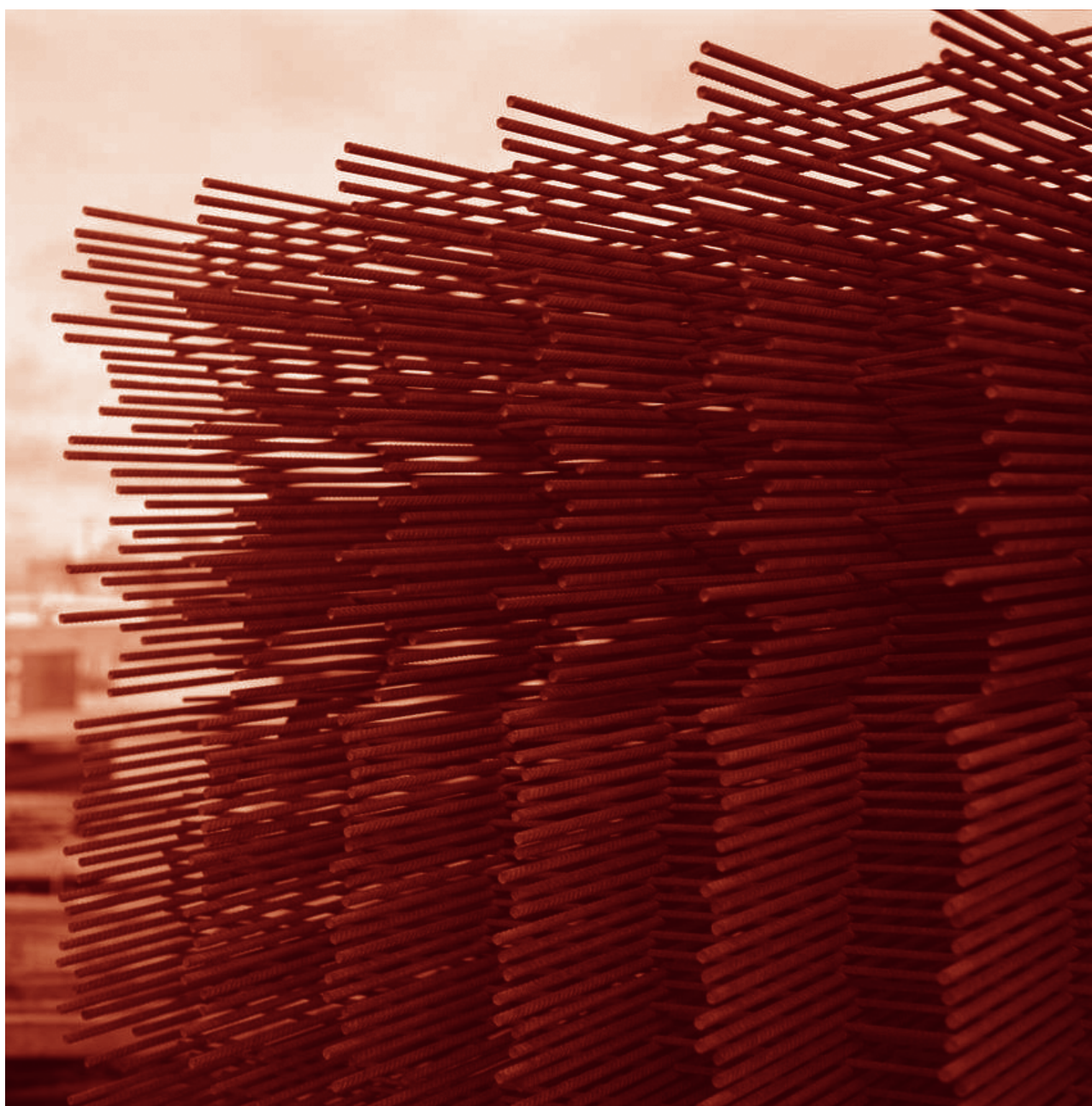


Swiss Issues Immobilier Monitor 3^e trimestre 2010

Septembre 2010



Impressum

Editeur

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

Contact

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

Auteurs

Fredy Hasenmaile
Philippe Kaufmann

Clôture de rédaction

13 septembre 2010

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 © 2010, Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.

Sommaire

Synthèse **4**

1 Evolution économique et taux d'intérêt **8**

2 Surfaces d'habitation **11**

2.1 Demande 11

2.2 Offre 12

2.3 Résultat du marché 14

3 Surfaces de bureaux **19**

3.1 Demande 19

3.2 Offre 20

3.3 Résultat du marché 21

4 Surfaces de vente **24**

4.1 Demande 24

4.2 Offre 24

4.3 Résultat du marché 25

5 L'immobilier comme placement **28**

Produits de consulting de Credit Suisse Real Estate Analysis **30**

Synthèse

Les discussions autour de la bulle immobilière relèguent le fonctionnement globalement bon des marchés du logement suisses en arrière-plan. A l'heure actuelle, les niveaux de prix élevés ne sont pourtant menacés ni par les effets des forces spéculatives, ni par le risque de l'apparition d'une suroffre. La bulle immobilière est donc loin de concerner l'ensemble du marché suisse. Malgré tout, il faut retenir que les anomalies de développement se multiplieront tant que les conditions-cadres actuelles, qui impliquent des coûts de refinancement bas, continueront de s'appliquer. Compte tenu du boom de l'immigration ces dernières années, les marchés du logement ont en général bien réussi à satisfaire la très forte demande de logements. Si l'absorption et la production de logements ne sont pas tout à fait identiques sur chaque marché partiel régional, elles continuent de progresser au même rythme, de sorte que les taux de vacance suisses ne devraient guère varier pour l'année en cours, comme l'indiquent les premiers résultats de plusieurs enquêtes cantonales à ce sujet. En revanche, on observe certains déséquilibres sur les marchés helvétiques des surfaces commerciales (surfaces de bureaux et de vente), dont l'offre connaît une progression continue. La hausse des chiffres de l'offre qui en découle est le résultat conjugué d'un parc de surfaces terminées qui reste considérable alors que la demande demeure peu dynamique. Les premières données publiées montrent que la plupart des taux d'inoccupation pour les immeubles commerciaux ont également tendance à augmenter cette année.

La planification de logements déjà en train de reprendre

A la fin du dernier cycle immobilier, le boom de l'immigration de 2007 et 2008 s'est une nouvelle fois traduit par une vague de nouveaux projets de construction, qui se reflète aujourd'hui, avec le retard habituel, dans le nombre considérable de logements terminés sur le marché et dans un pipeline de logements en construction plus rempli que jamais. Avec plus de 67 400 unités en construction, on a atteint un record depuis le début des mesures en 1994. La production de logements bat donc toujours son plein et soutiendra une production considérable de nouveaux appartements au cours des prochains trimestres. Actuellement, le marché rejette encore l'idée d'un repli consécutif, car la facilité étonnante à écouler des nouveaux logements notamment dans les agglomérations a entraîné un retournement de la tendance en ce qui concerne l'essoufflement de la demande de permis et de l'activité d'autorisation. Au cours des six derniers mois, le nombre d'unités d'habitation pour lesquelles une autorisation de construire a été octroyée a connu une nouvelle poussée de croissance de 7,2%. Après que les inquiétudes liées à la crise financière se sont estompées, les promoteurs immobiliers ont repris courage et entamé de nouveaux projets de construction.

Le plancher record des intérêts hypothécaires, d'une part, et la solidité respectable de l'immigration en dépit d'un essoufflement, d'autre part, soutiennent la dynamique persistante de la demande. Les chiffres relevés au milieu de l'année laissent présager d'un solde migratoire de 55 000 personnes en 2010, et donc d'une immigration supérieure à la moyenne dans la comparaison à long terme. Pour l'année en cours, la demande en logements s'appuie sur ces deux forces, car il n'y a guère d'impulsions à attendre de la part des revenus des ménages dans les trimestres à venir.

Si l'absorption et la production de logements ne sont pas complètement identiques sur tous les marchés partiels régionaux, elles continuent cependant d'afficher une évolution étonnamment parallèle à l'échelle nationale. Les taux d'inoccupation publiés actuellement dans les différents cantons ne laissent présager que d'une légère variation du nombre de logements vacants en 2010. La pression sur la demande continue cependant de prédominer notamment dans les grandes agglomérations, de sorte que les prix y restent en hausse. Après un répit de courte durée, les prix des logements en propriété ont renoué avec la croissance de jadis, relativement rapide. La détente relevée en 2009 n'a donc été que de courte durée. Au 2^e trimestre 2010, le prix d'un appartement en propriété standard dépassait à nouveau de 5,5% le niveau de l'année

précédente en moyenne suisse. A l'inverse, la dynamique des prix des maisons individuelles est faible et a même disparu s'agissant des loyers. La forte activité de construction de logements locatifs, le ralentissement de l'immigration conjugué à l'intérêt des derniers immigrés pour la propriété du logement ainsi que la stagnation du taux hypothécaire de référence ont mis un terme à l'augmentation des loyers. En ce qui concerne les prix de la propriété, nous tablons sur un fléchissement dans un avenir proche, étant donné que la poussée de la demande prolongée par l'argent bon marché ne durera pas éternellement.

Figure 1
Marché des surfaces d'habitation

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<i>Evolution démographique:</i> Au premier semestre 2010, le solde migratoire de la population résidente permanente se montait à près de 29 200 personnes. Le rythme de l'essoufflement a ralenti. Pour l'année en cours, nous estimons la hausse nette de l'immigration à 55 000 personnes, soit un recul modéré d'un quart par rapport à 2009.	↗	↗
<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 feront plus profiter les salariés, que ce soit en 2010 ou en 2011. Pour ces deux années, nous tablons uniquement sur une faible croissance réelle des revenus.	→	→
<i>Intérêts hypothécaires:</i> La Banque nationale suisse semble ne pas vouloir encore accentuer la force du franc en relevant ses taux d'intérêt et va par conséquent essayer de les maintenir à un bas niveau aussi longtemps que possible. A un horizon de douze mois, nous escomptons globalement une hausse de 35 points de base pour l'Hypothèque flex roll-over. Pour les Hypothèques fix, les progressions devraient se situer déjà dans les mois à venir entre 35 à 45 points de base en fonction des durées.	↘	↗
Offre		
<i>Constructions neuves:</i> Au 2 ^e trimestre 2010, le nombre des nouvelles unités se montait à 9748, soit une hausse de 2,5% comparé à 2009.	↗	↗
<i>Logements en construction:</i> Avec plus de 67 400 unités, le nombre de projets de construction entamés reste plus que confortable et atteint un record depuis le début des mesures en 1994. Nous tablons sur un lent recul du nombre de logements inachevés au cours des prochains trimestres et sur une hausse du nombre de logements construits.	↑	↘
<i>Permis de construire:</i> Conformément aux attentes, le renversement de tendance relevé pour les demandes de permis de construire peut également s'observer s'agissant des autorisations de construire depuis quelques mois. Au cours des six derniers mois, le nombre d'unités d'habitation pour lesquelles une autorisation de construire a été octroyée a connu une nouvelle poussée de croissance de 7,2% en comparaison annuelle, sachant que les deux segments, les maisons individuelles (+2,0%) et les appartements en immeubles locatifs (+9,1%), ont concouru à cette hausse. La production de logements se stabilisera à un niveau relativement élevé.	↗	→
Résultat du marché		
<i>Prix:</i> Après une accélération de leur évolution au cours des trois derniers trimestres, les prix moyens proposés en Suisse pour un appartement en propriété standard dépassait à nouveau de 5,5% le niveau de l'année précédente au 2 ^e trimestre 2010. Après plusieurs hausses modérées au cours des deux derniers trimestres, les prix moyens proposés en Suisse pour une maison individuelle standard ont renoué avec le niveau relevé fin 2008. Dans les trimestres à venir, nous tablons sur une tendance à la stagnation des prix dans le segment des maisons individuelles et sur une légère augmentation, voire un léger recul dans certaines régions, pour les appartements en propriété.	↗ (APP) ↗ (MI)	↗/→ (APP) → (MI)

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

Source: Credit Suisse Economic Research

Le recul de l'emploi de bureau s'atténue

L'emploi de bureau suisse est en léger recul depuis le dernier trimestre 2009. Cependant, ce ralentissement est en perte de vitesse depuis le 2^e trimestre 2010. Avec une baisse à peine perceptible de 0,1% par rapport au trimestre précédent, le repli de l'emploi de bureau classique n'a concerné que 572 employés. Notamment le secteur des services aux entreprises profite tout particulièrement de la poursuite de la tertiarisation de l'économie ainsi que de la tendance à l'outsourcing. Nous estimons que le recul de l'emploi de bureau devrait arriver à son terme fin 2010 et faire place à une faible croissance en 2011.

