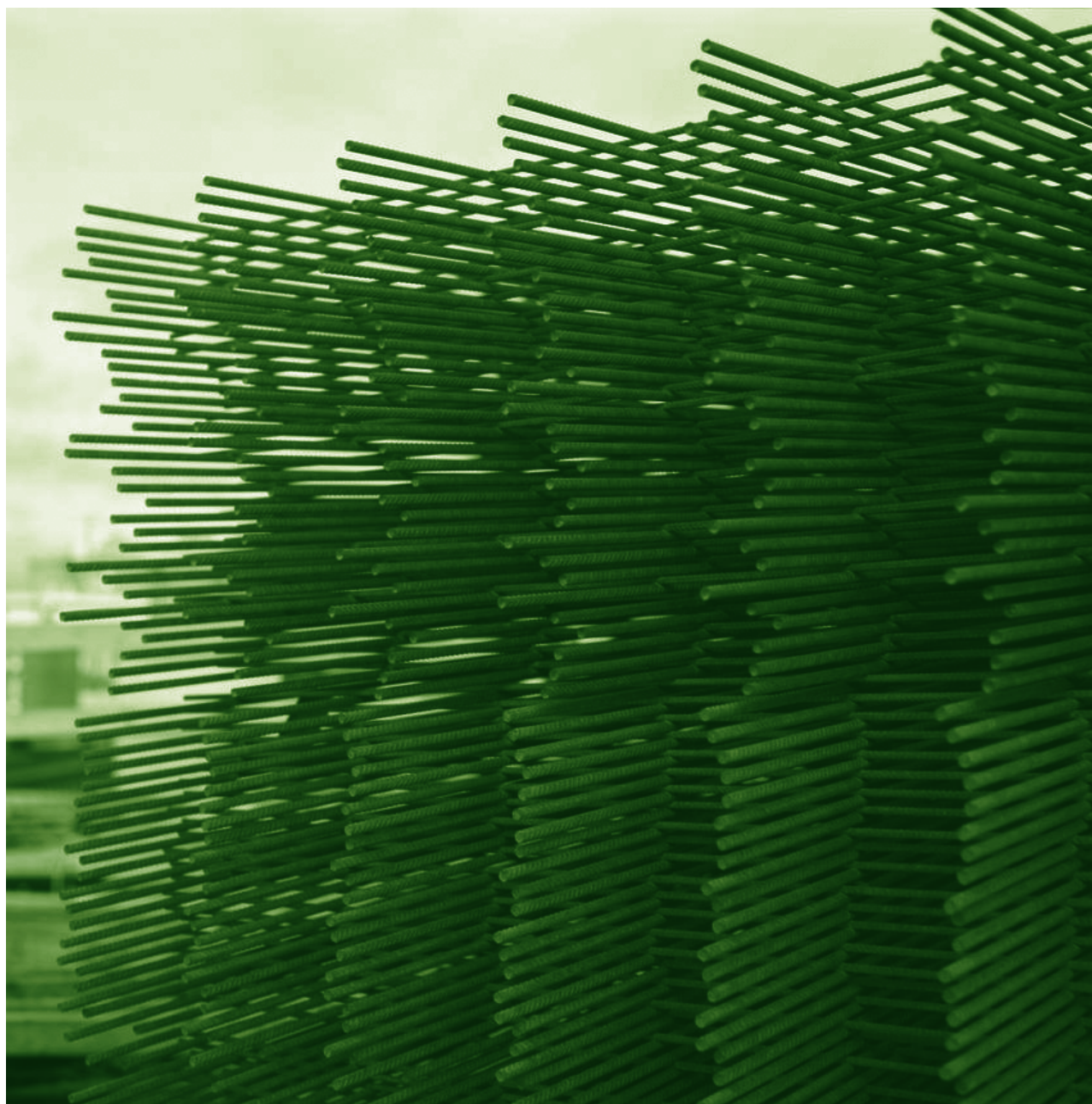


## Swiss Issues Immobilier Monitor 1<sup>e</sup> trimestre 2010

Avril 2010



---

## Impressum

---

### Editeur

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

---

### Contact

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

---

### Auteurs

Fredy Hasenmaile  
Philippe Kaufmann

---

### Clôture de rédaction

31 mars 2010

---

### Visitez notre site Internet

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

---

## Disclaimer

---

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

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

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.  
Copyright © 2010, Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.

---

**Sommaire**

---

**Synthèse** **4**

---

<b>1</b>	<b>Economie réelle et taux d'intérêt</b>	<b>8</b>
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

---

<b>2</b>	<b>Surfaces d'habitation</b>	<b>13</b>
2.1	Demande	13
2.2	Offre	15
2.3	Résultat du marché	16

---

<b>3</b>	<b>Surfaces de bureaux</b>	<b>21</b>
3.1	Demande	21
3.2	Offre	22
3.3	Résultat du marché	23

---

<b>4</b>	<b>Surfaces de vente</b>	<b>26</b>
4.1	Demande	26
4.2	Offre	26
4.3	Résultat du marché	27

---

<b>5</b>	<b>L'immobilier comme placement</b>	<b>30</b>
----------	-------------------------------------	-----------

---

	<b>Produits de consulting de Credit Suisse Real Estate Analysis</b>	<b>32</b>
--	---	-----------

## Synthèse

Contrairement à l'économie globale, qui vient de surmonter la crise économique, les marchés de l'immobilier suisse font face à des défis plus importants qu'en rythme annuel. Il ne peut toutefois être question de crise, mais plutôt d'un retour à la normale. Sur les marchés du logement, ce revirement est marqué par une migration plus modérée mais toujours importante, la fin de la phase des taux d'intérêt bas ainsi que par l'arrêt des importantes hausses de salaires réels, ce qui devrait se traduire par une baisse de la demande. En principe, la production de logements en 2010 évolue parallèlement à la demande et se trouve également en léger repli, si bien que le marché du logement ne subira pas de grands déséquilibres cette année et maintiendra ainsi sa stabilité exceptionnelle. Sur le marché des surfaces de bureaux, la faible demande fait de nouveau face à une importante production. L'emploi tertiaire se maintient toutefois à un meilleur niveau que prévu, si bien que la suroffre ne sera pas accentuée par la résiliation de surfaces existantes. L'abondance des surfaces de bureaux devrait continuer à peser sur le marché pendant un certain temps. Sur les marchés des surfaces de vente, le comportement d'achat des consommateurs génère finalement un changement structurel qui se traduit par une progression de l'expansion des surfaces et une substitution imperceptible du parc immobilier. Malgré les chiffres d'affaires favorables du commerce de détail lors du passage de 2009 à 2010, la consommation privée ne devrait pas, cette année, générer d'impulsions majeures pour le commerce de détail. Il faudra donc s'attendre à une augmentation des surfaces vacantes en maints endroits et à une poursuite de la lutte d'éviction.

### Défis croissants pour la stabilité des marchés du logement

Les marchés du logement suisses continuent à faire preuve de stabilité. Grâce à l'équilibre intact de l'offre et de la demande, ils n'enregistrent que de faibles inégalités. Côté demande, deux facteurs principaux se révèlent bénéfiques. D'une part, l'immigration nette avec un solde de 73 000 personnes a été encore une fois étonnamment forte en 2009 et n'était inférieure que de 26% à la moyenne record à long terme de l'année précédente. La situation hypothécaire favorable entraîne, d'autre part, une viabilité garantie et une demande supplémentaire de logements en propriété. Grâce au bas niveau des intérêts hypothécaires, de nombreux propriétaires disposent en outre d'argent supplémentaire dans les caisses des ménages, ce qui constitue un effet secondaire inattendu. Cependant, la stagnation des revenus réels, le recul de l'immigration ainsi que la fin de la phase des taux d'intérêt bas contribueront à accentuer les défis côté demande sur les marchés du logement en 2010.

Parallèlement à la demande, la production de logements commence également à reculer progressivement. Selon les premiers chiffres provisoires, le nombre d'appartements achevés en 2009 est inférieur de 3,9% par rapport à l'année précédente. Les réserves de travail des entreprises du bâtiment continuent toutefois à être élevées. Le nombre de projets en construction au 4<sup>e</sup> trimestre 2009 n'est que marginalement inférieur au niveau record du 3<sup>e</sup> trimestre. On peut donc compter sur une production immobilière qui ne sera que légèrement plus faible en 2010.

Cette année, la longue phase de hausse des prix des logements en propriété devrait marquer le pas, les prix des maisons individuelles ayant enregistré un recul dès 2009 après une croissance pendant près de 10 ans. De même, dans le segment des appartements en propriété, le nouvel environnement de marché s'est déjà traduit par une baisse des prix de transaction dans certaines régions en retard structurel des Alpes et du Mittelland. De véritables effondrements semblent néanmoins exclus en raison du taux d'occupation généralement bas. Les prix proposés pour les nouveaux logements locatifs devraient connaître la plus forte chute, car ils témoignent le plus nettement d'un affaiblissement de la demande suite au recul de l'immigration et doivent, en même temps, s'imposer face aux nombreuses offres de concurrence étant donné que la construction de logements locatifs a été très poussée côté production ces dernières années.

Figure 1

**Marché des surfaces d'habitation**

<b>Demande</b>	<b>Tendance actuelle</b>	<b>Evolution escomptée dans 6 mois</b>
<p><i>Evolution démographique:</i> Selon les chiffres provisoires, la migration nette en Suisse a atteint 73 000 personnes en 2009, ce qui représente un recul de 26% par rapport au niveau record de l'année précédente. Grâce à l'immigration, la population a toutefois enregistré une croissance supérieure à la moyenne qui se chiffre à 1,1%. Pour l'année en cours, nous estimons la hausse nette à 50 000 personnes, ce qui devrait réduire la croissance démographique à la valeur moyenne sur 10 ans.</p> <p><i>Revenus:</i> Les deux facteurs dominants de l'année dernière – la baisse des prix à la consommation et les contrats de travail encore négociés en phase de haute conjoncture – ne font plus profiter les salariés en 2010. L'effet de la croissance nominale des salaires de près de 1% en moyenne devrait s'annuler par la hausse parallèle des prix à la consommation.</p> <p><i>Intérêts hypothécaires:</i> La Banque nationale devra réagir aux risques à moyen terme pour la stabilité des prix par des augmentations des taux d'intérêt. Nous tablons sur une première augmentation des taux de référence par la BNS de 25 points de base en septembre 2010. Une autre hausse de la même ampleur devrait suivre d'ici au début 2011.</p>	↗	↗
<p><b>Offre</b></p> <p><i>Constructions neuves:</i> Le nombre de nouveaux logements construits au 4<sup>e</sup> trimestre 2009, qui est désormais de 11 100, n'a guère évolué (+0,6%) en rythme annuel.</p> <p><i>Logements en construction:</i> Avec 63 500 unités, le 4<sup>e</sup> trimestre a vu presque autant de constructions de logements que le 3<sup>e</sup> trimestre 2009 qui a marqué la valeur record depuis le début des mesures. Ainsi, une importante production d'appartements est assurée pour 2010. Nous tablons sur un recul continu du nombre d'unités d'habitat inachevés.</p> <p><i>Permis de construire:</i> La progression du cycle de construction se fait désormais sentir dans l'activité de planification d'immeubles locatifs. Dans les 12 derniers mois, 31 965 logements d'immeubles locatifs ont été autorisés, ce qui correspond à un recul de 8,4% en comparaison annuelle.</p>	→	↘
<p><b>Résultat du marché</b></p> <p><i>Prix:</i> Les appartements en propriété ont connu un affaiblissement de la dynamique des prix, restée toutefois positive jusqu'ici. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2009, leurs prix ont encore augmenté de 3,1% en rythme annuel. Les prix des maisons individuelles ont déjà légèrement reculé sur la même période (-2,6%). Pour 2010, nous tablons sur une nouvelle baisse des prix dans le segment des maisons individuelles et sur une tendance à la stagnation pour les appartements en propriété avec un léger recul dans de plus en plus de régions.</p>	↗ (APP) ↘ (MI)	↗ / ↘ (APP) ↘ (MI)

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

**Source:** Credit Suisse Economic Research

**Suroffre moins dramatique sur le marché des surfaces de bureaux suisse**

Malgré la stabilité étonnante de l'emploi dans le secteur tertiaire ces derniers trimestres, les demandeurs de surfaces se sont montrés très frileux face à la crise financière. La stabilité de la situation de l'emploi de bureaux, qui en 2009 a profité de la tertiarisation croissante de la structure des branches, des adaptations structurelles à long terme et des tendances anticycliques de certaines branches, devra cette année céder la place à une suppression d'emplois différée. Par conséquent, 2010 sera à nouveau une année de faible demande pour le marché des surfaces de bureaux.

La récession exceptionnellement sévère de 2008/2009 a incité les investisseurs à rapidement réduire leurs activités d'étude de projets. En raison des longues phases de production des bâtiments commerciaux, le flot des nouveaux bureaux planifiés au cours de la dernière phase de haute conjoncture ne se tarira pas encore en 2010. Notamment dans les régions périphériques, les surcapacités et les surfaces vacantes sont inévitables étant donné que l'activité de construction s'est révélée très élevée, surtout en dehors des grands marchés de surfaces de bureaux. A l'échelle de la Suisse, l'élargissement continu de l'offre engendre une lente augmentation des chiffres de l'offre, ce qui démontre que le marché n'absorbe plus les nouvelles surfaces avec la même insouciance qu'en 2008. Toutefois, les taux de vacance peuvent surtout être escomptés dans le parc immobilier, dans la mesure où les nouvelles offres n'ont pas été planifiées en ignorant les besoins des demandeurs. Actuellement, les prix proposés ont encore tendance à stagner, ce qui constituera, cette année, le scénario le plus probable sur les cinq marchés les plus

importants de l'immobilier tertiaire, à l'exception de Lausanne. Les prix dans les régions périphériques devraient, par contre, afficher un mouvement à la baisse.

