le dessus sur les problèmes structurels spécifiques au commerce de détail helvétique, en assurant une forte demande de surfaces. La phase des croissances extraordinaires des volumes de ventes fera place au 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 détaillants 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.

Un renversement de tendance pour les taux de vacance se dessine à l'horizon

En 2009, le recul constant des surfaces de vente vacantes des dernières années est arrivé à son terme à Bâle, Berne et Genève. Des événements ponctuels, comme l'inauguration du centre commercial Stücki à Bâle, ont probablement concouru à cette évolution. En revanche, le taux d'inoccupation dans les cantons de Vaud et de Neuchâtel ainsi qu'à Zurich a enregistré une nouvelle baisse, qui indique que la demande était encore suffisamment robuste jusqu'au 1^{er} juin 2009, date du recensement (figure 28).

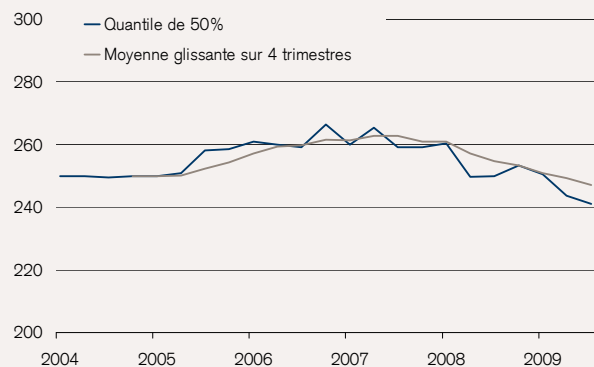


Les prix moyens des loyers toujours à la baisse

Dans le contexte concurrentiel actuel, seules les entités disposant d'un concept convaincant ou d'un emplacement très fréquenté peuvent 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 depuis 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 décevants des ventes de produits de luxe ont provoqué l'effondrement de la demande des surfaces les plus chères et donc des prix. Au 3^e trimestre 2009, les loyers proposés dans le segment supérieur sont parvenus à se stabiliser, même à un niveau moins élevé, et se montent actuellement à 434 CHF par m², donc nettement au-dessous de la moyenne des quatre dernières années.

Figure 29
Evolution des loyers sur le segment de prix moyen

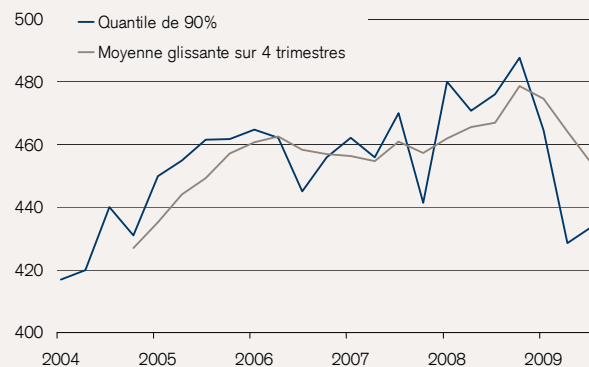
Prix proposés en CHF/m², quantile de 50%



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Figure 30
Evolution des loyers sur le segment de prix supérieur

Prix proposés en CHF/m², quantile de 90%



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

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 pertes considérables chez les particuliers, 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 présent, les deux instruments de placement que sont les fonds et les titres immobiliers sont parvenus à surmonter la crise financière avec des fortunes diverses. Les sociétés anonymes immobilières ont particulièrement souffert à l'automne 2008 de la dégradation rapide des marchés des actions et ont clôturé l'année en baisse. Dans le sillage du redressement des actions, le rendement total des titres immobiliers suisses s'est repris de manière nette après avoir atteint le plancher en mars 2009 (figure 31). Ainsi, l'indice des titres immobiliers EPRA (European Public Real Estate Association) ressort depuis le début de l'année à 15,8%, suivant ainsi quasiment l'évolution du Swiss Performance Index (hausse de 18,1%).