De nombreux projets ont été stoppés, redimensionnés ou repensés pour ce qui est du genre d'affectation à la suite de la grave récession dans les années 2008 et 2009, ce qui peut éventuellement expliquer pourquoi le volume des demandes de permis pour des surfaces de bureaux se maintient à un niveau proche de 80% du dernier plafond record recensé, c'est-à-dire largement au-dessus de la moyenne à long terme. La récente augmentation des autorisations de construire est le signe que les acteurs du secteur immobilier se débarrassent de plus en plus de la retenue dont ils faisaient preuve en raison de la crise. Le volume croissant des projets de surfaces de bureaux pour lesquels une autorisation de construire a été octroyée n'est pas un phénomène national, mais concerne avant tout les grands marchés de l'immobilier de bureau. La reprise hésitante dans les petits centres-villes et en périphérie devrait en maints endroits s'expliquer par l'expansion très prononcée des surfaces de bureaux au cours du dernier cycle.

L'expansion toujours respectable des surfaces de bureaux ainsi que la retenue de la demande se sont traduites par une hausse notable de l'offre pour la deuxième fois consécutive. Les chiffres de l'offre ont progressé de 2,97% au 2^e trimestre 2010, ce qui équivaut à près de 1,44 mio. m² proposés. La moyenne suisse des prix proposés tend à légèrement augmenter, ce qui devrait s'expliquer non seulement par la progression de l'offre de surfaces de bureaux aux bons emplacements, mais également par la hausse des loyers à Genève et à Zurich.

Figure 2

Marché des surfaces de bureaux

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<i>Emploi de bureau:</i> Le recul de l'emploi de bureau est en perte de vitesse depuis le 2 ^e trimestre 2010. Nous estimons qu'il devrait arriver à son terme fin 2010 et faire place à une faible croissance en 2011.	↘	→
Offre		
<i>Permis de construire:</i> Le total des autorisations et des demandes de permis de construire pour les surfaces de bureaux évoluent latéralement à l'heure actuelle. Le volume des demandes de permis se maintient à un niveau proche de 80% du dernier plafond record. Dans les 12 derniers mois, le volume des autorisations pour des surfaces de bureaux a atteint un peu plus de 2 mrd CHF au total.	→	→
Résultat du marché		
<i>Chiffres de l'offre:</i> L'offre de surfaces de bureaux a enregistré une progression remarquable pour la deuxième fois consécutive. Au 2 ^e trimestre 2010, le taux de l'offre est ressorti à 2,97%, ce qui équivaut à environ 1,44 mio. m ² proposés ou à une hausse de 34% en deux ans.	↗	↗
<i>Prix:</i> Au 2 ^e trimestre 2010, les prix moyens proposés en Suisse pour les surfaces de bureaux ont dépassé le plafond de la fourchette de prix serrée de 210 CHF/m ² à 216 CHF/m ² , en vigueur depuis près de 4 ans. Cette augmentation devrait être non seulement liée à l'offre accrue d'emplacements de premier ordre qui ne trouvent plus d'acheteurs de gré à gré, mais également à la nouvelle hausse des loyers à Zurich et à Genève. Les prix proposés devraient à nouveau légèrement baisser à l'avenir.	↗	↘

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

Source: Credit Suisse Economic Research

Croissance constante de l'offre de surfaces de vente

Les bonnes surprises en ce qui concerne les chiffres d'affaires du commerce de détail sont devenues plus rares. En avril et en juin, les taux réels de variation annuelle, corrigés du nombre de jours de vente, atteignaient uniquement 1,1% et 1,3%, et ne sont donc plus que légèrement supérieurs à la croissance démographique. Dans l'ensemble, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail relevés au cours des six premiers mois de 2010 ont progressé de 2,9% en comparaison annuelle. La hausse seulement modérée des salaires réels et un effet de masse provoqué par le repli de la croissance démographique devraient conduire à ce que les augmentations recensées dans le commerce de détail soient plus faibles au second semestre.

Par conséquent, la situation ne permet pas d'escompter une demande vigoureuse de nouvelles surfaces de vente.

La crise financière de 2008 a provisoirement ralenti l'activité d'étude de projets pour les surfaces de vente. Cependant, les acteurs du marché se sont débarrassés de leur retenue depuis la fin de la récession en 2009. Ainsi, l'activité d'étude de projets s'inscrit à nouveau à la hausse depuis plus d'un an. Dans les 12 derniers mois, des nouveaux projets de construction représentant 800 mio. CHF au total ont été entamés. Cette valeur dépasse d'environ 70 mio. la moyenne à long terme. Ainsi, il ne peut être question de la fin de l'expansion des surfaces de vente.

En dépit d'une sortie relativement indemne de la crise financière et du retour d'une croissance désormais forte, les données sur les marchés des surfaces de vente ont cependant changé. Il s'avère aujourd'hui plus difficile d'écouler les surfaces de vente, comme l'indique l'augmentation du volume disponible proposé. D'une part, de nombreuses nouvelles surfaces continuent d'affluer sur le marché et, d'autre part, d'innombrables surfaces existantes, souvent petites, se libèrent en raison de l'assainissement structurel continu. Par conséquent, l'offre suisse de surfaces de vente poursuit sa progression et a atteint une valeur de 226 000 m² proposés sur le marché, ce qui est nettement supérieur à la moyenne des années 2007 et 2008. A l'heure actuelle, les prix de l'offre dans toute la Suisse ne permettent guère de tirer de conclusions, car une offre de surfaces de vente de premier ordre, qui sont plus présentes sur le marché dans les périodes difficiles, les déforment. Mais les prix des surfaces de vente opèrent également en partie un mouvement contraire à la baisse auparavant trop forte.

Figure 3

Marché des surfaces de vente

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<i>Climat de consommation:</i> Les consommateurs suisses gardent confiance. Le nouvel indice de confiance des consommateurs a gagné 2 points et s'est établi à 16 points en juillet.	↗	→
<i>Chômage:</i> Depuis le début de l'année, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières a reculé légèrement. Le taux corrigé des variations saisonnières s'élevait à 3,8% en août et était donc déjà inférieur de 0,3% à la valeur relevée il y a six mois. Cette tendance devrait se poursuivre.	↘	↘
<i>Chiffres d'affaires du commerce de détail:</i> Au cours des six premiers mois, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail (sans les carburants), en données corrigées du nombre de jours de vente, ont progressé de 2,9% en rythme annuel. Les augmentations observées dans le commerce de détail devraient cependant être plus faibles au second semestre.	↗	→
Offre		
<i>Permis de construire:</i> L'activité d'étude de projets pour les surfaces de vente s'inscrit de nouveau à la hausse depuis plus d'un an, après avoir été fortement restreinte avec l'arrivée de la crise en 2008. Dans les 12 derniers mois, des autorisations pour des surfaces de vente ont été octroyées en Suisse pour des projets de constructions d'un total de 800 mio. CHF.	↗	→
Résultat du marché		
<i>Prix:</i> Les prix de l'offre pour les surfaces de vente se sont stabilisés à un haut niveau, après avoir fortement augmenté. Cette hausse devrait 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 raison de l'expansion continue des surfaces et du nouvel environnement de marché, nous tablons sur une poursuite de la tendance baissière, surtout aux emplacements de classe B. 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)

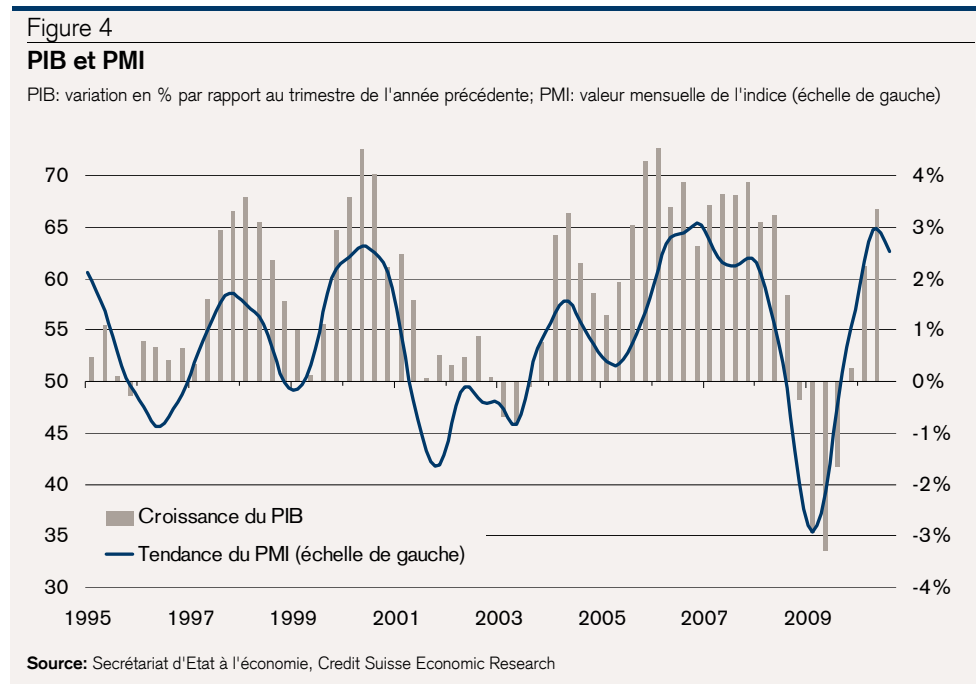
Légende: Forte croissance: ↗ / croissance modérée: ↗ / statu quo: → / faible recul: ↘ / fort recul: ↘

Source: Credit Suisse Economic Research

1 Evolution économique et taux d'intérêt

Au deuxième trimestre 2010, le PIB réel a enregistré une progression de 0,9%. Ainsi, le dynamisme de la croissance au premier trimestre qui s'est chiffré à 1% suite à une révision des valeurs, est quasiment parvenu à se maintenir. Grâce à l'extrême solidité de la croissance depuis désormais quatre trimestres, l'économie suisse a compensé dès la mi-2010, donc plus tôt que prévu, le recul marqué de 2009. La croissance économique qui s'est récemment révélée très dynamique ralentira cependant en Suisse en 2011. Les raisons sont à rechercher dans le fait que les paquets fiscaux s'épuisent peu à peu et que la politique monétaire atteint de plus en plus ses limites. La demande privée n'arrive pas à compenser intégralement la disparition de ces impulsions. Par ailleurs, les conséquences tardives de la crise financière vont également avoir un impact sur l'économie réelle l'an prochain. Nous maintenons donc notre prévision selon laquelle le redressement se poursuivra, mais connaîtra une évolution plus hésitante. Nous estimons que le produit intérieur brut (PIB) de la Suisse enregistrera une croissance inchangée de 1,2% en 2011. Pour l'année en cours, nous tablons désormais sur une progression de 2,4%.

Vous trouverez de plus amples informations sur la situation économique générale en Suisse dans l'actuel numéro du *moniteur conjoncturel* publié par Credit Suisse Economic Research.