**Figure 2**  
**Marché des surfaces de bureaux**

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<p><b>Emploi de bureau:</b> L'année dernière, l'emploi de bureau s'est distingué par une stabilité exceptionnelle et a enregistré, au 4<sup>e</sup> trimestre 2009, un léger recul par rapport au 3<sup>e</sup>. En comparaison annuelle, la situation de l'emploi dans les branches tertiaires classiques s'est améliorée de près de 7700 équivalents plein temps, soit de 1,3%. Pour l'année en cours, nous tablons sur un léger recul différé de l'emploi de bureau.</p>	→	↘
<p><b>Offre</b></p> <p><b>Permis de construire:</b> Le total des autorisations de construire pour les surfaces de bureaux s'est stabilisé ces derniers mois, après avoir été momentanément inférieur de jusqu'à 45% au niveau record de la mi-2008. Dans les 12 derniers mois, le volume des autorisations a atteint seulement 1,85 mrd CHF, ce qui devrait apporter un apaisement du marché à partir de 2012, bienvenu du côté de l'offre.</p>	→	↘
<p><b>Résultat du marché</b></p> <p><b>Taux de l'offre:</b> Au niveau national, on observe une hausse progressive des taux de l'offre. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2009, 2,65% des surfaces de bureaux ont été proposées en location, ce qui est déjà nettement supérieur au niveau plancher de 2,25% du dernier cycle au 2<sup>e</sup> trimestre 2008.</p> <p><b>Prix:</b> Avec 213 CHF/m<sup>2</sup> par an, les prix moyens proposés en Suisse pour les surfaces de bureaux sont relativement stables et se maintiennent à l'intérieur de la fourchette de prix serrée de 205 CHF/m<sup>2</sup> à 215 CHF/m<sup>2</sup>, en vigueur depuis 16 trimestres. A l'avenir, les prix de l'offre devraient toutefois s'orienter sur la marge inférieure.</p>	→	↗
	→	↘

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

**Source:** Credit Suisse Economic Research

### Optimisme prématuré sur les marchés des surfaces de vente?

L'amélioration du climat de consommation et la croissance démographique encore remarquable ont réservé une surprise positive pour les derniers chiffres d'affaires du commerce de détail. La stagnation des salaires réels, la hausse du chômage et un effet de masse – le repli de la croissance démographique en 2010 – devraient néanmoins conduire à ce que ce secteur ne puisse pas compter sur d'importantes impulsions cette année. Par conséquent, la situation ne permet pas d'escompter une demande vigoureuse de nouvelles surfaces de vente.

La progression de l'expansion des surfaces de vente sur les marchés suisses se poursuit à un rythme légèrement plus faible. Des nouveaux plans sont révélés dans tout le pays, même si la récente crise financière a rompu du moins le sommet de cette évolution. Les inégalités sur les marchés helvétiques deviennent de plus en plus apparentes, car l'assainissement structurel se poursuit inexorablement. On observe d'ores et déjà certains signes révélateurs d'un changement de l'environnement de marché. Dans le courant de l'année dernière, l'offre de location a augmenté de plus d'un tiers. La durée de publication moyenne des surfaces de vente avait atteint 30 jours fin 2007 et évolue désormais nettement vers le seuil des 60 jours. En outre, les prix lissés des surfaces de vente dans le segment moyen ont marqué le pas. Seuls les emplacements bien desservis bénéficiant d'un haut niveau de fréquentation et qui tiennent compte du comportement d'achat des ménages, pourront échapper à l'assainissement du marché – nul besoin, par conséquent, de s'inquiéter des locataires et revenus locatifs dans ces emplacements.

Figure 3

**Marché des surfaces de vente**

<b>Demande</b>	<b>Tendance actuelle</b>	<b>Evolution escomptée dans 6 mois</b>
<i>Climat de consommation:</i> Le moral des consommateurs s'est légèrement amélioré, ressortant désormais à -22 points (moyenne à long terme: -9 points)	↗	↗
<i>Chômage:</i> Ces derniers mois, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières a stagné pour la première fois et s'élevait à 4,1% en février (non désaisonnalisé: 4,4%).	→	↗
<i>Chiffres d'affaires du commerce de détail:</i> Les ventes de Noël se sont révélées particulièrement solides l'année dernière. Au dernier trimestre 2009, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail (sans les carburants), en données corrigées du nombre de jours de vente, ont progressé de 3,3% en rythme annuel.	↗	→
<b>Offre</b>		
<i>Permis de construire:</i> La branche de l'étude de projets des surfaces de vente s'est stabilisée à un niveau inférieur qu'en rythme annuel. Les autorisations de construire ne suivent pas le surajustement des demandes de permis de construire en 2008/2009, rompant ainsi le sommet de l'expansion des surfaces. En comparaison annuelle, le total des projets de construction a reculé de 16% par rapport au nombre d'autorisations octroyées ces 12 derniers mois, mais continue à évoluer à un niveau élevé en comparaison à long terme.	→	↘
<b>Résultat du marché</b>		
<i>Prix:</i> Malgré des corrections à la hausse au 4 <sup>e</sup> trimestre 2009, la moyenne des prix proposés en 2009 est inférieure à celle de 2008. Le recul des prix des surfaces de vente standards se chiffre à 2%, celui de la catégorie de prix supérieure est plus prononcé avec 6%. En raison de l'expansion continue des surfaces et du nouvel environnement de marché, nous tablons sur une poursuite de la tendance baissière. Néanmoins, les grandes surfaces bien situées font exception à cette règle et continuent à faire l'objet d'une demande soutenue.	↘ (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 indice avancé. Une valeur de ce dernier au-dessus de 50 signifie une expansion du secteur industriel; une valeur en dessous de 50, une contraction.

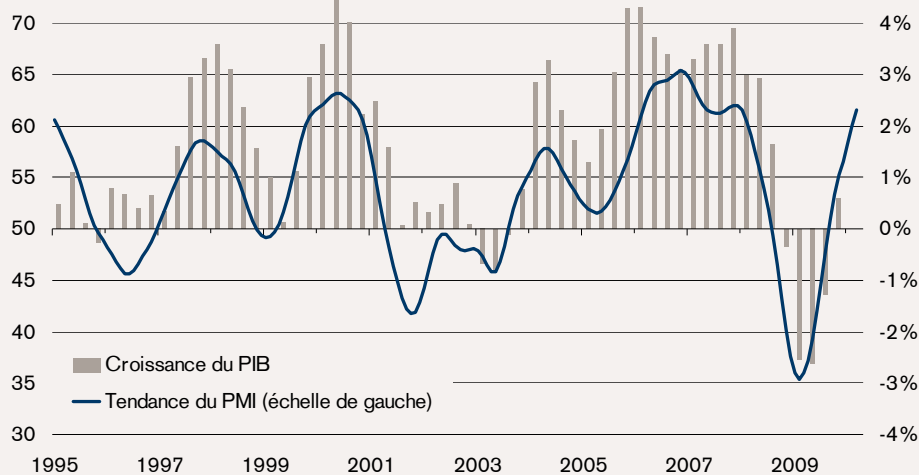
### 2010: un rebond, mais pas d'expansion étendue

A la surprise générale, le PIB a progressé de 0,7% au 4<sup>e</sup> trimestre par rapport au précédent, soit la plus importante hausse trimestrielle depuis le 4<sup>e</sup> trimestre 2007. En comparaison au trimestre correspondant de l'année précédente, le PIB a gagné 0,6% et dépasse le niveau de l'année précédente pour la première fois depuis le 3<sup>e</sup> trimestre 2008 (figure 4). Nous maintenons cependant notre estimation centrale, tablant sur un redressement mais excluant une expansion, et recommandons la prudence malgré les signes désormais fréquents d'euphorie conjoncturelle. Une croissance étendue nous semble toujours peu réaliste pour 2010: les conséquences de la récession vont encore durer quelque temps. Après ajustement, le PIB gagnera 0,9% cette année (contre une estimation précédente de 0,6%).

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

L'économie suisse sort de la crise mondiale avec une belle frayeur. Les derniers chiffres publiés par le Secrétariat d'Etat à l'économie (Seco) pour l'année 2009 confirment notre prévision, selon laquelle la récession serait nettement plus faible en Suisse (-1,5%) que dans la plupart des économies comparables (p. ex. l'Allemagne à -4,9%, ou l'ensemble de la zone euro à -4%). La Suisse se trouve donc dans une situation comparativement favorable. Mais les atouts fondamentaux que constituent son budget étatique modéré, son environnement de marché libéral, le système démocratique direct ainsi que sa grande sécurité juridique devront être confortés et développés.

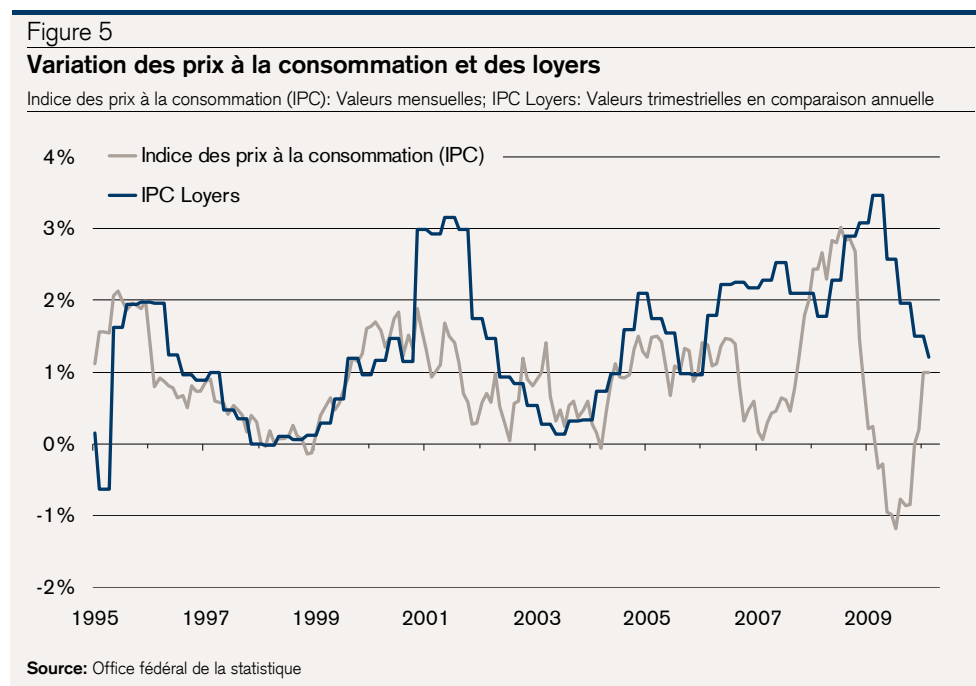
### Après les bas niveaux, reprise de la production industrielle

En mars, le Purchasing Managers' Index (indice des directeurs d'achat) de l'ASAA a enregistré une hausse de 1,5 point selon l'évolution actuelle pour s'inscrire à 61,6 points. Il s'agit là de l'accroissement le plus prononcé du PMI sans lissage depuis son lancement en 1995 et on doit remonter à novembre 2006 pour trouver un indice plus élevé. Il ne faut toutefois pas oublier que l'essor de l'activité industrielle qui se reflète actuellement dans l'indice PMI est parti d'un bas niveau.

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.



### La fin de l'inflation négative

En rythme annuel, les prix à la consommation ont progressé de 1,05% en février. Ainsi, la phase exceptionnelle des taux de renchérissement négatifs, provoquée notamment par les fluctuations des prix des produits pétroliers, appartient désormais au passé (figure 5). Outre l'effet de base positif émanant de ces produits, les hausses des tarifs des hôtels et des restaurants ainsi que des prix de l'alimentation et des boissons ont stimulé l'inflation. En revanche, les soldes de janvier ont pesé sur le niveau des prix, d'autant plus que des rabais particulièrement élevés ont été accordés cette année.

### Légère augmentation des loyers

En février 2010, les loyers ont atteint un niveau supérieur de 0,7% par rapport à 3 mois auparavant et de 1,2% en comparaison au rythme annuel. L'indice Homegate enregistre même une hausse moyenne nationale de 2,2% sur la même période. Notamment les augmentations de loyers des nouveaux logements devraient céder la place aux taux de renchérissement négatifs cette année. D'une part, la pression de la demande est légèrement moins forte du côté des immigrants qui préfèrent les logements locatifs dans la première phase d'intégration, d'autre part l'expansion des appartements en location sera relativement prononcée cette année, étant donné que les projets réalisés à la suite de la vague d'immigration arrivent actuellement à terme.

### 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. Son indice inclut trois des neuf questions que compte cette étude au total.