Excellente performance des fonds immobiliers suisses en 2009

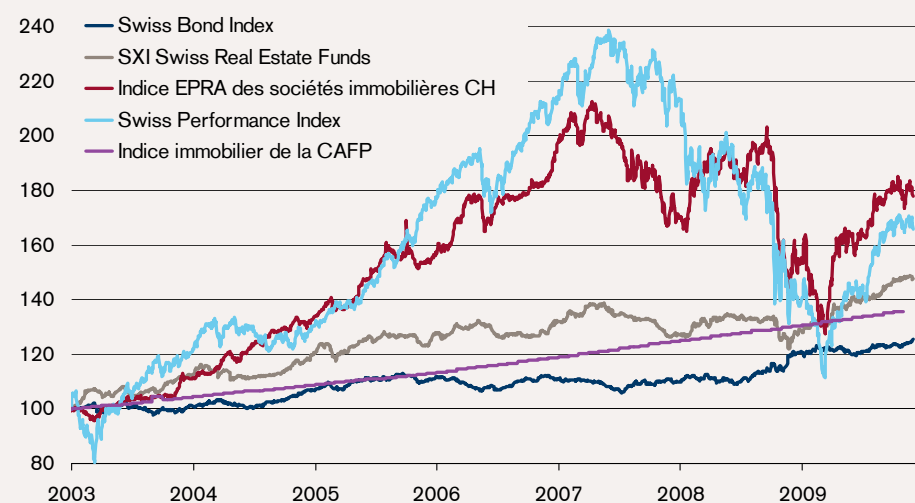
Les fonds immobiliers, quant à eux, ont pu dans une large mesure échapper avec succès aux effets négatifs de la crise financière et économique sur les marchés des actions. Ils ont certes également connu un creux à l'automne 2008, mais ont pu le compenser grâce aux baisses de taux d'intérêt vers la fin 2008. Les fonds immobiliers suisses ont été l'une des seules catégories de placements à enregistrer globalement une évolution positive de 0,5% pendant l'année de crise 2008. Leur rendement global s'élève à 15,2% depuis début 2009, soit une valeur excellente. 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.

L'immigration persistante en Suisse garantit une demande de logements en location intacte et empêche les loyers de s'effondrer. Les données fondamentales du marché helvétique de l'immobilier sont saines. Cependant, le fort dynamisme actuel ne devrait guère perdurer en 2010. Nous prévoyons que les taux d'intérêt risquent d'augmenter dans les douze prochains mois. Le passé a toutefois 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, car leurs rendements de distribution ont tendance à stagner, ce qui devrait prochainement porter préjudice à leur performance.

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

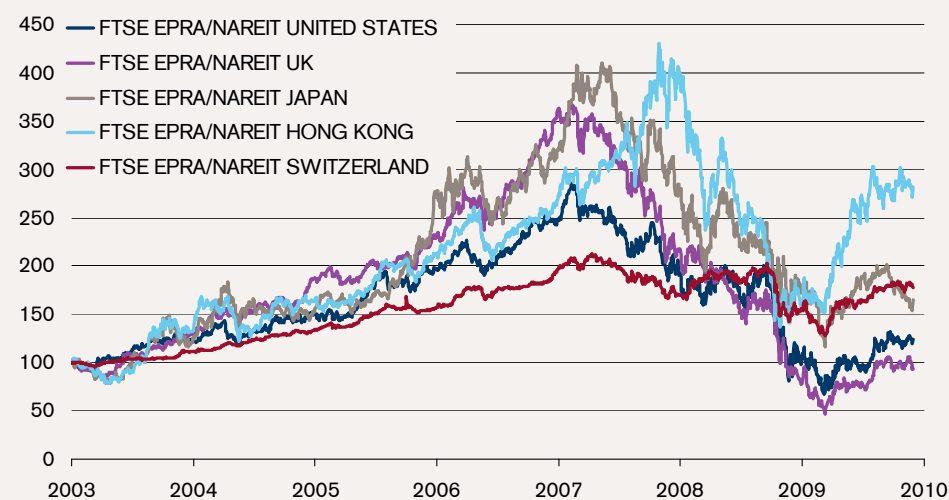
La performance des fondations de placements immobiliers (indice immobilier de la CAFI) a progressé continuellement entre le début de l'année et fin octobre 2009, atteignant un rendement global de 3,8%, ce qui est à imputer au fait qu'elles ne sont pas cotées en bourse et que l'évolution des cours correspond principalement au rendement immobilier.

La reprise des marchés des actions depuis début mars 2009 a également stimulé la performance des sociétés anonymes immobilières suisses (+15,8% depuis le début de l'année en cours). Les titres immobiliers étrangers ont en partie connu une progression encore plus forte. Cependant, ils avaient aussi chuté à un niveau nettement plus bas et sont actuellement en phase de redressement, à l'exception des sociétés anonymes immobilières aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Comme ces deux pays doivent affronter une crise immobilière intérieure, qui touche désormais également les surfaces commerciales, leurs rendements totaux évoluent à un niveau relativement bas depuis le début de l'année, ce qui ne leur a permis de compenser que partiellement l'effondrement massif. 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 les fonds immobiliers, ce qui les expose plus fortement au repli conjoncturel et aux défis du marché helvétique des surfaces de bureaux. De ce fait, on peut supposer que cette évolution positive depuis mars a plutôt été le reflet d'une correction de la baisse trop massive du 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.**



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/realstatefunds |

CREDIT SUISSE 

La présente annonce ne constitue pas un prospectus d'émission au sens des art. 652a et 1156 CO. La direction du fonds est Credit Suisse Asset Management Funds AG, Zurich, et la banque dépositaire, le Credit Suisse, Zurich. Le prospectus de vente en vigueur, contenant le contrat de fonds, le prospectus simplifié ainsi que les derniers rapports annuel et semestriel peuvent être obtenus gratuitement auprès de toutes les banques du Credit Suisse Group. La performance historique ne constitue pas une garantie de l'évolution future du fonds.