Les indicateurs avancés reflètent le ralentissement de la croissance

Le Purchasing Managers' Index (PMI) de l'ASAA n'a pas pu conserver au mois d'août ses plus hauts atteints les mois précédents. Accusant une perte de 1,0 point selon l'évolution actuelle, il a clôturé à 62,6 points (figure 4). L'évolution du PMI traduit de manière flagrante le ralentissement de la croissance que nous avons annoncé. Ainsi, le PMI se situait certes à nouveau au-dessus du seuil de croissance de 50 points, ce qui témoigne d'une expansion de l'industrie, mais la correction à la baisse de l'indice était largement supérieure à la moyenne, ce qui indique que le rythme de la reprise dans l'industrie a probablement atteint son point culminant. Un coup d'œil sur les sous-indices confirme ces prévisions. Sur les cinq sous-indices qui entrent dans le calcul du PMI, nous avons fait état de quatre baisses par rapport à juillet. Seul le composant de l'emploi, qui réagit généralement avec un certain temps de retard, a même encore augmenté en août. Les cinq sous-indices se trouvent toutefois toujours au-dessus du seuil de croissance. L'indice des directeurs d'achat ainsi que le baromètre du KOF ont récemment indiqué que le rythme actuel de la croissance ne sera pas tenable.

Les consommateurs gardent confiance

Les indicateurs de tendance revêtent une importance particulière pour le marché immobilier, car la décision d'acheter ou de louer un nouvel appartement est primordiale sur le plan financier. Dans le sillage de la crise financière, le moral des consommateurs s'était temporairement sensiblement détérioré. La confiance revient progressivement depuis fin 2009. Le moral des consommateurs s'est à nouveau amélioré en juillet, malgré la crise de la zone euro, comme le montrent les résultats du sondage trimestriel effectué auprès des ménages par le Secrétariat d'Etat à l'économie (Seco). Le nouvel indice de confiance des consommateurs, offrant des possibilités de comparaison internationale, a gagné 2 points en passant de 14 points en avril à 16 points en juillet. En revanche, les indicateurs détaillés dépeignent un tableau hétérogène. Ainsi, le sondage de juillet indique que les ménages ne voient globalement pas l'économie évoluer aussi bien qu'il y a trois mois. Pour autant, ils ont une opinion légèrement plus favorable qu'en avril en ce qui concerne leurs possibilités d'épargne sur les douze mois à venir.

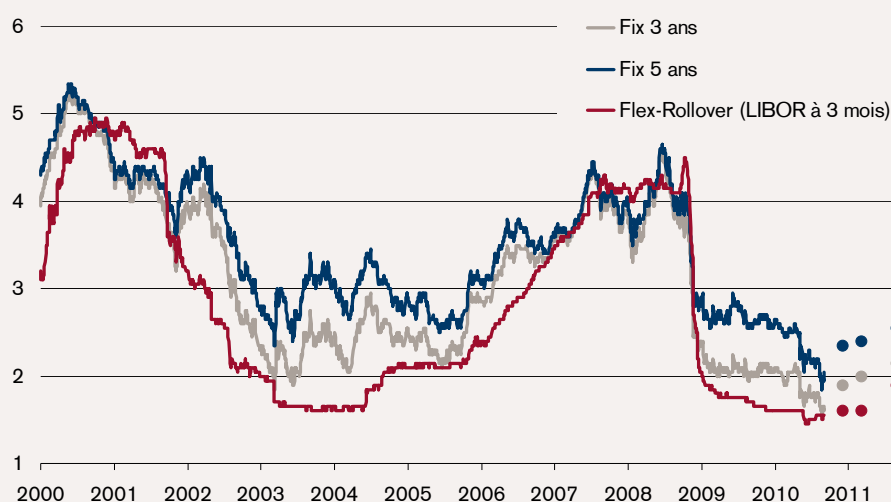
La Banque nationale face à un dilemme

Quand bien même le risque d'inflation en Suisse sur fond de franc fort paraît de prime abord encore faible, la Banque nationale suisse (BNS) devra augmenter ses taux pour se protéger contre les risques à moyen terme qui menaceront la stabilité des prix. Les craintes de voir l'économie mondiale de nouveau glisser dans une récession ainsi que les préoccupations au sujet de la dette publique dans certains pays européens exercent une forte pression à l'appréciation sur la monnaie suisse. La BNS semble ne pas vouloir encore accentuer la force du franc en relevant ses taux d'intérêt et va par conséquent essayer de les maintenir à un bas niveau aussi longtemps que possible. En août, les turbulences découlant de la crise de la dette qui ont déferlé sur les marchés financiers ont engendré un nouveau recul des taux des Hypothèques fix. Dès que l'insécurité démesurée actuelle aura fait place à une confiance largement restaurée, ce niveau plancher inédit des taux d'intérêt ne sera plus tenable, et il faudra s'attendre à un léger accroissement des taux hypothécaires. A un horizon de douze mois, nous escomptons globalement une hausse de 35 points de base pour l'Hypothèque flex roll-over. Pour les Hypothèques fix, les progressions devraient se situer déjà dans les mois à venir entre 35 à 45 points de base en fonction des durées.

Figure 5

Taux hypothécaires

Intérêts pour nouvelles hypothèques en %; Points: valeurs prévisionnelles pour 3, 6 et 12 mois



Source: Datastream, Credit Suisse

Stabilité des taux de croissance du volume hypothécaire

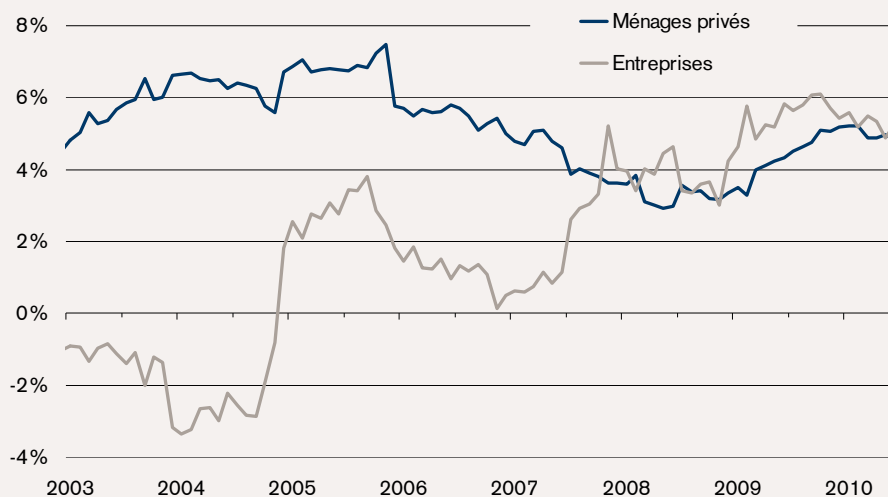
Les taux de croissance des emprunts hypothécaires consentis à des ménages privés sont étroitement liés aux intérêts hypothécaires et à la conjoncture. Ces deux facteurs conjugués à la reprise du marché de l'immobilier depuis la fin des années 1990 ont sensiblement relancé la cadence des octrois d'emprunts, en particulier entre 2004 et 2006, et relevé le taux de progression 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. Depuis le printemps 2009, le taux de croissance du volume des emprunts hypothécaires consentis aux ménages s'est extrait de son ornière (figure 6). 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. Et troisièmement, certains établissements de crédit hypothécaire ont assoupli ponctuellement les critères d'octroi de crédits. Néanmoins, les taux de croissance ont nettement baissé par rapport à ceux relevés entre 2004 et 2006 et sont même passés sous le seuil de 5% depuis quatre mois. Ils restent donc inférieurs à la moyenne nominale à long terme de 5,9% (25 ans). On ne peut donc pas parler d'octrois de crédits excessifs actuellement.

Figure 6

Volumes hypothécaires des banques

Taux de croissance en rythme annuel en % (après correction des ruptures structurelles)



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse Economic Research

2 Surfaces d'habitation

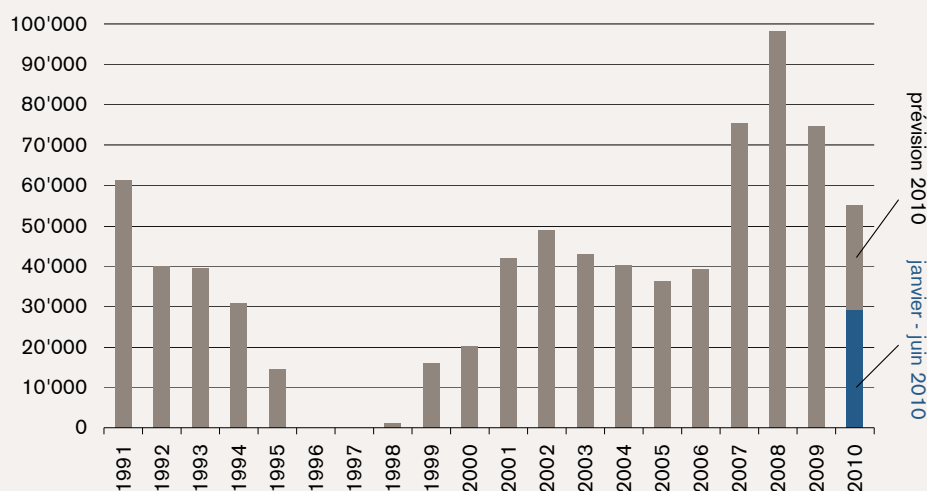
2.1 Demande

La demande de logements est étroitement liée à l'évolution démographique. Par conséquent, 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%, soit de 84 000 personnes. En Suisse, l'évolution démographique est due en majeure partie à l'immigration qui s'est accentuée suite à 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. En 2008, l'immigration nette a atteint le chiffre record de 98 000 personnes.

Figure 7

Solde migratoire de la Suisse

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



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

Ralentissement du recul de l'immigration

De même que le taux de chômage et l'emploi, le solde migratoire réagit avec un temps de retard à l'évolution économique et subit donc toujours les conséquences de la récession passée et de la relance hésitante, qui a un effet de frein sur le désir d'immigrer. Comparé avec la plupart des autres pays européens, la Suisse a cependant mieux maîtrisé les turbulences économiques, et l'emploi dans le secteur des services se révèle solide. L'immigration sera donc à nouveau plus forte que prévu et s'établira encore à un niveau supérieur à la moyenne en 2010 en comparaison à long terme. C'est pourquoi nous prévoyons une légère augmentation du solde migratoire de 50 000 à 55 000 personnes. Nous tablons ainsi sur l'ensemble de l'année sur un recul de près d'un quart par rapport à 2009 (75 000) (figure 7). Au premier semestre 2010, le solde migratoire de la population résidente permanente se montait à environ 29 200 personnes. Le rythme du fléchissement a ralenti. Au premier trimestre, on observait encore une baisse de 23% par rapport au même trimestre en 2009. Au deuxième trimestre, le repli comparé à la même période en 2009, à savoir -8%, a été faible.

La baisse record des taux d'intérêt hypothécaires dope la demande de logements en propriété

Les taux d'intérêt hypothécaires ont encore baissé ces derniers mois et continuent de doper une demande supplémentaire de logements en propriété. En effet, les hypothèques peuvent actuellement être conclues à des prix qui n'ont jamais été aussi bas depuis 1850, date des premières mesures des intérêts hypothécaires variables en Suisse. Au 30 juin 2010, le taux d'intérêt hypothécaire moyen pondéré en fonction du volume a une nouvelle fois reculé au dernier trimestre et s'élevait à 2,69% pour toutes les créances hypothécaires des banques. D'ores

et déjà, il apparaît clairement que le seuil pertinent de 2,68% ne sera pas atteint lors de la prochaine mesure publiée en décembre, ce qui se traduira par une baisse de 3% à 2,75% du taux de référence utilisé pour évaluer les adaptations de loyer. Il ne varie que très lentement, car une grande partie du volume hypothécaire qui le compose est fixée à long terme. Malgré tout, le taux moyen est nettement inférieur à celui des années précédentes. Il s'établissait encore à 3,33% il y a un an et demi. Même si les intérêts hypothécaires devaient prochainement augmenter à nouveau, la charge d'intérêts moyenne des propriétaires demeurera faible encore un certain temps compte tenu de la part importante d'Hypothèques fixes.