#### Amélioration du climat de consommation

Le climat de consommation a continué de s'améliorer au 4<sup>e</sup> trimestre 2009. Ainsi, l'indice composite a gagné 8 points. Mais à -22 points, il reste loin de sa moyenne à long terme de -8,8 points. La situation économique des consommateurs correspond actuellement peu ou prou à celle du printemps 2004, alors que la récession liée à la bulle Internet prenait fin. Le SECO a lancé au troisième trimestre 2009 un nouvel indice du climat de consommation qui, avec des questions supplémentaires sur les attentes en termes de chômage et des possibilités d'épargnes individuelles, est plus orienté vers l'avenir et mieux adapté aux comparaisons internationales. Le «nouveau» indice du moral des consommateurs affiche également une embellie au 4<sup>e</sup> trimestre. Il a en effet progressé de 7 points, à -7 points contre -14 au 3<sup>e</sup> trimestre. A cet égard, les réponses aux quatre questions posées soulignent une amélioration. Les ménages ont notamment émis une estimation favorable concernant l'évolution future du chômage.

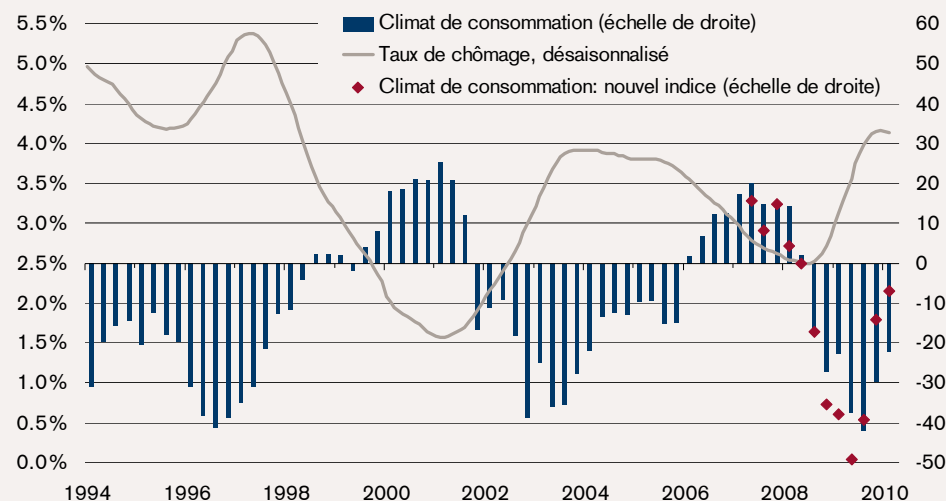
#### Marché suisse du travail: relativement solide, mais beaucoup de chômage partiel

Selon le SECO, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est maintenu à 4,1% en février, après avoir chuté contre toute attente de 4,2% à 4,1% en janvier. Il s'agissait de son premier recul depuis début 2008. A l'exception des secteurs très saisonniers tels que le bâtiment, le nombre de chômeurs est resté presque stable pendant l'hiver. En moyenne, le taux de chômage s'est élevé à 3,7% en 2009, après 2,6% en 2008. Par rapport à l'année précédente, il a fortement progressé dans tous les secteurs à l'exception de l'administration publique. De janvier à novembre 2009, 45 000 personnes en moyenne ont travaillé en chômage partiel, soit environ quatre fois plus qu'après l'explosion de la bulle Internet.

Figure 6

#### Climat de consommation et chômage

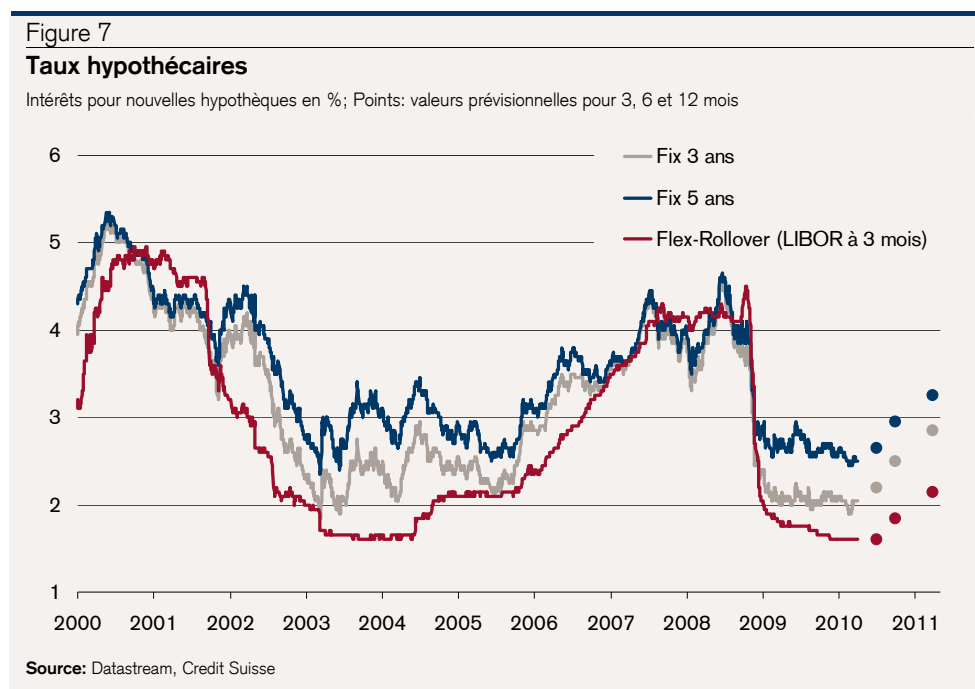
Climat de consommation: Valeurs trimestrielles; Taux de chômage: Valeurs mensuelles



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 de la phase des taux d'intérêt bas approche

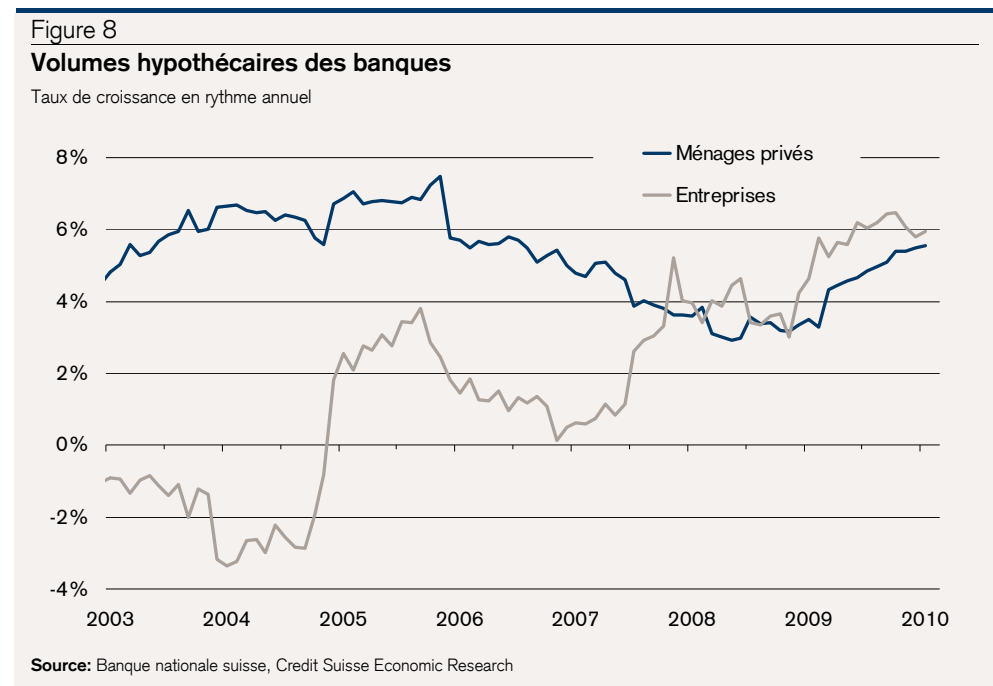
Bien que le risque inflationniste en Suisse semble pour l'instant modeste dans le contexte d'une croissance modérée et d'un faible taux d'utilisation des capacités, la Banque nationale devra relever ses taux d'intérêt au moindre risque pour la stabilité des prix à moyen terme. Nous tablons sur une première augmentation des taux de référence par la BNS de 25 points de base en septembre 2010. Une autre hausse de la même ampleur devrait suivre d'ici à début 2011. L'Hypothèque flex roll-over devrait donc progresser de 25 points de base d'ici à septembre. Pour fin mars 2011, on peut s'attendre à une augmentation totale de près de 55 points de base. Pour les Hypothèques fix, les progressions devraient se situer entre 45 et 75 points de base en fonction des durées de placement dans les 12 prochains mois.

### Taux de croissance solides 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 (figure 8).

Depuis le printemps 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 même temps, l'amortissement des crédits n'est pas très attractif dans un tel contexte. D'autres facteurs ont favorisé l'augmentation du volume des emprunts. Premièrement, la concurrence exacerbée exerce une pression sur les marges et contribue ainsi davantage à une baisse des taux d'intérêt effectifs. Deuxièmement, un nombre croissant d'immigrés arrivés avec la dernière vague s'intéressent à la propriété du logement, et, de ce fait, stimulent

la demande. La Banque nationale suisse se montre inquiète à l'égard de cette situation et exhorte les banques et les preneurs de crédits à la plus grande prudence face à la forte croissance des crédits hypothécaires et la progression permanente des prix de l'immobilier d'habitation.<sup>1</sup> Il s'agira de bien surveiller la situation, mais à l'heure actuelle, nous ne constatons pas d'octrois de crédits excessifs ou déraisonnables par les banques.



1 Analyse de la situation monétaire du 11 mars 2010 par la Banque nationale suisse.

## 2 Surfaces d'habitation

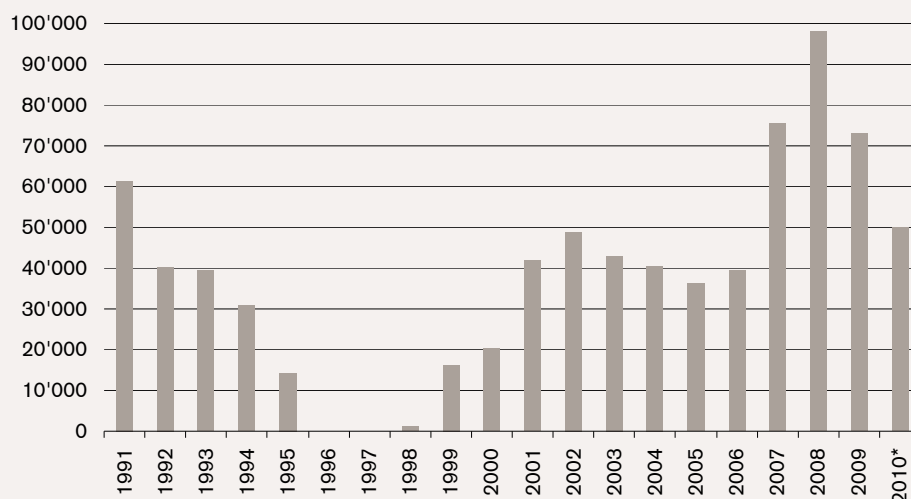
### 2.1 Demande

La demande de logements est étroitement liée à l'évolution démographique. Par conséquent, des connaissances plus précises des mouvements migratoires permettent de mieux l'appréhender. En 2009, la population helvétique a connu une croissance supérieure à la moyenne de 1,1%. En Suisse, l'évolution démographique est due en majeure partie à l'immigration qui s'est accentuée suite à la levée, au 1<sup>er</sup> 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. En 2008, l'immigration nette a atteint le chiffre record de 98 000 personnes.

Figure 9

#### Solde migratoire de la Suisse

Mouvements migratoires nets de la population résidente permanente suisse et étrangère (avec changements de statut)



\* 2010: estimation de Credit Suisse Economic Research

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

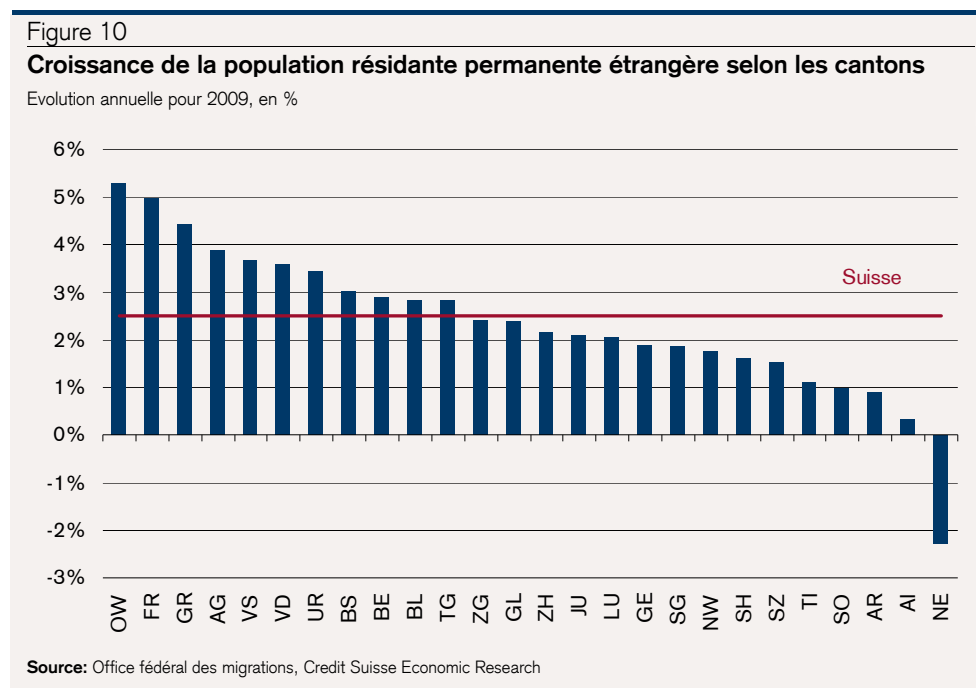
#### L'immigration génère des impulsions durables

Compte tenu de la situation économique et de la hausse du taux de chômage, l'immigration nette a été étonnamment solide en 2009 avec un plus de 73 000 personnes (figure 9). Son taux est donc inférieur de 26% seulement à la valeur record enregistrée en 2008 et se situe à un niveau relativement élevé comparé à la moyenne à long terme sur les 19 dernières années de 37 300 personnes. De même que le chômage, le solde migratoire réagit avec un temps de retard à l'affaiblissement de la situation de l'emploi. Les effectifs des branches industrielles et du commerce sont en recul, tandis que le secteur des services continue à afficher des taux de progression positifs et génère ainsi une immigration persistante de main d'œuvre, en dépit d'un certain ralentissement. Les conséquences de la dernière récession auront toutefois un effet marqué sur l'immigration et le marché du travail en 2010. Nous tablons sur un solde migratoire toujours supérieur à 50 000 personnes et dépassant de nouveau la moyenne à long terme en 2011. On observe en outre que les chances de la main d'œuvre étrangère hautement qualifiée sur le marché de l'emploi restent intactes en 2010 et que le regroupement familial suite à la vague migratoire des dernières années continue à se faire sentir.