Quasiment aucune impulsion 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 facteurs dominants 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, pas plus en 2010 qu'en 2011. Pour ces deux années, nous tablons uniquement sur une faible croissance réelle des revenus. En dépit de la nouvelle légère embellie sur le marché du travail, il ne faut de plus pas s'attendre à ce que les ménages puissent étendre globalement leur volume de travail, de sorte que leurs revenus n'insuffleront quasiment aucun élan à la demande de logements au cours des prochains trimestres. A l'heure actuelle, celle-ci s'appuie principalement sur les taux d'intérêt avantageux ainsi que sur la croissance démographique.

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.

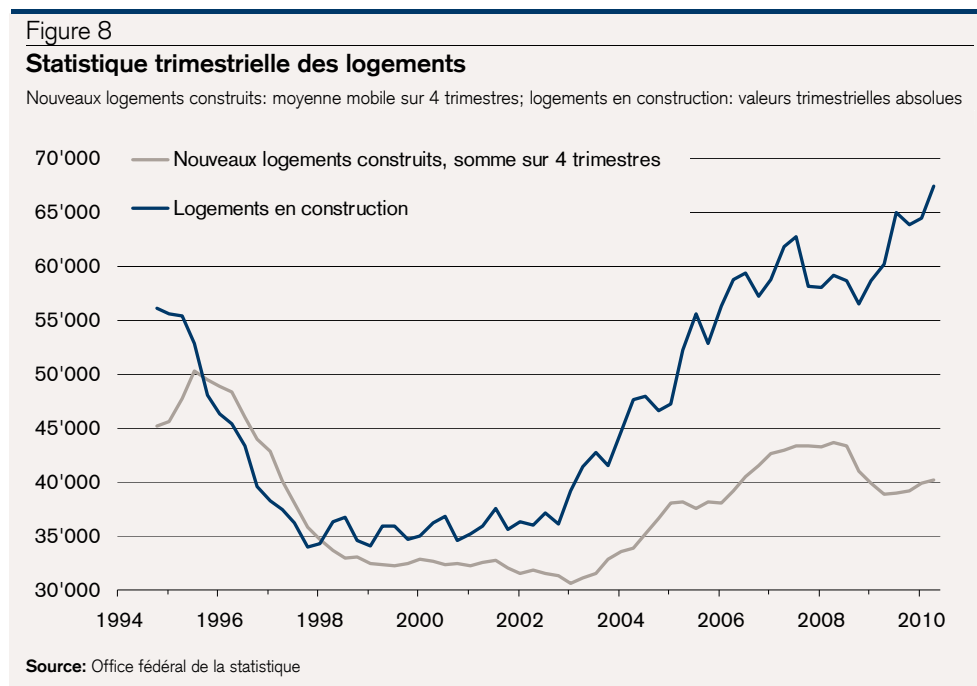
Progression de la production de logements par rapport à l'année précédente

Après un répit en 2009, l'activité de construction génère à nouveau de nouvelles impulsions. L'immigration plus forte que prévu s'est traduite par une vague de nouveaux projets de construction, qui se reflète avec le retard habituel dans le nombre considérable de logements terminés sur le marché et dans un pipeline de logements en construction plus rempli que jamais. Au deuxième trimestre 2010, le nombre de nouvelles unités d'habitation a augmenté de 2,5% en comparaison annuelle et s'établit désormais à 9748.

Quant au nombre de logements en construction, qui se situait déjà à niveau élevé, il a continué de progresser. Avec plus de 67 400 unités, le nombre de projets de construction entamés reste plus que confortable et atteint un record depuis le début des mesures en 1994 (figure 8). Ce constat coïncide avec les chiffres des entrepreneurs. Selon la Société suisse des entrepreneurs (SSE), les réserves de travail dans la construction de logements ont atteint près de 3,1 mrd CHF au deuxième trimestre 2010, ce qui représente une augmentation de 12,6% par rapport à 2009. Par conséquent, la production de logements ne devrait pas s'émousser dans un avenir proche. L'indice suisse de la construction table d'ailleurs pour le 3^e trimestre 2010 sur une croissance désaisonnalisée de l'activité de construction de 3% par rapport au précédent. Le grand nombre d'unités en construction s'explique par l'amplification de la construction de logements locatifs, généralement de grands lotissements, qui se caractérisent par un temps de production plus long. En outre, la grande incertitude conjoncturelle n'a pas non plus incité le secteur du bâtiment à s'accommoder de coûts plus élevés qu'aurait impliqués une livraison plus rapide. Par conséquent, un grand nombre de logements arriveront sur le marché au cours des prochains trimestres.

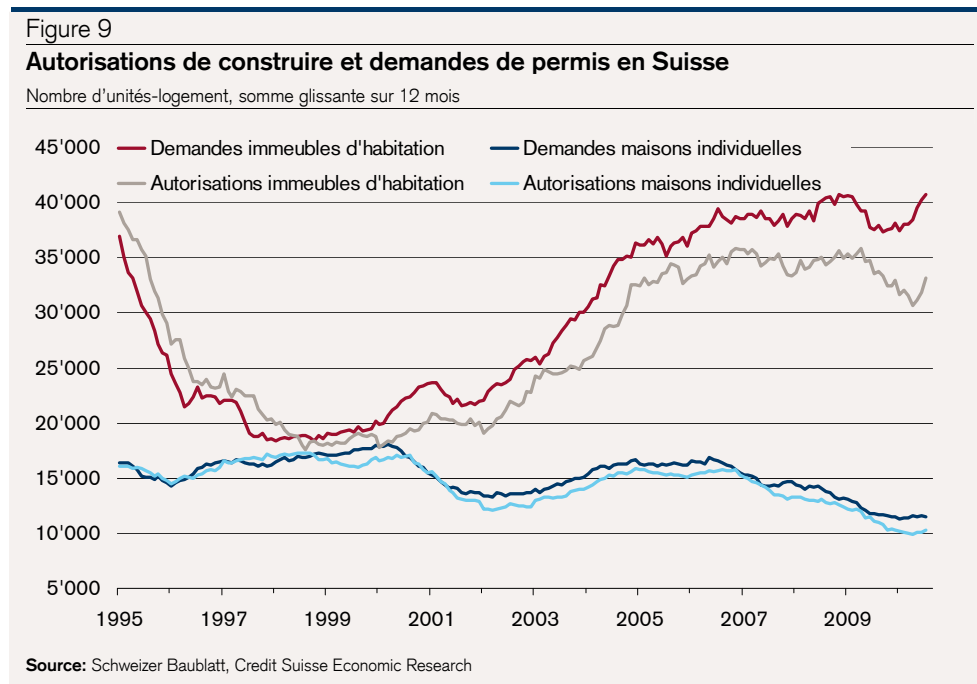
Le recensement des demandes de permis et des autorisations de construire permet d'évaluer avec une relative fiabilité l'évolution future de l'activité de construction tout comme l'extension du parc de logements. La figure 9 rend compte du nombre d'appartements et de maisons pour lesquels une demande 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.



Phase haussière de l'activité d'étude de projets

L'activité de planification pour les immeubles locatifs s'inscrit à la baisse depuis 2009. Cette tendance s'observe depuis un certain temps déjà en ce qui concerne la branche de l'étude de projets 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 devraient être responsables de cette évolution. La grande facilité à écouler des logements en particulier dans les agglomérations a été une bonne surprise pour les promoteurs immobiliers, ce qui leur a redonné courage pour l'année en cours.



Conformément aux attentes, le renversement de tendance relevé pour les demandes de permis de construire peut désormais s'observer s'agissant des autorisations de construire (figure 9). Au cours des six derniers mois, le nombre des autorisations de construction a progressé de 7,2% en comparaison annuelle, sachant que les deux segments, les maisons individuelles (+2,0%) et les appartements en immeubles locatifs (+9,1%), ont concouru à cette hausse.

Nouvelle embellie des carnets de commandes des architectes

Le renforcement de l'activité de planification s'observe aussi dans la marche des affaires des bureaux d'architectes interrogés par le KOF au 2^e trimestre 2010. Avec une hausse de 14,6 points, le solde des réponses positives et négatives à la question de savoir si la somme de construction fixée dans les nouveaux contrats de construction de logements a progressé par rapport au trimestre précédent, a été nettement positif pour la deuxième fois consécutive. Cette nouvelle augmentation contraste avec l'évolution en 2008 et 2009, lorsque le solde s'élevait en moyenne à -3 points et indiquait donc une tendance à la baisse de la somme de construction. Les résultats de l'enquête sont parfois assez volatils, de sorte qu'il ne faut pas surestimer la pertinence d'un seul résultat trimestriel. Néanmoins, l'enquête du KOF confirme le tableau d'une reprise de l'activité d'étude de projets.

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. Les longs délais de production – devenus une constante sur le marché de l'immobilier – sont aussi responsables de son déséquilibre permanent. Les investisseurs surévaluent régulièrement le besoin de logements, ce qui entraîne une suroffre en fin de cycle de construction et donc une multiplication des surfaces inoccupées.

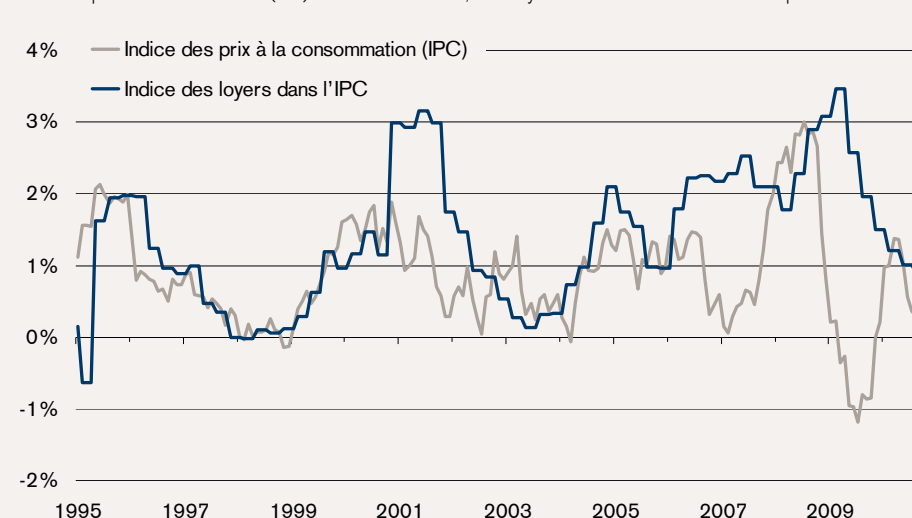
Interruption temporaire du cycle immobilier

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. Mais ce n'est pas tout. Le nombre de surfaces vacantes a même diminué en 2008 et 2009. Pour l'année en cours, nous ne prévoyons pas d'autre baisse. L'offre et la demande sont relativement équilibrées, si bien que le marché du logement continue d'être caractérisé par une forte stabilité. Cependant, nous tablons à l'avenir sur un retour de la cyclicité sous la forme d'une hausse des taux de vacance et d'une augmentation de l'offre, car celle-ci ne fléchit classiquement que lorsque la commercialisation commence à connaître des ratés. Ce n'est pourtant pas le cas à l'heure actuelle.

Figure 10

Variation des loyers et des prix à la consommation

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



Source: Office fédéral de la statistique

Légère baisse des loyers en comparaison trimestrielle

Le segment le plus affecté par le ralentissement de l'immigration est celui de la location, qui se ressent des importantes mutations de l'environnement de marché. La forte activité de construction de logements locatifs, le recul du nombre d'immigrants et leur recherche accrue d'appartements en propriété ainsi que la stagnation du taux hypothécaire de référence pour les contrats de bail ont mis un terme à l'augmentation des loyers. L'indice des loyers intégré à l'indice des prix à la consommation a régressé de 0,2% par rapport au trimestre précédent. En comparaison annuelle, la croissance représente désormais 0,9% (figure 10). D'après l'évolution des loyers proposés publiée par la Banque nationale suisse, les loyers ont également stagné dans les immeubles anciens pour la première fois au 2^e trimestre, ce qui peut être interprété comme un autre signe de la mutation des forces de marché. Les loyers annoncés pour les nouvelles constructions affichent ce changement depuis longtemps déjà et ont reculé de 1,9% en comparaison annuelle.

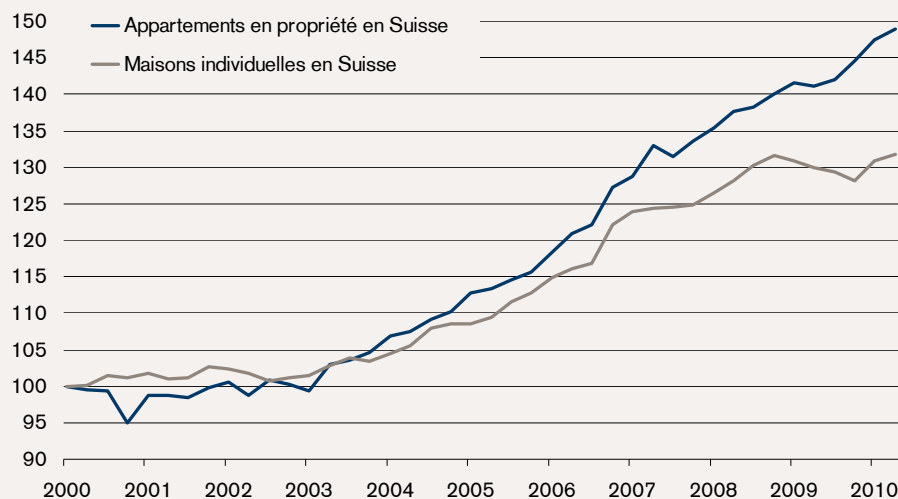
Augmentation sensible des prix des logements en propriété

Les prix des logements en propriété se trouvent dans une phase haussière depuis désormais plus de dix ans qui a parfois connu des envolées spectaculaires (figure 11). Le fléchissement des prix suite à la récession de 2009 a été de courte durée. Après une accélération de leur évolution au cours des trois derniers trimestres, les prix moyens proposés en Suisse pour un appartement en propriété standard dépassaient à nouveau de 5,5% le niveau de l'année précédente au 2^e trimestre 2010. Les prix des logements en propriété semblent avoir renoué avec la croissance de jadis, plutôt rapide depuis 2004. Notamment les planchers record des intérêts hypothécaires devraient expliquer cette évolution pour l'année en cours. De même, les immigrants qui disposent en général de revenus élevés et qui s'installaient de préférence dans des logements locatifs en centre-ville soutiennent ce marché en témoignant un intérêt nouveau et marqué pour les appartements en propriété. Cependant, il faut s'attendre à un fléchissement de la dynamique des prix au cours des prochains trimestres: non seulement l'évolution démographique mais aussi la croissance des revenus ont dépassé leur zénith, d'autant que le flot de nouveaux logements en propriété arrivant sur le marché se poursuit du côté de l'offre.

Figure 11

Evolution des prix de transaction des appartements en propriété

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



Source: Wüest & Partner

Faiblesse de la dynamique des prix des maisons individuelles

Depuis fin 2008, les prix des logements en propriété et des maisons individuelles connaissent des évolutions différentes. Les mutations de l'environnement de marché ont eu des répercussions nettement plus importantes sur les prix des maisons individuelles, notamment car elles se situent plus dans les zones périphériques. En outre, elles ne sont plus foncièrement prisées par les acheteurs potentiels, comme nous l'avons montré dans l'étude immobilière publiée cette année, et sont devenues inabordable dans de nombreux endroits, ce qui n'est pas le cas des logements en propriété. Après des hausses modérées au cours des deux derniers trimestres, les prix pour une maison individuelle standard renouent en moyenne nationale avec le niveau de fin

2008 (figure 11). La fourchette des prix entre les maisons individuelles et les logements en propriété devrait continuer à s'écarter au cours des prochains trimestres.

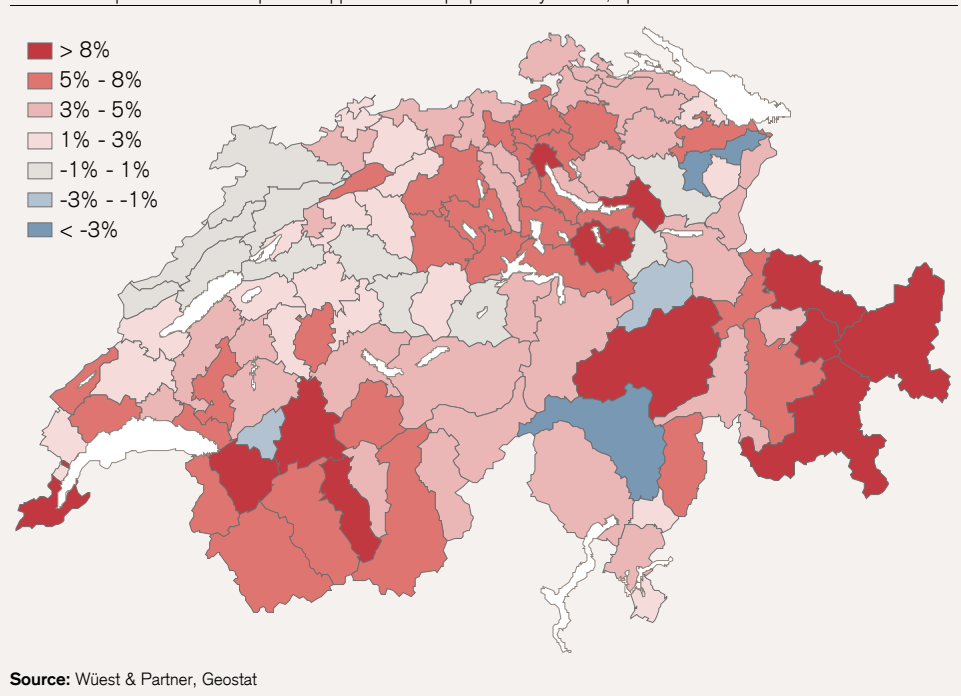
Plus fortes hausses de prix dans les régions touristiques en comparaison annuelle

Les plus fortes hausses de prix en comparaison annuelle ont été relevées dans les destinations touristiques marquées par les constructions de résidences secondaires, telles que les cantons du Valais et des Grisons et l'Oberland bernois (figure 12). Les marchés immobiliers de ces régions sont parfois régis par d'autres forces de marché que celles en vigueur dans le reste de la Suisse. Sur ces marchés spéciaux, une offre relativement faible rencontre une demande certes moins forte en raison de la crise, mais qui reste considérable et soutenue, en Suisse, par la démographie et, à l'étranger, par les dimensions du pool mondial de la demande, ce qui se traduit par des augmentations continues des prix des logements en propriété. Malgré tout, les prix de certains objets dans ces destinations sont probablement surestimés et comportent le risque d'un prochain recul.

Figure 12

Hausses de prix des appartements en propriété

Evolution des prix de transaction pour un appartement en propriété moyen de 4,5 pièces entre 2T/2010 et 2T/2009



Les prix des logements en propriété ont également nettement augmenté en l'espace d'un an dans les centres économiques de Genève et de Zurich, ainsi que dans les périphéries primaires de ces villes. A l'inverse, ils stagnent en comparaison annuelle dans les régions moins dynamiques, à savoir certaines régions de Suisse orientale (Glaris, Appenzell Rhodes-Extérieures, Toggenbourg) et d'autres parties de l'Espace Mitteland ainsi que de l'Arc jurassien.

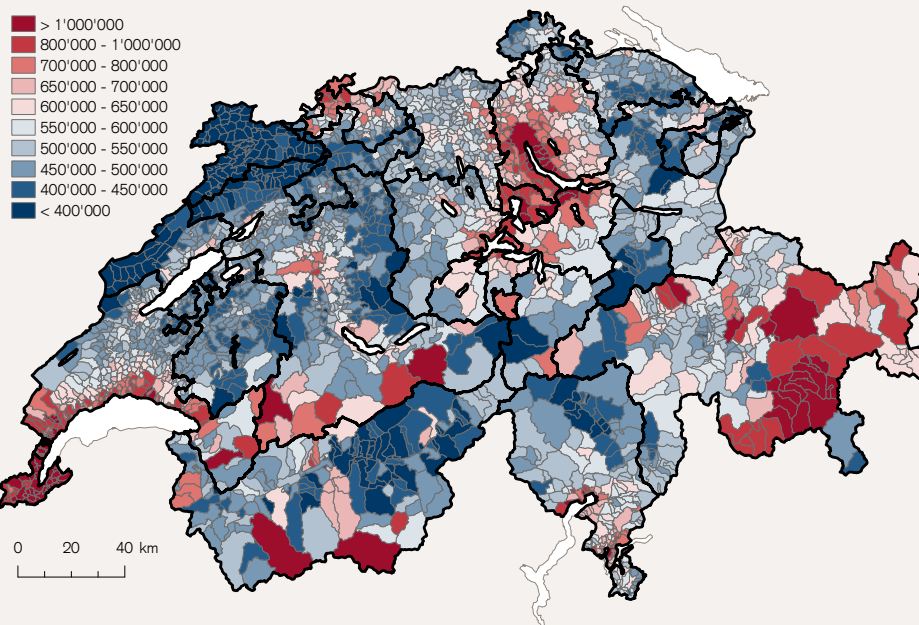
Prix de transaction au niveau des communes

La figure 13 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 2010, excellent état, bon emplacement dans la commune, qualité des aménagements moyenne, 110 m² de surface habitable nette et 4,5 pièces.

Figure 13

Prix des logements en propriété, 2^e trimestre 2010

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 92 communes, ces prix peuvent dépasser 1 mio. CHF en moyenne pour le logement en propriété standard décrit, dans 207 communes les prix peuvent être supérieurs à 800 000 CHF.