#### Une dynamique migratoire inégale suivant 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). Mesuré à l'aune des effectifs actuels, le nombre d'étrangers a augmenté non seulement à Obwald, mais également dans les cantons de domicile de la région dynamique de l'Arc lémanique (FR, VS, VD) ainsi que dans ceux d'Argovie et des Grisons. Les cantons à fiscalité avantageuse de Schwytz et de Nidwald, qui se trouvaient encore en tête il y a un an, sont désormais à la traîne de la moyenne nationale. Leur attractivité pour la population étrangère semble avoir davantage souffert de la crise qu'ailleurs.



### La baisse des taux d'intérêt hypothécaires dope une demande supplémentaire

La demande solide de logements n'est pas uniquement un effet de l'immigration, mais également du niveau très avantageux des taux d'intérêt hypothécaires (figure 7). Un simple calcul approximatif permet de montrer à quel point les faibles taux d'intérêt hypothécaires depuis 2008 peuvent exercer un effet positif sur les budgets des ménages. Prenons l'exemple d'un logement en propriété au prix de 600 000 CHF avec un ratio prêt/valeur de 70%. Dans le cas d'une hypothèque fixe de 5 ans au taux d'intérêt actuel de 2,5%, le propriétaire réalise une économie annuelle de 6300 CHF par rapport à un prêt hypothécaire à 4% conclu il y a 2 ans. Cet allègement sensible s'est traduit, d'une part, par une demande accrue de logements en propriété et a contribué, d'autre part, à une consommation solide en Suisse grâce aux économies substantielles réalisées par les propriétaires de logements dans un contexte d'endettement hypothécaire important au niveau national.

### Aucun élan à attendre des revenus

La manifestation des besoins en logements sur le marché de l'immobilier et leur intensité dépendent avant tout du niveau des revenus. En effet, tant que les restrictions budgétaires viennent freiner la hausse de la demande, les besoins ne peuvent être satisfaits alors qu'ils ont été 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 réelle en Suisse a encore nettement augmenté en 2009 en dépit de la stagnation de l'économie. Cependant, les salariés ne profiteront plus des effets spéciaux de l'année dernière, à savoir la baisse des prix à la consommation et les contrats de travail négociés pendant la phase de haute conjoncture. Pour l'année en cours, nous tablons sur la fin de cette croissance nominale de près de 1% en raison de la hausse quasiment parallèle des prix à la consommation, si bien qu'il faut compter sur une stagnation réelle des salaires. Compte tenu de l'insécurité accrue des emplois, aucune demande supplémentaire de logements induite par les salaires ne devrait donc se manifester dans un avenir proche. Ainsi, les espoirs des vendeurs reposent principalement sur une croissance de la population.

## 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.

### Faible recul de la production de logements à l'heure actuelle

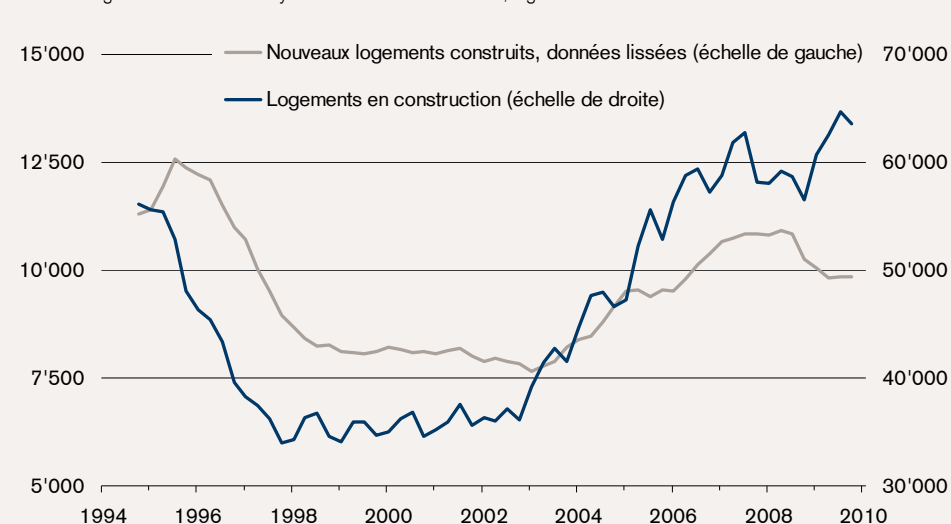
Selon les statistiques trimestrielles de la construction résidentielle de 2009 publiées par l'Office fédéral de la statistique (OFS), la production de logements a reculé de 3,9% en comparaison annuelle. Toutefois, la baisse du nombre de nouveaux logements s'est de nouveau stabilisée au cours du second semestre 2009 (figure 11). Avec 11 000 nouvelles unités, le nombre de constructions au 4<sup>e</sup> trimestre 2009 était similaire par rapport à celui du même trimestre de l'année précédente. L'affaiblissement en comparaison annuelle se retrouve également dans les statistiques de la Société suisse des entrepreneurs (SSE) qui évaluent à 3,8% la baisse nominale des chiffres d'affaires dans la construction de logements entre 2008 et 2009. Le recul réel devrait toutefois être inférieur en raison du renchérissement négatif dans le secteur de la construction.

Face à cette situation, l'évolution du nombre de logements en construction ne donne encore aucun signe d'affaiblissement. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2009, 63 500 logements étaient en construction, soit presque autant qu'au 3<sup>e</sup> trimestre 2009 où la valeur avait atteint un record depuis le début des mesures, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que l'année dernière, le secteur de la construction a fait preuve de beaucoup de retenue en matière de recrutement de personnel supplémentaire compte tenu des signes de repli conjoncturel. Une utilisation de la pleine capacité et les rudes conditions hivernales en début d'année ont débouché sur des phases de construction prolongées. La réserve de travail des entreprises du bâtiment a continué à croître au 4<sup>e</sup> trimestre 2009 et l'achèvement des nombreux logements en construction a pris du retard, ce qui a entraîné un lissage de la production, tout en garantissant un accroissement du stock de logements de près de 41 000 unités en 2010, soit l'équivalent de la moyenne à long terme sur les 30 dernières années. Actuellement, l'indice suisse de la construction affiche pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2010 une activité toujours solide qui devrait dépasser celle du 1<sup>er</sup> trimestre 2009.

Figure 11

### Statistique trimestrielle des logements

Nouveaux logements construits: moyenne mobile sur 4 trimestres; logements en construction: valeurs trimestrielles absolues

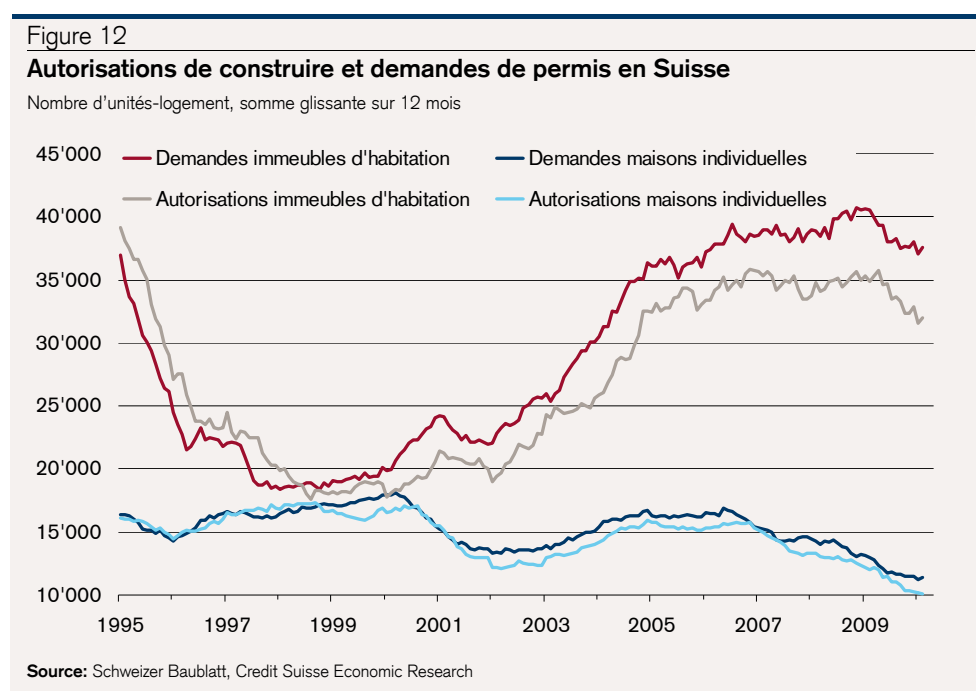


Source: Office fédéral de la statistique

Le recensement des demandes de permis et des autorisations de construire permet d'évaluer avec une relative fiabilité l'évolution future de l'activité de construction tout comme 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.

## Recul de l'activité de planification de logements

L'activité de planification de logements en Suisse s'inscrit à la baisse. Cette tendance s'observe depuis longtemps déjà dans le domaine des maisons individuelles dont la part représente désormais moins de 25% de l'ensemble des autorisations de construction. Notamment les déplacements structurels vers le segment des appartements en propriété ainsi que les prix des maisons individuelles, inabordables pour certains, devraient être responsables de cette évolution. Ainsi, la progression du cycle de construction se ressent désormais également dans le segment des immeubles locatifs. Au cours des 12 derniers mois, 31 965 logements d'immeubles locatifs ont été autorisés, soit un recul de 8,4% en comparaison annuelle. En raison du pipeline de projets de logements bien rempli, le ralentissement de l'activité de planification ne devrait se traduire que progressivement cette année par une baisse persistante de la production de logements.



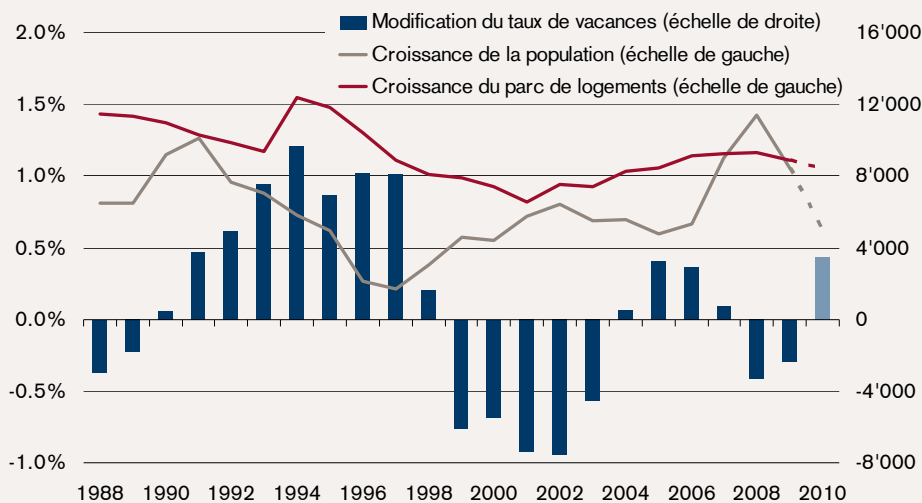
### 2.3 Résultat du marché

Entre le début de la planification et la mise sur le marché d'un logement, il s'écoule facilement deux ans, voire plus. L'allongement des délais de production – devenu une constante sur le marché de l'immobilier – est aussi responsable de son déséquilibre permanent. Les investisseurs surévaluent régulièrement le besoin de logements, ce qui entraîne un surajustement de l'offre en fin de cycle de construction et donc une multiplication des surfaces inoccupées. Le dernier cycle immobilier a cependant fait exception à cette règle. La vague d'immigration provoquée par l'accord sur la libre circulation conclu avec l'UE est arrivée exactement au bon moment pour éviter la suroffre qui caractérise normalement la fin d'un cycle de construction de logements. Le nombre de surfaces vacantes a même diminué en 2008 et 2009, ce qui n'était pas prévisible. Le nombre de logements inoccupés n'a pas quitté la marge de fluctuation constante depuis 2004 de  $\pm 4000$  unités, ce qui correspond plus ou moins à un équilibre entre l'offre et la demande (figure 13).

Figure 13

**Evolution du taux de vacances**

Croissance de la population et du parc de logements en % par rapport à l'année précédente, évolution du taux de vacances en valeur absolue



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

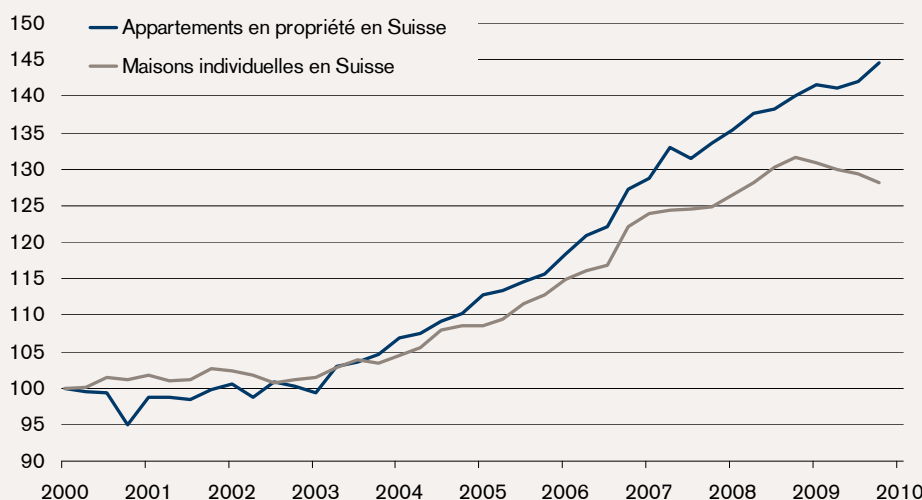
**Fléchissement de la dynamique des prix**

Les taux d'inoccupation sont considérés comme le véritable baromètre de la santé du marché de l'immobilier. Les prix finissent aussi par réagir, le plus souvent avec un léger retard, et par refléter des pénuries plus ou moins marquées. En 2000, les prix des logements en propriété en Suisse ont entamé une phase haussière de dix ans qui a parfois connu des envolées spectaculaires. 2009 a toutefois apporté une certaine détente. La hausse des prix des logements en propriété a ralenti, du moins au cours des trois premiers trimestres, avant de reprendre légèrement au 4<sup>e</sup> trimestre 2009 avec une croissance de 1,8% en comparaison trimestrielle (figure 14).

Figure 14

**Evolution des prix de transaction des appartements en propriété**

Indice 2000 = 100, indices pour des objets de standard moyen



Source: Wüest & Partner

Cette année, la longue phase haussière des prix du logement devrait s'estomper dans la plupart des régions. Plusieurs facteurs contribueront toutefois à soutenir la demande et à éviter des chutes de prix trop drastiques. D'une part, le niveau des taux d'intérêt se maintiendra à un ni-

veau particulièrement bas en comparaison historique malgré une augmentation attendue au second semestre 2010 et devrait ainsi garantir la viabilité de la propriété. D'autre part, les immigrants qui disposent de revenus élevés et s'installent de préférence dans des logements locatifs en centre-ville vont manifester un intérêt marqué pour les appartements en propriété.

### Les prix des maisons individuelles déjà en recul

La tendance à la hausse des prix des maisons individuelles s'est interrompue dès 2009 en dépit du plancher record des taux d'intérêt. Plusieurs circonstances permettent d'expliquer les différentes évolutions des deux segments de propriété. Contrairement aux logements en propriété, les maisons individuelles sont souvent situées en région périphérique, où les changements de l'environnement de marché se manifestent en général plus rapidement. En outre, elles ne sont plus tellement prisées par les acheteurs potentiels, comme nous l'avons montré dans l'étude immobilière publiée cette année. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2009, le segment des maisons individuelles a déjà connu un recul moyen de 2,6% en comparaison trimestrielle. Cette tendance devrait se poursuivre en 2010 dans une mesure similaire et contribuer à écartier davantage la fourchette des prix entre les maisons individuelles et les logements en propriété.

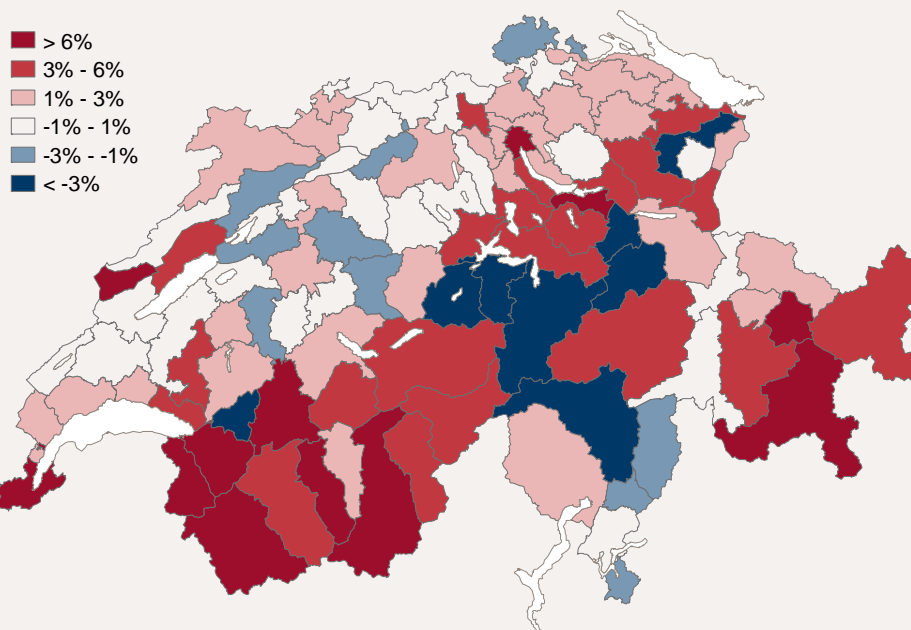
### Plus forte dynamique des prix dans les grands centres et les régions touristiques

Les disparités régionales relevées en 2009 en termes d'évolution des prix de logements en propriété permettent de tirer davantage de conclusions sur le marché de l'immobilier. D'une part, les destinations touristiques marquées par les constructions de résidences secondaires, telles que les cantons du Valais et des Grisons et l'Oberland bernois, affichaient des signes positifs (figure 15). D'autre part, les prix en périphérie et dans les centres économiques de Genève et de Zurich ont continué à progresser fortement, avec toutefois certaines nuances. Dans la région zurichoise, la croissance des prix s'est principalement étendue aux régions de la Suisse centrale où les charges fiscales modérées de Zoug et de Schwytz exercent un attrait. Dans la région lémanique par contre, la forte extension du parc de logements entre Genève et le lac de Neuchâtel semble désormais freiner la hausse des prix. Un recul des prix des logements en propriété a pu s'observer notamment dans les régions périphériques et structurellement faibles, comme p. ex. le long de la crête principale des Alpes dans les cantons d'Uri, Glaris, Obwald, Nidwald et le nord du Tessin ainsi que, dans une moindre mesure, dans certaines parties du Mittelland, à savoir le Jura bernois, le district de la Singine ainsi que les régions autour d'Olten et Berthoud.

Figure 15

#### Hausses de prix des appartements en propriété

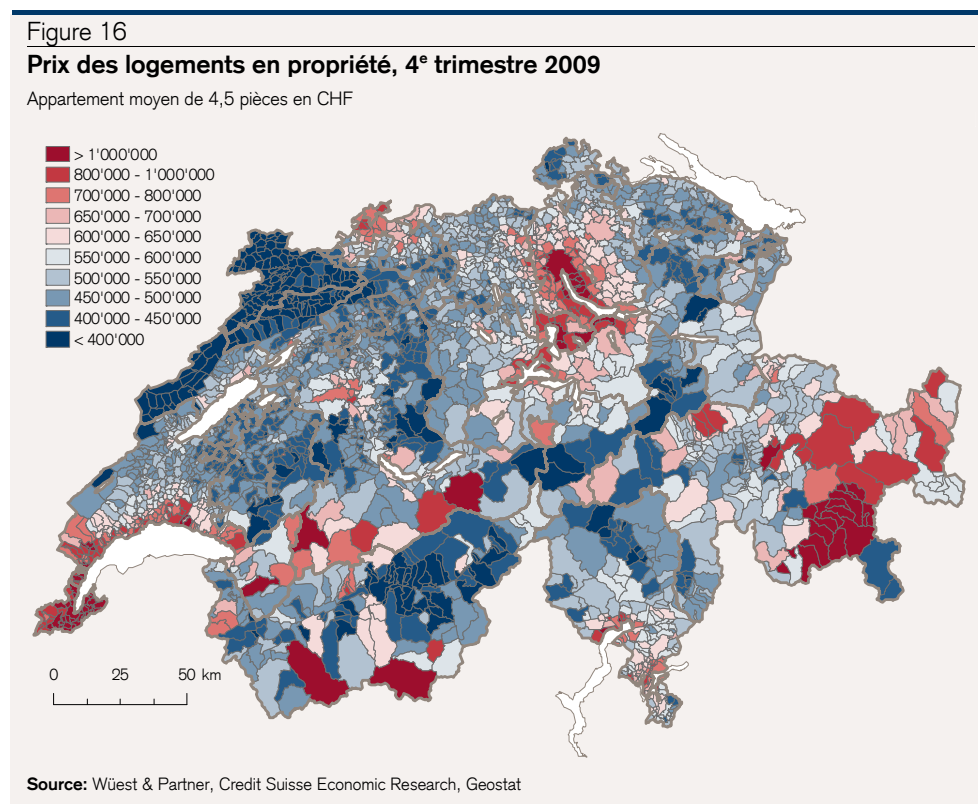
Evolution des prix de transaction pour un appartement en propriété moyen de 4,5 pièces entre 4T/2009 et 4T/2008



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 prix 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 m<sup>2</sup> de surface habitable nette et 4,5 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 82 communes, ces prix peuvent dépasser 1 million CHF en moyenne pour le logement en propriété standard décrit, dans 184 communes les prix peuvent être supérieurs à 800 000 CHF.

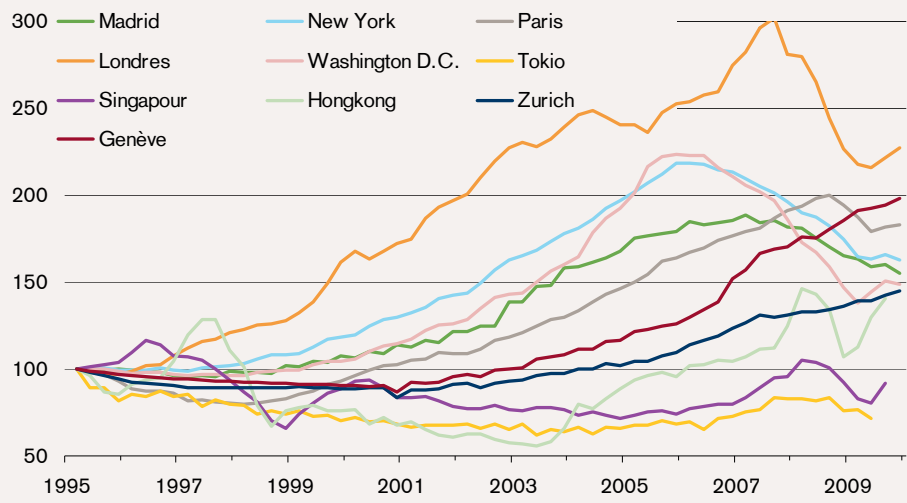
### Les prix de l'immobilier américains en phase de stabilisation au cours plancher

Nombre de marchés immobiliers internationaux secoués par la crise sont actuellement au cœur d'une phase de stabilisation. Notamment les planchers records des intérêts hypothécaires, les liquidités accumulées à la recherche de possibilités de placement ainsi que les programmes de sauvetage des gouvernements se sont traduits par un ralentissement du rythme, voire par la fin des baisses de prix. La fragilité de certains marchés immobiliers s'observe aux Etats-Unis, où, selon l'indice S&P/Case-Shiller, les prix dans les 20 métropoles les plus importantes ont franchi le creux de la vague au printemps, mais peinent à décoller de leur 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, mettent néanmoins un frein à une hausse rapide. Au niveau international, les prix de l'immobilier suisse 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 moyen terme sur le marché genevois. 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

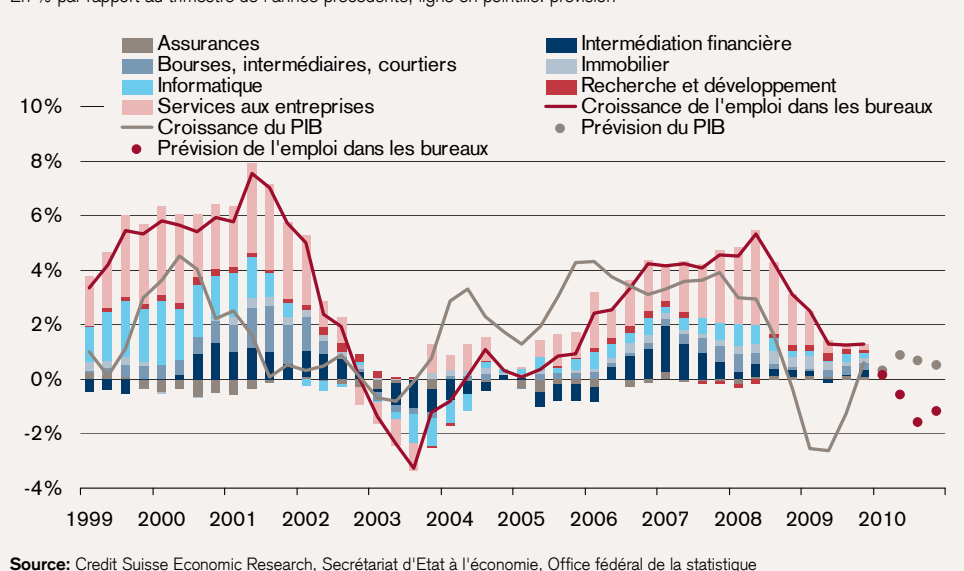
#### 3.1 Demande

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 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

#### Evolution de l'emploi des branches de bureaux classiques et croissance du PIB

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



#### Stabilité de l'emploi de bureau

En 2009, l'incertitude des acteurs du marché s'est reflétée dans une demande de surfaces très frileuse. La seule évolution de l'emploi dans le secteur tertiaire ne suffit pas à justifier une telle réserve. Suite à la récession, l'emploi global a reculé de façon importante dans le secteur industriel et commercial. Contre toute attente, les emplois du secteur tertiaire se sont néanmoins révélés très solides et n'ont enregistré une légère baisse par rapport au trimestre précédent qu'au dernier trimestre 2009. En comparaison annuelle, la situation dans les branches classiques du tertiaire s'est encore améliorée, affichant une progression de près de 7700 équivalents plein temps, soit 1,3% (figure 18); toutes les sous-branches ont apporté une contribution positive à la croissance (figure 19). De son côté, l'administration publique, que notre définition n'inclut pas, a créé 6000 postes supplémentaires. Ainsi, il n'y a pas eu de nouvelles surfaces vacantes que les entreprises auraient pu remettre sur le marché, ce qui, à la lumière des difficultés du marché immobilier commercial, contribue à stabiliser la situation et à réduire l'excès généré par l'expansion de l'offre.