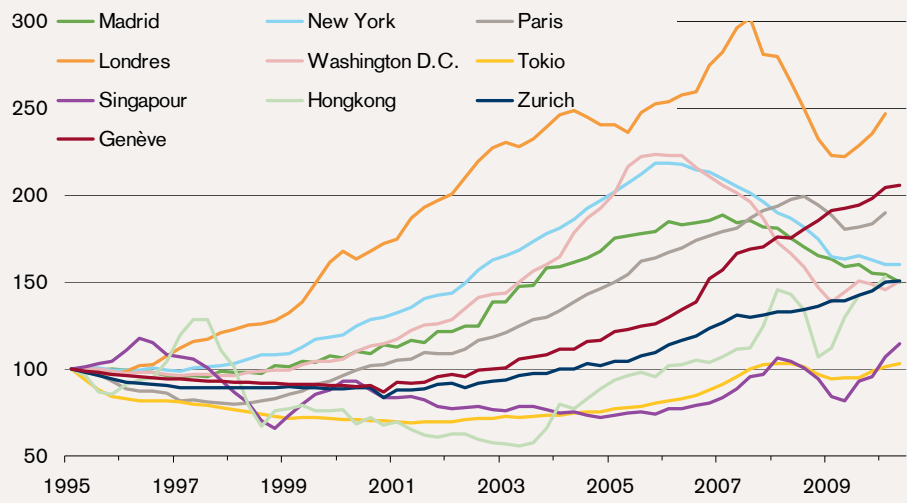
La crise immobilière américaine toujours d'actualité

Nombre de marchés immobiliers internationaux fortement secoués par la crise affichent des signes plus positifs. Notamment la faiblesse des intérêts hypothécaires, la poursuite du redressement économique, les liquidités accumulées à la recherche de possibilités de placement ainsi que les programmes de sauvetage des gouvernements ont, en bon nombre d'endroits, permis aux prix d'atteindre leur valeur plancher ou de dépasser le creux de la vague. Cependant, les pays qui doivent surmonter une crise immobilière de grande ampleur se trouvent dans une situation moins confortable. Parmi ces derniers, on retrouve les Etats-Unis. Même près de cinq ans après l'apogée de la bulle des prix, les mauvaises nouvelles demeurent à l'ordre du jour. En juillet, la vente de maisons a atteint un plancher absolu depuis 1963. Les programmes de stabilisation ont en outre entraîné des fluctuations sur le marché des maisons et peinent à résoudre le problème de base d'un endettement trop élevé de nombreux ménages. Au niveau international, les prix de l'immobilier suisse affichent une progression inférieure à la moyenne si l'on considère l'ensemble de la période, à l'exception du canton de Genève (figure 14). Compte tenu de la forte dissociation entre les prix dans cette région et l'évolution des revenus, il faut s'attendre à des baisses sur le marché genevois, d'autant plus lorsque la surdemande régionale encore d'actualité aujourd'hui ne sera plus si importante. Les prix des appartements en propriété affichent comparativement un dynamisme plus modéré à Zurich.

Figure 14

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

Indexée, 1995 = 100



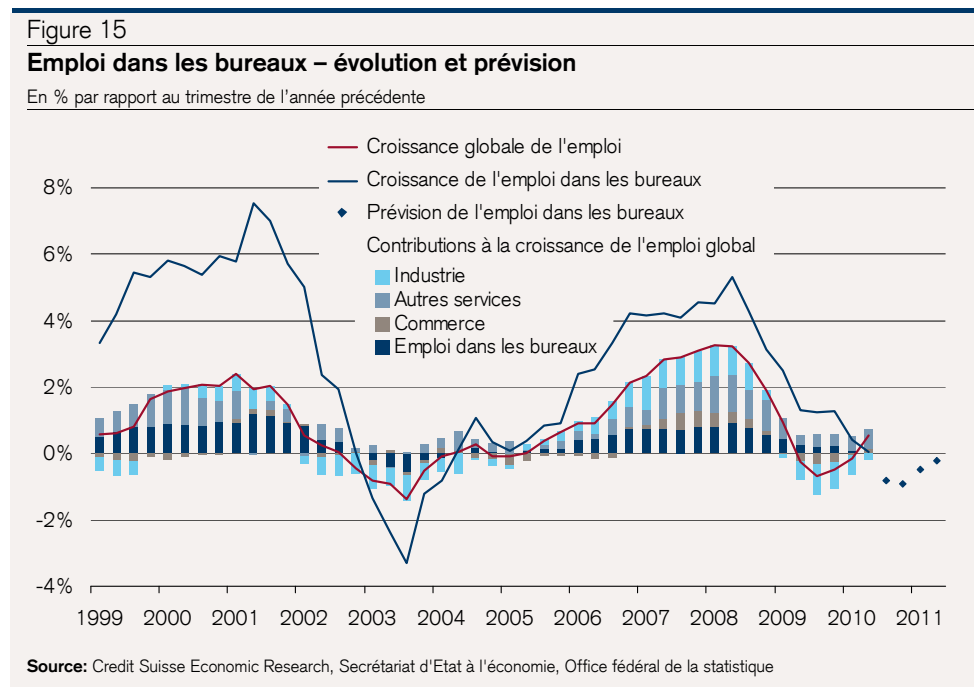
Source: Bloomberg, Datastream, Wüest & Partner

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.

Suite à la récession, l'emploi global a reculé de façon importante dans le secteur industriel et commercial (figure 15). La demande en surfaces de bureaux a également été très frileuse en 2009. La seule évolution de l'emploi dans le secteur tertiaire ne suffit toutefois pas à justifier une si grande réserve. Contre toute attente, les emplois du secteur tertiaire se sont en effet révélés solides en 2009.



L'emploi de bureau sur le point de se stabiliser

L'emploi de bureau suisse est en léger recul depuis le dernier trimestre 2009. Cependant, ce ralentissement s'est atténué au 2^e trimestre 2010. Avec une baisse à peine perceptible de 0,1% par rapport au trimestre précédent, le repli de l'emploi de bureau classique n'a concerné que 572 employés¹. Si l'on considère l'emploi par tête, on ne relève même plus aucune régression au 2^e trimestre 2010. L'évolution étonnamment positive de la conjoncture économique au premier semestre ainsi que les résultats opérationnels meilleurs que prévu devraient y avoir contribué. Avec une hausse minime de 0,1%, la croissance de l'emploi de bureau en comparaison annuelle se maintient certes à un niveau positif, mais a continué à s'affaiblir (figure 15). En l'espace d'un an, l'emploi dans le secteur des services aux entreprises a enregistré une progression nettement supérieure à la moyenne de 0,6%, soit de 1800 postes. Cette branche profite tout particulièrement de la poursuite de la tertiarisation de l'économie ainsi que de la tendance à l'outsourcing (figure 16) et prouve la solidité de la conjoncture nationale. En raison de l'évolution latérale de l'emploi de bureau, il y a eu très peu de nouvelles surfaces vacantes que les entreprises auraient pu remettre sur le marché des surfaces de bureaux, ce qui contribue à

¹ Sauf indication contraire, tous les chiffres de l'emploi se rapportent à des équivalents plein temps.

stabiliser la situation, car l'excès qui se profile en raison de la nouvelle production ne s'aggrave pas encore. Les perspectives économiques peu prometteuses pour 2011 ne permettent toutefois pas de céder à l'euphorie. S'agissant de l'emploi dans les branches de bureau, les prévisions sont donc réservées. Nous estimons que le recul de l'emploi de bureau devrait arriver à son terme fin 2010 et faire place à une faible croissance en 2011. En dépit d'une légère embellie des perspectives de l'emploi de bureau, le besoin supplémentaire en surfaces devrait cependant être restreint au cours des 12 prochains mois.

Figure 16

Evolution de l'emploi en Suisse

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

	T2/2009	T3/2009	T4/2009	T1/2010	T2/2010	Effectif T2/2010
Intermédiation financière	-645	307	1'772	-1'829	-1'891	118'791
Assurances	462	688	443	-277	-421	47'431
Bourses, courtiers	1'612	1'796	1'387	301	-308	28'335
Immobilier	1'734	1'193	1'183	452	857	27'898
Informatique	276	1'610	1'049	1'109	615	66'720
Recherche et développement	1'788	1'276	734	745	-312	17'104
Services aux entreprises	2'567	626	1'148	1'979	1'813	302'797
Branches de bureau classiques	7'796	7'495	7'715	2'481	354	609'076
Administration publique	664	2'370	5'968	5'506	5'207	154'702
Secteur secondaire	-18'904	-30'558	-26'949	-19'813	-6'106	966'768
Secteur tertiaire	9'947	8'011	10'568	14'447	24'446	2'359'762
Emploi total	-8'957	-22'548	-16'381	-5'366	18'340	3'326'530

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

3.2 Offre

Un regard sur le passé nous apprend que l'évolution du parc de bureaux disponibles est très cyclique. Ainsi, 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 (figure 17). 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 m² de surfaces de bureaux supplémentaires ont été proposés chaque année sur le marché, ainsi bien alimenté sur cette période. 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 au début du millénaire, alors qu'elles étaient déposées en masse pour ne satisfaire, une fois les projets terminés, qu'une faible demande.

En 2008 et 2009, la récession de courte durée, mais extrêmement sévère, a entraîné immédiatement une réduction rapide inédite ces dernières années du volume des autorisations de construire pour les surfaces de bureaux. A partir de septembre 2008, les autorisations de construire ont pratiquement diminué de moitié en l'espace d'un an à peine. En revanche, les turbulences de l'économie mondiale ont bien moins affecté la demande de construction. Après un recul de courte durée, elle se maintient depuis lors à près de 80% de l'ancien plafond record sur les douze derniers mois. Cet écart se laisse expliquer par le fait qu'en raison de la nouvelle situation du marché, certains projets ont été retirés, réaménagés ou affectés à d'autres usages avant même qu'une autorisation de construire n'ait été accordée, ce qui a nécessité en partie de déposer d'autres demandes.

Rebond de l'activité d'autorisation notamment dans les centres-villes et les agglomérations

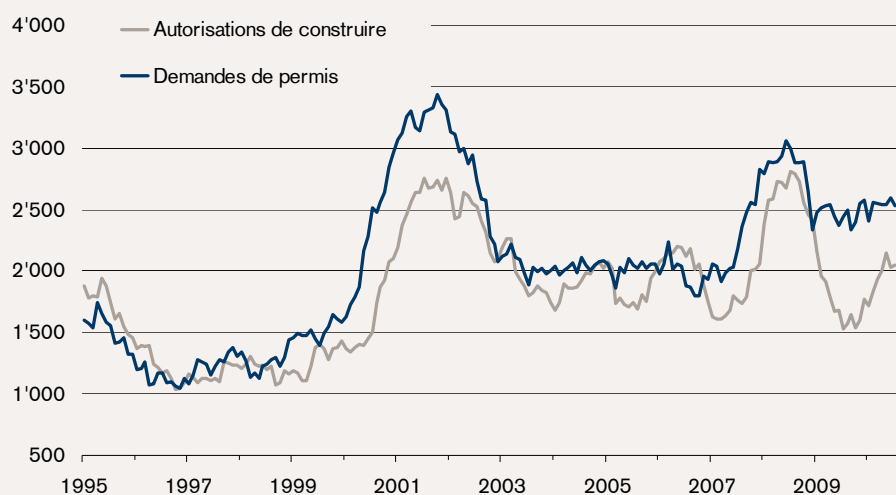
Depuis quelque temps, la retenue justifiée des promoteurs immobiliers durant la récession semble à nouveau appartenir au passé. L'activité d'autorisation pour les surfaces de bureaux renoue avec la croissance et comble lentement l'écart avec les demandes de permis (figure 17). Il devrait s'agir d'une normalisation de l'activité de l'étude de projets à haut niveau, bien qu'il ne puisse pas être dit clairement si les permis de construire actuels sont octroyés principalement pour les projets adaptés et désormais autorisés ou pour d'autres entièrement nouveaux. En tout cas, grâce à la lueur d'espoir insufflée par les indicateurs conjoncturels, à la solidité de l'emploi dans le secteur tertiaire et aux taux d'intérêt bas, l'activité d'étude de projets semblent se normaliser. Dans les 12 derniers mois, le volume des autorisations pour des surfaces de bureaux a atteint un peu plus de 2 mrd CHF.

Cependant, la récente augmentation des autorisations de construire pour les surfaces de bureaux n'est pas un phénomène national, mais concerne avant tout les grands marchés suisses de l'immobilier de bureau. Dans les 12 plus grandes régions d'immobilier de bureau de la Suisse, qui regroupent un peu plus de la moitié des surfaces de bureau nationales, les permis de construire dépassent à nouveau de 81% en moyenne annuelle la valeur plancher relevée à la mi-2009. Les autres régions affichent une hausse moyenne de 11% seulement. La reprise hésitante dans les petits centres-villes et en périphérie devrait en maints endroits s'expliquer par l'expansion très prononcée des surfaces de bureaux au cours du dernier cycle. En dehors des 12 principales régions d'immobilier de bureau, l'activité d'autorisation a atteint son apogée à la mi-2008 et a été supérieure de 28% au niveau record de 2000 et de 74% à la moyenne relevée depuis 1995.