L'année dernière, plusieurs facteurs ont eu un effet stabilisateur sur l'emploi dans le secteur tertiaire et devraient, cette année, empêcher une mise en disponibilité généralisée d'employés de bureau. Premièrement, le secteur des services profite depuis plusieurs cycles déjà d'une tertiarisation de l'économie, raison pour laquelle cette croissance structurelle est capable de compenser totalement ou en partie les mesures conjoncturelles de soutien à l'emploi, même en phase de redressement. Deuxièmement, un assainissement structurel est depuis longtemps en cours dans les principales branches du tertiaire, telles que les institutions de crédit et les assurances, ce qui devrait entraîner une correction moins forte du cycle économique actuel. Finale-

ment, certains secteurs anticycliques ou à faible cyclicité, à savoir notamment les activités de planification et l'immobilier, les avocats et les notaires ainsi qu'une partie de la branche informatique, tendent à lisser l'évolution de l'emploi du tertiaire. D'après nos prévisions, une légère réduction des postes de la branche de bureau sera inévitable en 2010 malgré tous les stabilisateurs. Nous tablons sur un recul de près de 1% à 1,5% de l'emploi de bureau classique qui réduira également le besoin en surfaces cette année.

Figure 19

**Evolution de l'emploi en Suisse**

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

	T4/2008	T1/2009	T2/2009	T3/2009	T4/2009	Effectif T4/2009
Intermédiation financière	1'626	973	-645	307	1'772	122'987
Assurances	409	795	462	688	443	48'334
Bourses, courtiers	511	618	1'612	1'796	1'387	28'556
Immobilier	2'135	2'646	1'734	1'193	1'183	27'679
Informatique	1'443	1'126	276	1'610	1'049	66'332
Recherche et développement	1'290	1'369	1'788	1'276	734	17'262
Services aux entreprises	10'861	7'322	2'567	626	1'148	300'931
<b>Branches de bureau classiques</b>	<b>18'275</b>	<b>14'849</b>	<b>7'796</b>	<b>7'495</b>	<b>7'715</b>	<b>612'080</b>
Administration publique	860	-176	664	2'370	5'968	153'371
Secteur secondaire	9'719	-3'114	-18'904	-30'558	-26'949	959'536
Secteur tertiaire	52'010	34'073	9'947	8'011	10'568	2'360'036
Emploi total	61'729	30'959	-8'957	-22'548	-16'381	3'319'572

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, puisque environ 500 000 m<sup>2</sup> 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 de 2007 à 2008 pour atteindre leur apogée en juin 2008. Leur évolution rappelle en partie 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.

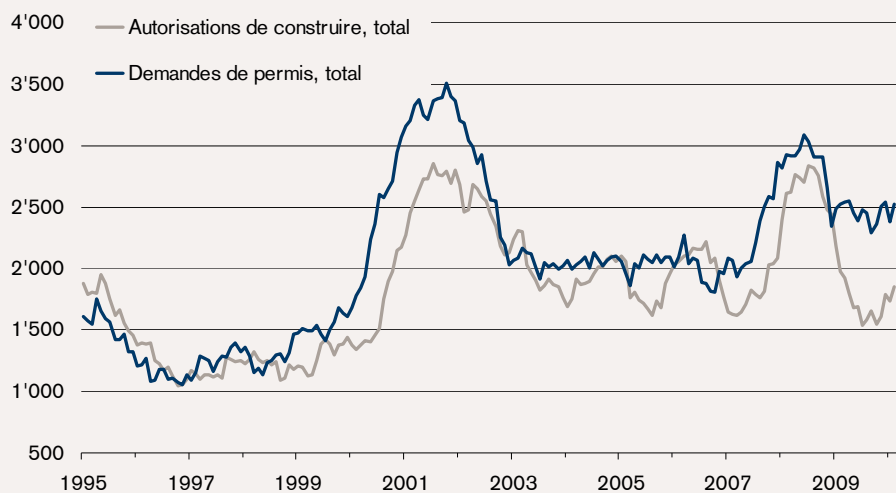
**Recul rapide des projets de surfaces de bureau**

En 2008/2009, la récession de courte durée, mais extrêmement sévère, a incité les investisseurs à rapidement freiner leurs activités d'étude de construction. Apparemment, différents projets ont été retirés, réaménagés ou affectés à d'autres usages et contribué ainsi à multiplier la demande. Les autorisations de construire pour les surfaces de bureaux, en recul depuis l'été 2008, ont momentanément atteint un niveau représentant seulement 55% des volumes records. Depuis lors, l'activité d'étude de projets affiche une légère reprise par rapport aux permis de construire et se chiffre actuellement à 1,85 milliard CHF sur les douze derniers mois. En raison d'une envolée de plus courte durée, le dernier cycle du marché des bureaux a vu dans l'ensemble moins de projets se réaliser qu'au début de ce troisième millénaire, ce qui est surtout le cas de l'agglomération de Zurich. De manière générale, l'expansion des dernières années a été portée davantage par les petits et les moyens centres que lors du boom de l'immobilier de bureau connu autour de 2000.

Figure 20

**Demandes de permis et autorisations de construire pour les surfaces de bureaux**

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.

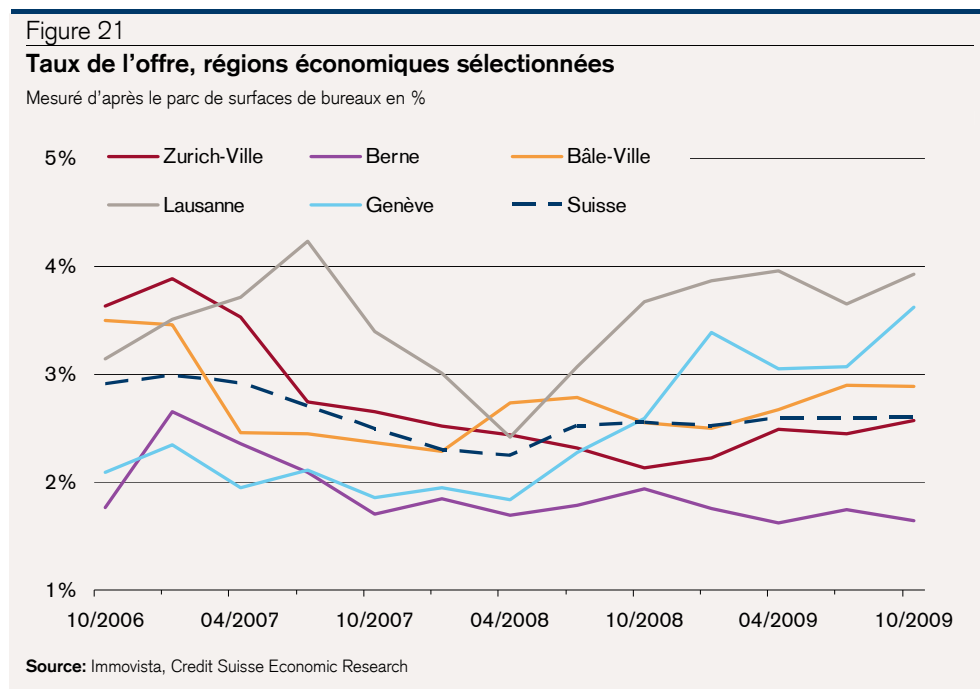
**Offre suisse et durée de publication en hausse**

A l'échelle de la Suisse, l'élargissement continu de l'offre entraîne une augmentation lente des chiffres de l'offre. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2009, 2,65% des 48,5 millions de m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux estimés ont été proposés en location, ce qui est nettement supérieur au plancher du dernier cycle de 2,25% au 2<sup>e</sup> trimestre 2008 (figure 21). L'expansion continue des surfaces, associée à la prudence des locataires, devrait conduire à ce que cette tendance se poursuive en 2010. La hausse des chiffres de l'offre montre que le marché ne parvient plus à absorber aussi facilement les nouvelles surfaces de bureaux qu'en 2008, ce qu'indique également la durée de publication qui est passée de 58 jours au premier semestre 2009 à 74 jours au 4<sup>e</sup> trimestre 2009.

**Les grands centres marqués par la hausse des chiffres de l'offre, à l'exception de Berne**

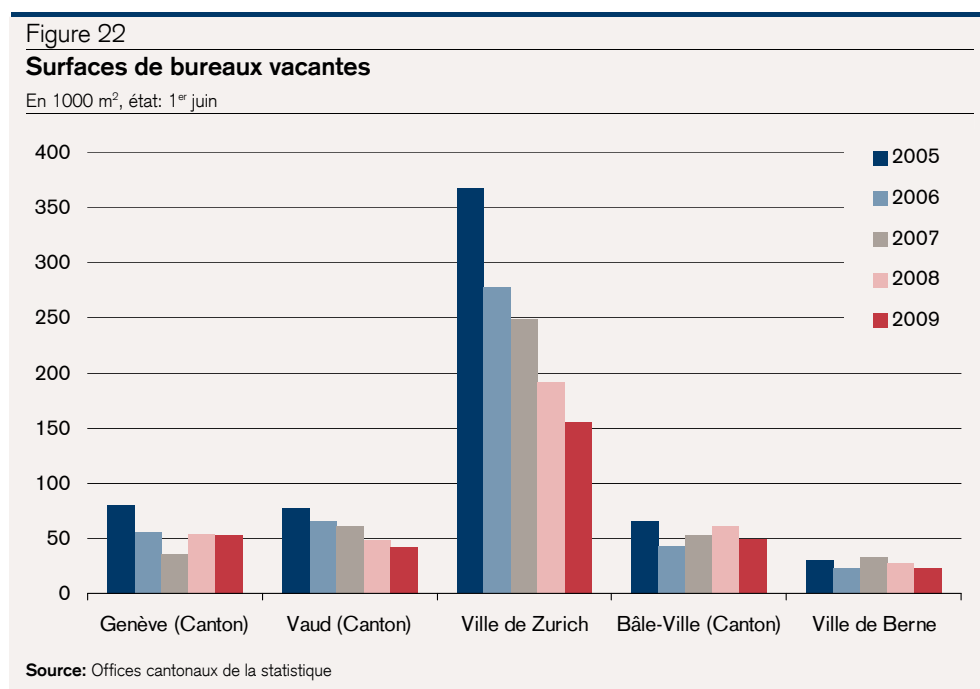
En raison de la disponibilité de nouvelles surfaces de bureaux, les chiffres de l'offre du marché zurichois sont orientés à la hausse depuis fin 2008. Ce flot ne devrait pas se tarir trop vite même à l'avenir. En 2010, la suroffre se cantonnera toutefois au quartier central des affaires (appelé aussi Central Business District ou CBD), mais mettra le marché sous pression dans les zones d'affaires élargies et en périphérie. Dans certaines régions économiques de l'agglomération zurichoise comme le Glattal ou Winterthur, les prix de l'offre sont d'ores et déjà sous pression (figure 23). En Suisse romande, sur les marchés immobiliers dominants de Genève et de Lausanne, le niveau nettement supérieur des chiffres de l'offre n'est pas uniquement un effet du ralentissement conjoncturel, mais s'explique également par la forte activité d'étude de projets et de construction à l'heure actuelle. Par conséquent, les efforts de commercialisation des derniers trimestres ont été considérables et ont contribué à une hausse des chiffres de l'offre dans la région lémanique. Au début du millénaire, ces deux marchés n'ont pas

connu la même expansion de surfaces qu'en Suisse alémanique et ne sont donc pas entrés dans la dernière phase de haute conjoncture avec un taux de vacance élevé. C'est pourquoi l'assèchement de ces marchés a été rapide; l'actuelle liquidité est saluée par de nombreux acteurs du marché, car elle contribue à une détente. Le marché bâlois qui, depuis quelques années, présente une tendance rampante à la décentralisation, s'est démarqué dès la mi-2008 par une hausse des chiffres de l'offre. Grâce à la dominance des pouvoirs publics, le marché bernois se caractérise par une grande stabilité et une offre limitée.



**Hausse des taux de vacance à l'horizon 2010**

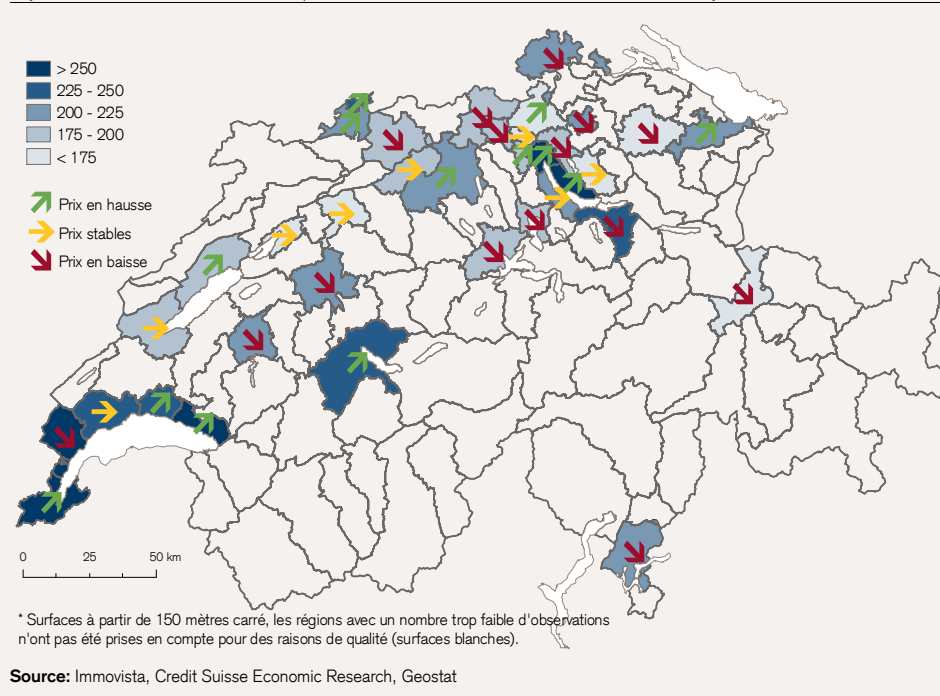
Il n'existe aucun recensement national des surfaces de bureaux inoccupées. Toutefois, comme les cinq grands centres ont pour habitude de recenser leur parc de bureaux vacants, que ce soit à l'échelon des villes ou du canton, il nous est possible de tirer des conclusions sur près de 44% des surfaces administratives du pays. Les taux de vacance sur les principaux marchés suisses de surfaces de bureaux ont une nouvelle fois baissé au 1<sup>er</sup> juin 2009 (figure 22).



Ce nouveau repli 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 les chiffres de l'offre et 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 l'année dernière 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, notamment dans les zones périphériques, provoquant une nouvelle hausse du nombre de surfaces inoccupées.

La figure 23 représente la carte 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 m<sup>2</sup>, 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.

Figure 23

**Loyers proposés pour les bureaux en Suisse\***Loyers bruts (médiane) en CHF/m<sup>2</sup> et par an, 4<sup>e</sup> trimestre 2009, variation sur un an de la moyenne mobile sur 12 mois

### Tendance à la stagnation des loyers proposés en moyenne nationale

Grâce au solide dynamisme de l'économie, le prix moyen proposé en Suisse a pu décoller de son niveau plancher de 205 CHF/m<sup>2</sup> fin 2007. Depuis, il navigue dans une fourchette relativement étroite comprise entre 210 CHF/m<sup>2</sup> et 214 CHF/m<sup>2</sup>, étant donné que les différentes évolutions régionales des marchés de location s'annulent plus ou moins à l'échelle nationale. A l'heure actuelle, le prix du mètre carré avoisine 213 CHF par an. Pour l'année en cours, les prix devraient avoir tendance, à quelques exceptions près, à stagner ou à baisser légèrement.

## 4 Surfaces de vente

### Les consommateurs suisses étonnamment enclins aux dépenses à la fin 2009

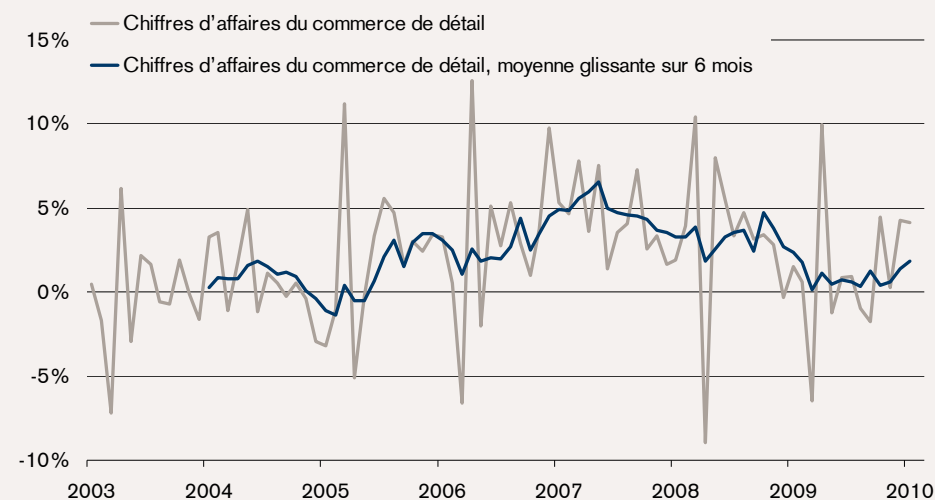
#### 4.1 Demande

Après le repli continu des taux de progression des chiffres d'affaires réels du commerce de détail depuis 2007, les ventes de Noël se sont révélées particulièrement solides en 2009 (figure 24). Grâce à elles, les chiffres d'affaires réels (sans les carburants) ont progressé de 3,3% au dernier trimestre 2009 en données corrigées du nombre de jours de vente par rapport au même trimestre de l'année précédente. Si on examine les différents groupes de produits, les segments de l'alimentation ainsi que l'électronique de bureau et de loisirs se révèlent comme de véritables ressorts de la croissance avec des taux de croissance réels de 3,8% et 17,2%, et montrent que les consommateurs avaient l'argent facile. Le plancher record des intérêts hypothécaires y a certainement contribué dans une certaine mesure puisqu'ils ont apporté aux ménages des propriétaires des allègements de coûts considérables. Nous nous attendons à ce que de tels taux de croissance soient exceptionnels en 2010. Malgré l'embellie actuelle du climat de consommation par rapport à l'année dernière, alors que la débâcle de Lehman Brothers était encore très présente dans les esprits et que les cours de l'action avaient terminé leur chute libre, la situation dans les porte-monnaie des consommateurs est moins réjouissante. La stagnation des salaires réels, la hausse du chômage et un effet de masse provoqué par le repli de la croissance démographique devraient conduire à ce que le commerce de détail ne puisse pas compter sur d'importantes impulsions cette année. Par conséquent, on ne peut s'attendre à une demande vigoureuse de nouvelles surfaces de vente, même si l'intérêt pour les grandes surfaces et les emplacements bien situés continue à être marqué.

Figure 24

#### Evolution des chiffres d'affaires du commerce de détail

Taux de variation annuelle, réels, corrigés du nombre de jours de vente, sans prise en compte des carburants, 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 les 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. La plupart d'entre eux ont été réalisés entre-temps, certains sont en cours de construction tandis que les

### L'expansion des surfaces se poursuit à un rythme légèrement plus faible

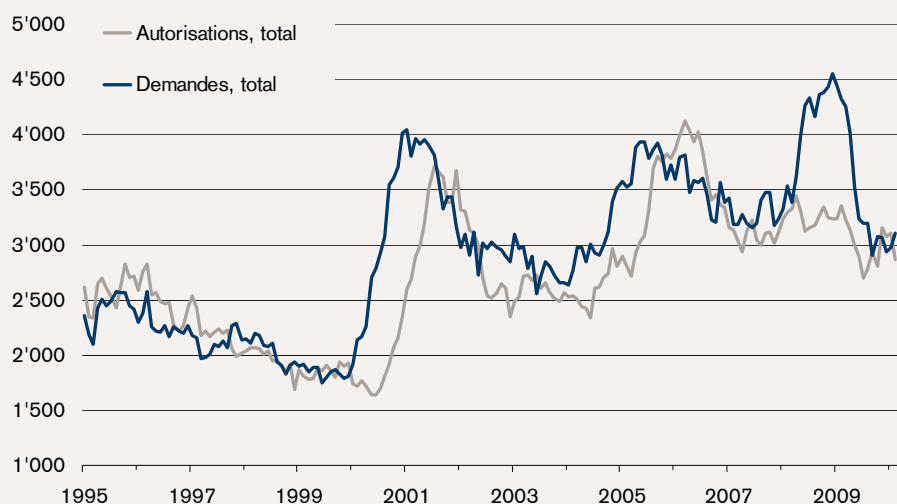
autres attendent encore leur mise en chantier, la réalisation de quelques-uns menaçant de ne pas voir le jour.

Du moins le sommet de l'expansion des surfaces a été rompu l'année dernière, ce qui se traduit par le fait que le volume important de projets pour lesquels une demande de permis de construire a été déposée, n'a pas trouvé d'équivalent côté autorisations de construire (figure 25). Il ne peut toutefois être question de la fin de l'expansion. Si l'entrée de la Suisse dans une récession courte mais sévère a invité certains acteurs du marché à une certaine prudence, le climat général n'a pas encore connu de revirement. Le total des autorisations de construire des douze derniers mois est toujours supérieur à celui des années 2003 à 2005 ainsi que de la seconde moitié des années 1990. Selon une enquête menée en automne 2009, un grand décideur du commerce helvétique sur trois prévoit en outre une extension de sa surface de vente pour l'année en cours.<sup>2</sup> Non seulement les chaînes fréquemment citées, comme Lidl et Aldi, entendent agrandir leurs surfaces en 2010, mais également des détaillants suisses connus comme Coop ou Globus.

Figure 25

#### Demandes de permis et autorisations de construire pour les surfaces de vente (utilisations mixtes incluses)

Nouvelles constructions et transformations, en mio. CHF, somme glissante sur 12 mois



Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

### 4.3 Résultat du marché

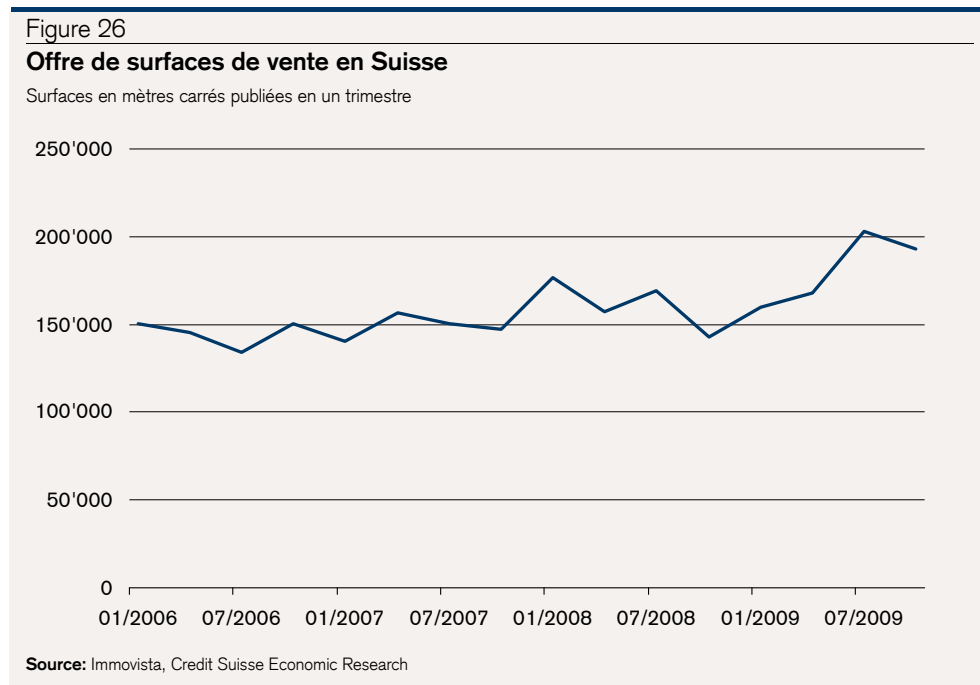
Pour le moment, l'époque des taux de croissance élevés du commerce de détail est révolue. Mais malgré les perspectives de chiffres d'affaires plus moroses, l'expansion des surfaces continue à être de mise et nombre d'acteurs la poursuivent comme lors de la dernière phase de haute conjoncture. Depuis un certain temps déjà, cette extension agit comme catalyseur, souvent inaperçu, de l'assainissement structurel et assure une relève silencieuse des sites. Jusqu'alors, les perdants de ce remembrement ont été en premier lieu les petits magasins et les détaillants spécialisés dans le domaine alimentaire. Les gagnants ont été les grands magasins, centres commerciaux et points de vente situés le long des trajets de navette très fréquentés des consommateurs d'aujourd'hui. 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.