Figure 17

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.

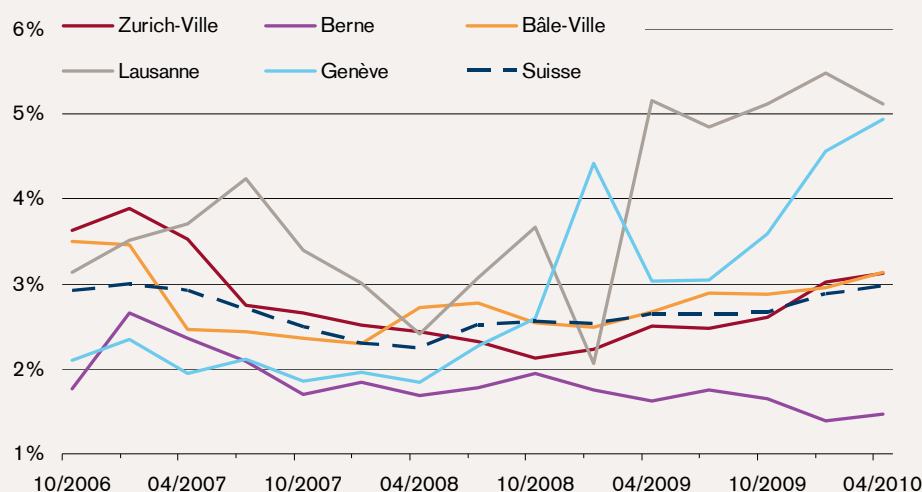
Hausse de l'offre suisse

Au 2^e trimestre 2010, les tendances observées au début de l'année sur les marchés suisses des surfaces de bureaux se sont confirmées. L'expansion toujours respectable des surfaces de bureaux ainsi que la retenue de la demande se sont traduites par une hausse notable de l'offre pour la deuxième fois consécutive. Les chiffres de l'offre ont progressé de 2,97% au 2^e trimestre 2010, ce qui équivaut à près de 1,44 mio. m² de surfaces disponibles proposées (figure 18). A titre de comparaison, l'offre s'élevait à moins de 1,1 mio. m² aux deux premiers trimestres 2008. Le fléchissement de l'offre sensible dans le nombre d'autorisations délivrées ne générera pas un recul notable de la production de surfaces de bureaux avant 2012. Au regard de la nouvelle hausse des permis de construire pour les surfaces de bureaux et de l'affaiblissement moins rapide de l'évolution des chiffres d'affaires dans la construction de bâtiments commerciaux, il devrait cependant s'agir d'un léger ralentissement et non d'un recul. Nous estimons que la tendance haussière des chiffres de l'offre devrait se poursuivre à un rythme moins soutenu au cours des prochains trimestres. Le manque de dynamisme de la vente de surfaces de bureaux devrait avoir marqué le tournant des taux de vacance relevés l'année dernière. Notamment les marchés de surfaces de bureaux périphériques devraient être touchés à l'heure actuelle par une suroffre et une multiplication des surfaces inoccupées.

Figure 18

Taux de l'offre, régions économiques sélectionnées

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



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

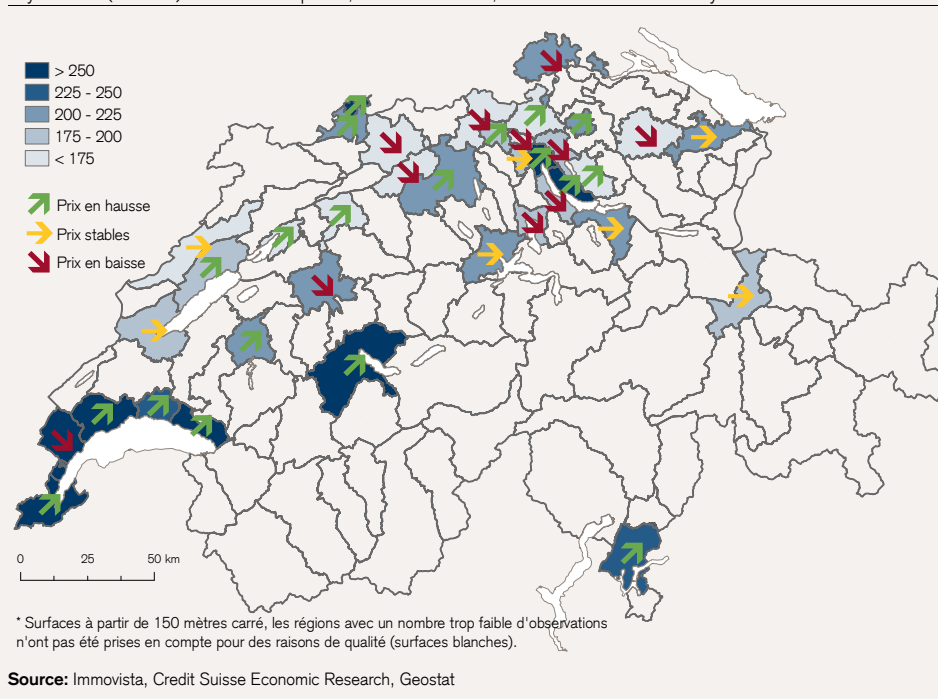
Une offre en hausse dans pratiquement toutes les métropoles suisses

Comme à l'échelle de la Suisse, les chiffres de l'offre s'inscrivent également à la hausse sur les principaux marchés régionaux de l'immobilier de bureau. Le marché lausannois, où le taux de l'offre se maintient cependant à un niveau élevé supérieur à 5% depuis plusieurs trimestres, fait exception à la règle, ce qui est notamment dû au quartier des affaires extérieur relativement étendu, où l'offre proposée s'est accrue de 70% en l'espace d'un an. Comme les deux marchés immobiliers dominants de Genève et de Lausanne ne sont pas entrés dans la dernière phase de haute conjoncture avec des taux de vacance élevés et que leur assèchement a donc été rapide, les chiffres de l'offre relativement élevés du 2^e trimestre ne sont pas inquiétants pour le moment, en particulier dans le canton de Genève. Ils sont aussi en partie la conséquence des efforts de pré-location de nouveaux projets de construction. Le flot continu de nouvelles surfaces de bureaux sur le marché zurichois alimente l'augmentation des chiffres de l'offre depuis fin 2008. De nombreuses surfaces sont en cours de construction et entraînent l'apparition d'une suroffre notamment dans le quartier des affaires élargi et en périphérie. Depuis désormais deux ans, les chiffres de l'offre dépassent par exemple la marque des 4% dans le Glattal. Les marchés bâlois et bernois sont moins volatils que ceux de Zurich ou de Genève. La hausse de l'offre est jusqu'à présent relativement modérée à Bâle. Au 2^e trimestre 2010, 3,1% des surfa-

ces de bureaux ont été proposés. Le marché bernois, dominé par les pouvoirs publics, se caractérise par une stabilité encore plus grande. Au 2^e trimestre, le taux de l'offre s'élevait seulement à 1,5% des surfaces de bureaux, ce qui devrait être premièrement lié à l'évolution positive de l'emploi dans l'administration publique et, deuxièmement, au fait que de nombreux projets de bureaux à Berne sont d'emblée réservés par leurs destinataires et ne sont donc pas proposés sur le marché.

La figure 19 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. 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 plus régulièrement et en nombre sur le marché.

Figure 19

Loyers proposés pour les bureaux en Suisse*Loyers bruts (médiane) en CHF/m² et par an, 2^e trimestre 2010, variation sur un an de la moyenne mobile sur 12 mois**Hausse des loyers proposés dans toute la Suisse**

Le prix moyen proposé en Suisse a décollé de son niveau plancher de 205 CHF/m² fin 2007 et a oscillé depuis dans une fourchette relativement étroite comprise entre 210 et 216 CHF/m². Au 2^e trimestre 2010, cette bande a été dépassée, avec une valeur de 219 CHF/m². Cette augmentation devrait être en partie liée à l'offre accrue d'emplacements de premier ordre qui ne trouvent plus d'acheteurs de gré à gré. Après avoir stagné au cours des derniers trimestres, les loyers des bureaux sont néanmoins repartis à la hausse sur les deux marchés de Zurich et de Genève selon les données corrigées de la qualité fournies par Wüest & Partner au 2^e trimestre 2010. Cependant, la progression de l'offre limite le potentiel de reprise notamment à Zurich. Dans l'ensemble, les loyers devraient avoir tendance, à quelques exceptions près, à stagner ou à baisser légèrement en 2010.

4 Surfaces de vente

Ralentissement de la croissance des chiffres d'affaires du commerce de détail

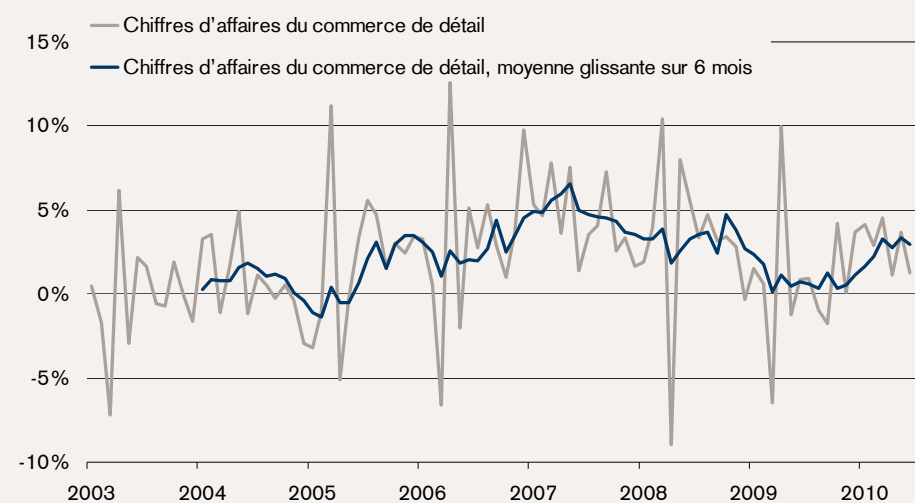
4.1 Demande

Après le repli continu des taux de progression des chiffres d'affaires réels du commerce de détail depuis 2007, les ventes de Noël 2009 et les premiers mois de 2010 ont généré de très bons résultats (figure 20). Les bonnes surprises en ce qui concerne les chiffres d'affaires du commerce de détail sont cependant devenues plus rares. En avril et en juin, les taux réels de variation annuelle, corrigés du nombre de jours de vente, atteignaient uniquement 1,1% et 1,3%, et ne sont donc plus que légèrement supérieurs à la croissance démographique. Dans l'ensemble, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail relevés au cours des six premiers mois de 2010 ont progressé de 2,9% en comparaison annuelle. Selon l'enquête relative au climat de consommation, les consommateurs gardent confiance, mais ont également l'intention de mettre davantage d'argent de côté au cours des 12 prochains mois. Ainsi, la hausse modérée des salaires réels ne devrait guère se répercuter sur les chiffres d'affaires du commerce de détail. Dans l'ensemble, 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 20