### Progression de l'offre des surfaces de vente suisses

Malgré une consommation étonnamment solide en fin d'année, les signes d'un contexte modifié du marché des surfaces de vente ne sauraient passer inaperçus. Dans le courant de l'année

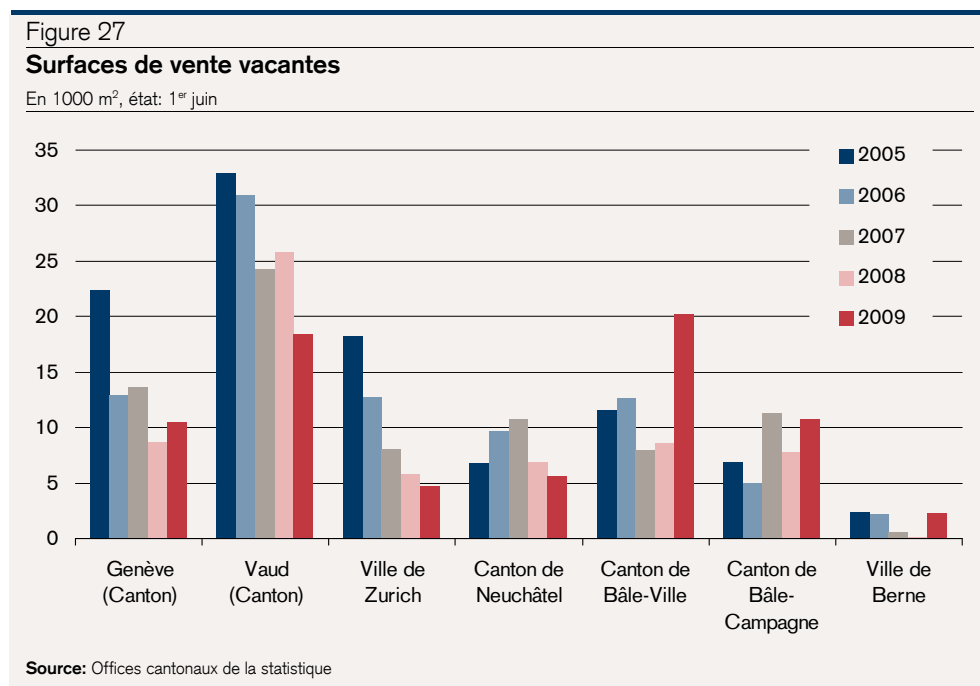
<sup>2</sup> Pour plus d'informations à ce sujet, consulter le «Retail Outlook 2010» de Credit Suisse Economic Research.

dernière, l'offre de location a augmenté de près d'un tiers (figure 26). Au 3<sup>e</sup> trimestre 2009, plus de 200 000 m<sup>2</sup> était proposés en location. Parallèlement, la durée d'annonce, qui indique combien de temps une surface de vente est proposée sur le marché, s'est prolongée en passant de 30 jours en moyenne fin 2007 au seuil actuel des 60 jours.



**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, à Berne et dans le canton de 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, ce qui indique que la demande était encore suffisamment robuste jusqu'au 1<sup>er</sup> juin 2009, date du recensement (figure 27).



Cette année, les surfaces qui, d'une part, ne sont pas suffisamment grandes ou profitent des économies d'envergure des centres-villes et, d'autre part, ne sont pas situées le long des trajets de navette à forte fréquentation, devraient être plus touchées par une hausse des taux d'inoccupation.

### Correction à la hausse provisoire des prix des surfaces de vente

Sous l'influence de l'expansion, les prix lissés des surfaces de vente dans le segment moyen ont également marqué le pas en 2009. Entre-temps, ils ont atteint un niveau plancher de 240 CHF/m<sup>2</sup>, alors que le dernier trimestre a été marqué par une violente contre-réaction. Dans le segment de prix supérieur (quantile de 90%), on pouvait observer une évolution similaire des loyers à la hausse au 4<sup>e</sup> trimestre 2009. Notamment en raison des chiffres d'affaires décevants du commerce de détail des produits de luxe, une forte correction à la baisse a déterminé l'évolution des prix de l'offre au premier semestre 2009, ce qui a mis une fin provisoire à la spirale des prix des loyers, suscitée pendant de nombreux trimestres par la bagarre pour les bons emplacements.

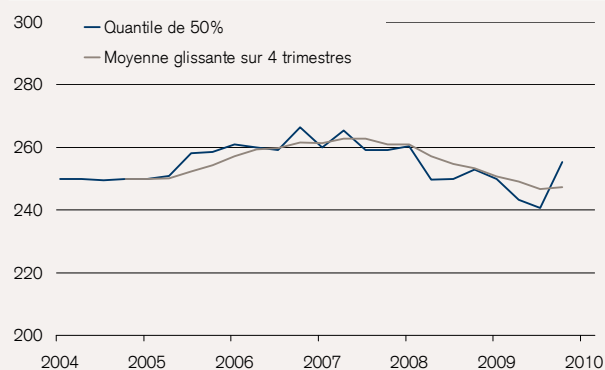
Le redressement des prix de l'offre au 4<sup>e</sup> trimestre 2009 ne devrait pas inciter à en déduire un renversement de la tendance. Il pourrait s'expliquer par une plus grande disponibilité de surfaces de vente de premier ordre, qui sont plus présentes sur le marché dans les périodes difficiles et qui déforment le prix médian. En outre, il devrait également s'agir, au moins en partie, d'un mouvement contraire à la correction (trop) forte. Les bonnes ventes de Noël et les valeurs positives de certains indicateurs conjoncturels devraient également avoir incité les bailleurs de surfaces réputés pour leur optimisme à proposer leurs surfaces à des prix plus élevés.

Seuls les emplacements bien desservis, bénéficiant d'un haut niveau de fréquentation et dotés d'un concept durable 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 en 2010.

Figure 28

#### Evolution des loyers sur le segment de prix moyen

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

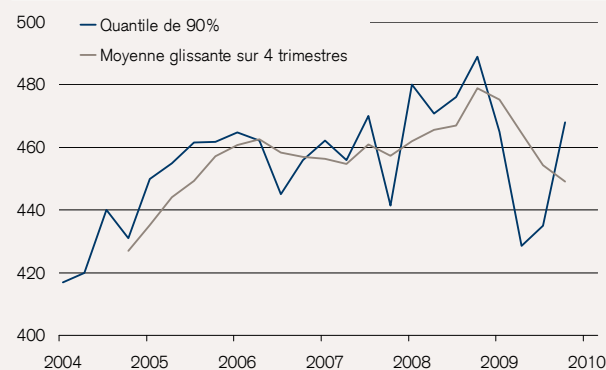


Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Figure 29

#### Evolution des loyers sur le segment de prix supérieur

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



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

## 5 L'immobilier comme placement

### Légères corrections de valeur des fonds immobiliers depuis début 2010

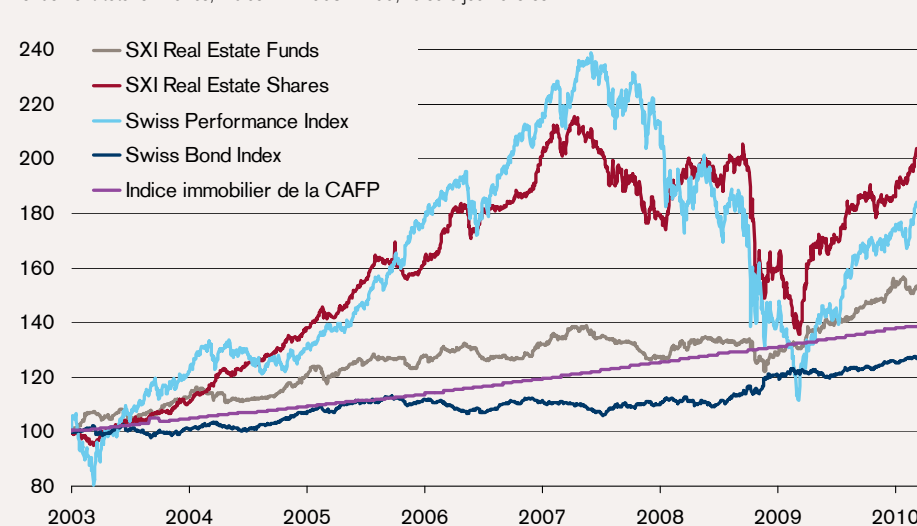
Jusqu'à présent, les instruments de placement immobilier helvétiques cotés en Bourse sont parvenus à bien surmonter la crise financière et la récession sévère mais de courte durée en Suisse. Avec 18,7%, les rendements réalisés en 2009 ont été exceptionnellement élevés, surtout pour les fonds immobiliers, mais également pour les sociétés anonymes immobilières avec 13,3%. Depuis le début de l'année, les instruments de placement ont toutefois connu des évolutions différentes.

Figurant parmi les rares classes d'actifs à clôturer par un rendement global légèrement positif en 2008, les fonds immobiliers suisses ont de nouveau remporté des résultats supérieurs aux autres types de placement en 2009 (figure 30). Cette évolution reflète, d'une part, les fondamentaux intacts du marché suisse du logement et, d'autre part, l'augmentation de la demande concernant cette classe d'actifs. Des dividendes attrayants, des revenus locatifs solides et des faibles fluctuations de valeur ont su convaincre les investisseurs. Toutefois, l'évolution des valeurs des fonds immobiliers a stagné dans les premiers mois de la nouvelle année, ce qui peut être qualifié comme consolidation des valeurs élevées ou comme correction des agios après leur forte progression précédente. Si le cours boursier d'un fonds dépasse la valeur immobilière par part de fonds (valeur nette d'inventaire), on parle de prime, ou d'agio. Comparé à la moyenne à long terme de 10%, l'agio moyen des fonds immobiliers suisses cotés a grimpé à un niveau remarquable de 22,4% jusqu'à fin 2009. Compte tenu du bas niveau actuel des taux d'intérêt, cette valeur n'était, en principe, pas surélevée mais ne laissait pas beaucoup de marge de manœuvre pour des revalorisations.<sup>3</sup>

Figure 30

#### Performance de diverses catégories de placement

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



Source: Datastream

La performance des fondations de placements immobiliers (indice immobilier de la CAFI) a progressé continuellement en 2009, atteignant un rendement annuel global de 5,1%, 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.

<sup>3</sup> Pour plus d'informations sur les corrélations entre agios et taux d'intérêt, vous pouvez consulter la page 59 de l'étude sur l'immobilier 2010.

### Les titres immobiliers suivent la tendance à la hausse des cours des actions

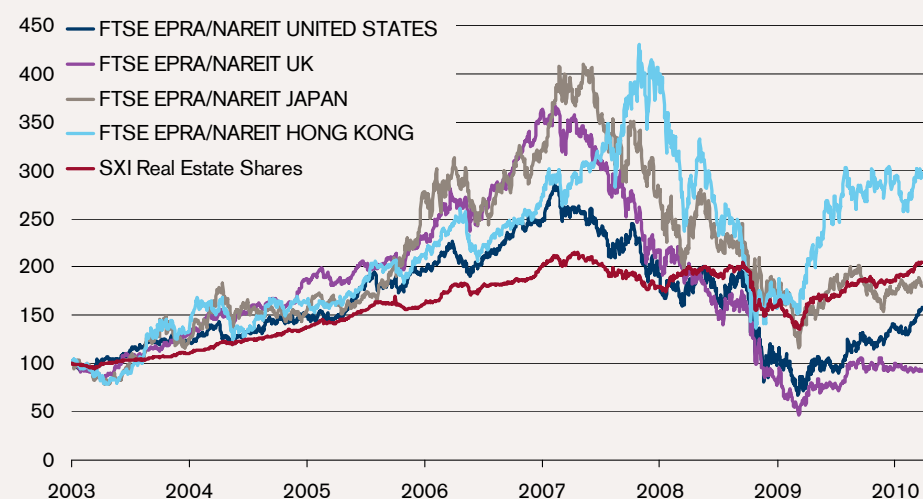
La reprise des marchés des actions depuis début mars 2009 a également stimulé la performance des sociétés anonymes immobilières suisses. Depuis son niveau plancher, l'indice suisse SXI Real Estate Shares a gagné 52% de sa valeur. Les titres immobiliers étrangers ont en partie connu une progression encore plus forte (figure 31), mais ces valeurs se caractérisent par une volatilité nettement supérieure et avaient, auparavant, perdu beaucoup plus de terrain. Par conséquent, de nombreuses actions étrangères sont actuellement en phase de redressement.

Il était intéressant de constater que, fin 2009, le marché n'exigeait plus de prime dans les actions immobilières par rapport aux fonds. Dans l'étude immobilière de 2010, nous avons indiqué que nous ne considérons pas un tel écart comme étant justifié compte tenu également de toutes les différences entre ces deux types de placements, comme par exemple la plus forte orientation des sociétés anonymes immobilières sur les biens immobiliers commerciaux à cyclicité plus prononcée. Depuis, les titres immobiliers ont progressé de près de 10% et considérablement réduit la différence de prime avec les fonds. Les signes macro-économiques positifs du premier trimestre ont eu un effet bénéfique notamment sur les perspectives de revenus du marché de l'immobilier commercial et ont ainsi également stimulé l'évaluation des sociétés anonymes immobilières. Indépendamment des valeurs de l'immobilier sous-jacentes, il faut en tout cas retenir qu'en 2010 également, les rendements des sociétés immobilières par actions seront en grande partie influencés de façon exogène par les marchés d'actions.

Figure 31

#### 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@credit-suisse.com](mailto:immobilier.economicresearch@credit-suisse.com)