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 %



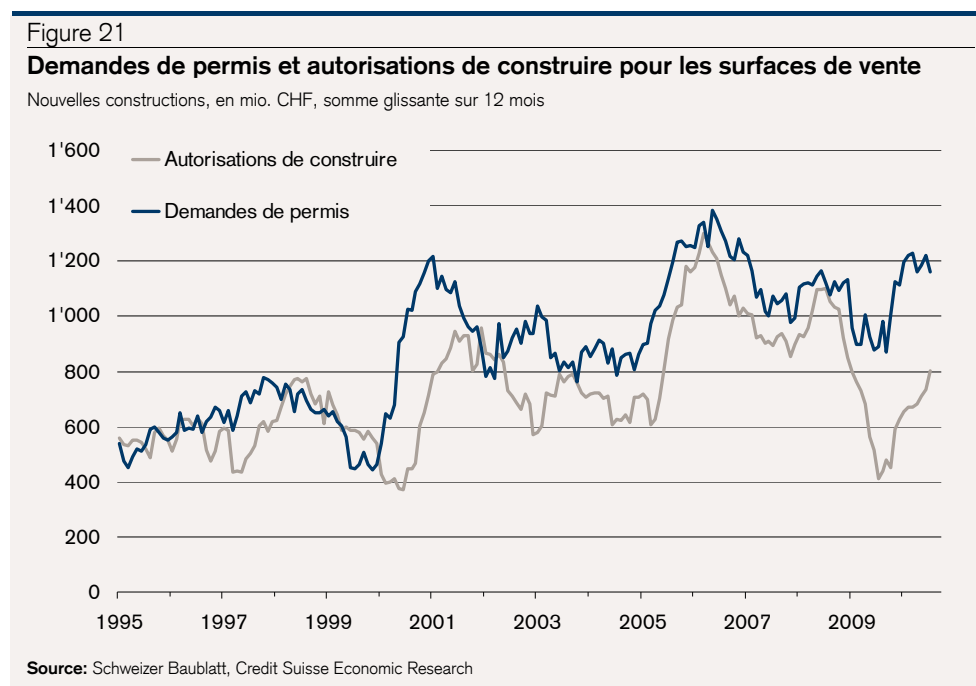
Source: Office fédéral de la statistique

4.2 Offre

Les demandes de permis de construire pour des surfaces de vente ont fait deux bonds en avant au cours des quinze dernières années. Elles ont connu une forte progression en 2000 et 2005 avant de se stabiliser à un niveau à peine inférieur. L'activité d'étude de projets ressort actuellement à une valeur largement supérieure à celle de la fin des années 1990. La majorité des projets à l'origine de la poussée de la branche en 2006 a désormais été réalisée. Cependant, la liste de ceux en planification est pratiquement toujours aussi longue, qu'il s'agisse de nouvelles constructions ou d'extensions.

Le nombre d'autorisations de construire dépasse à nouveau la moyenne à long terme

L'arrivée de la crise financière en 2008 a eu pour effet de restreindre rapidement l'activité d'étude de projets pour les surfaces de vente, comme l'atteste le nombre d'autorisations de construire octroyées (figure 21). Les demandes de permis ont également reculé, même si dans une moindre mesure. Les acteurs du marché se sont débarrassés de leur retenue provisoire depuis la fin de la récession en 2009. Ainsi, l'activité d'étude de projets s'inscrit à nouveau à la hausse depuis plus d'un an. Selon notre estimation révisée, des autorisations pour des projets de construction d'un total de 800 mio. CHF ont été octroyées en Suisse dans les 12 derniers mois. Cette valeur dépasse d'environ 70 mio. la moyenne à long terme. Ainsi, il ne peut être question de la fin de l'expansion des surfaces de vente. Comme prévu, les grands décideurs du commerce de détail helvétique étendent leur offre de surfaces de vente.



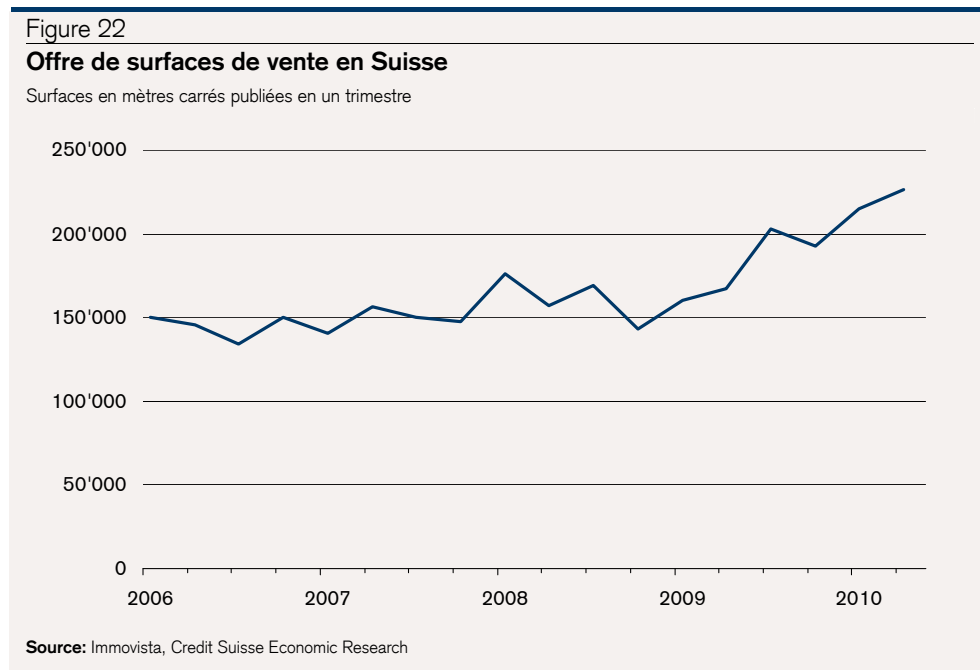
4.3 Résultat du marché

L'extension des surfaces continue d'être de mise sur le marché suisse des surfaces de vente et nombre d'acteurs la poursuivent comme lors de la dernière phase de haute conjoncture. Quelques bonnes surprises en ce qui concerne les chiffres d'affaires du commerce de détail ne devraient toutefois pas faire oublier que les taux de croissance enregistrés en 2007 et 2008 appartiennent au passé. Depuis un certain temps déjà, la forte 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.

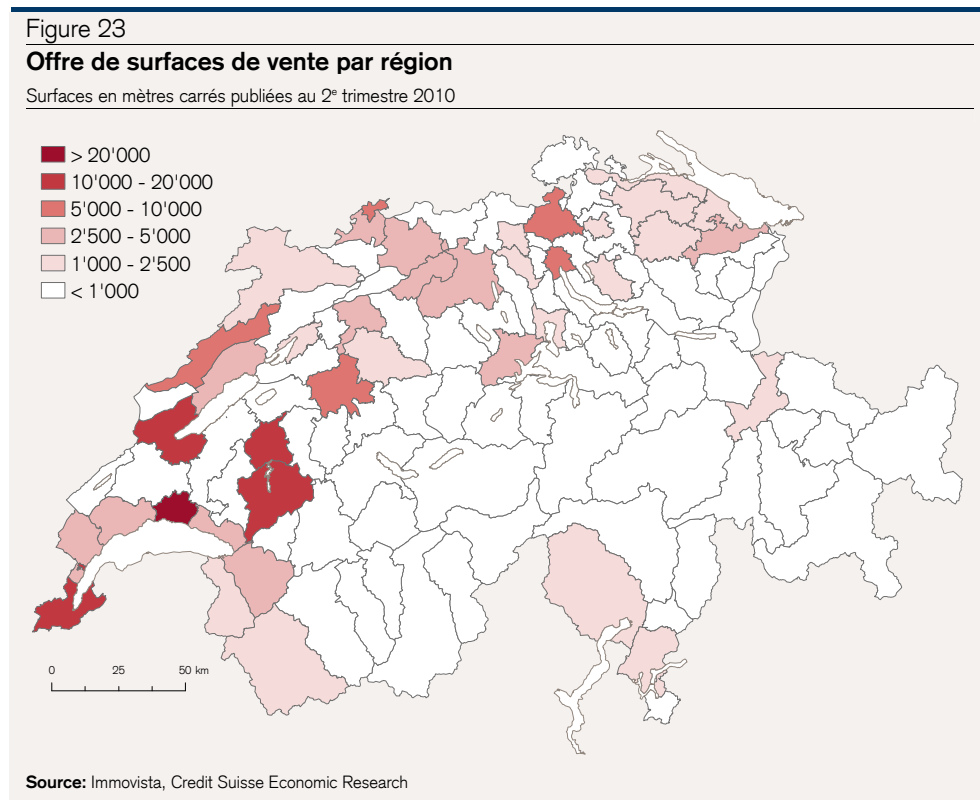
L'offre suisse de surfaces de vente atteint un nouveau record

En dépit d'une sortie relativement indemne de la crise financière et du retour d'une croissance désormais forte, les données sur les marchés des surfaces de vente ont cependant changé. Il s'avère aujourd'hui plus difficile d'écouler les surfaces de vente, comme l'indique l'augmentation du volume disponible proposé. D'une part, de nombreuses nouvelles surfaces continuent d'affluer sur le marché et, d'autre part, d'innombrables surfaces existantes, souvent petites, se libèrent en raison de l'assainissement structurel continu. Par conséquent, l'offre suisse de surfaces de vente poursuit sa progression et a atteint une valeur de 226 000 m² proposés sur le marché, ce qui est nettement supérieur à la moyenne des années 2007 et

2008 (figure 22). Les surfaces qui ne sont pas suffisamment grandes, qui ne peuvent pas profiter des économies d'envergure des centres-villes ou qui ne sont pas situées le long des trajets de navette à forte fréquentation seront particulièrement touchées par des taux de vacance effectifs.



Une grande partie d'entre elles se trouve en Suisse romande, dont les cantons sont plus ou moins affectés (figure 23). Au 2^e trimestre 2010, on recensait près de 33 000 m² de surfaces de vente proposées rien que dans la région de Lausanne.



Les déplacements structurels soutiennent les prix de l'offre

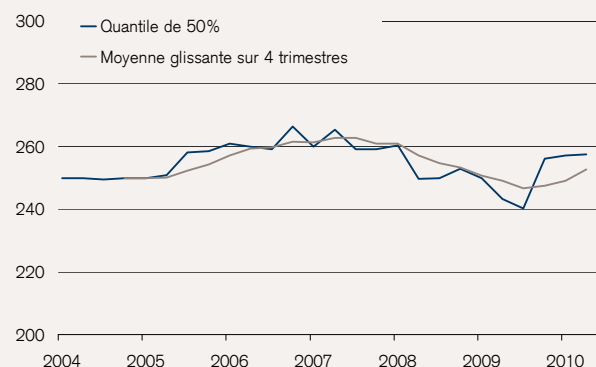
Sous l'influence de l'expansion, les prix lissés des surfaces de vente dans le segment moyen ont également marqué le pas jusqu'à l'automne 2009. Ils avaient parfois même atteint un niveau plancher de 240 CHF/m², avant qu'une contre-réaction ne se produise et que les loyers ne se hissent à nouveau quasiment aux valeurs de 2007. En moyenne nationale, les prix offerts dans le segment moyen n'ont plus témoigné que d'une évolution latérale (figure 24). Dans le segment supérieur (quantile de 90%), les prix ont flambé cette année. 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 (figure 25). Mais la demande d'emplacements de premier ordre et ainsi la course à la qualité semblent à nouveau en vogue.

Le redressement des prix de l'offre en 2010 ne devrait cependant pas inciter à en déduire un renversement de la tendance sur le front des loyers. Il devrait 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. Cet effet est difficile à isoler, car la taille de l'échantillon observé est relativement restreinte et nous ne disposons pas encore d'indices de prix corrigé de la qualité pour les surfaces de vente en Suisse. En outre, il devrait également s'agir, au moins en partie, d'un mouvement contraire à la correction auparavant (trop) forte. Les bonnes surprises en ce qui concerne les chiffres d'affaires du commerce de détail et de nombreux indicateurs conjoncturels devraient également avoir incité les bailleurs de surfaces réputés pour leur optimisme à proposer leurs surfaces à des prix plus élevés.

Figure 24

Evolution des loyers sur le segment de prix moyen

Prix proposés en CHF/m², quantile de 50%

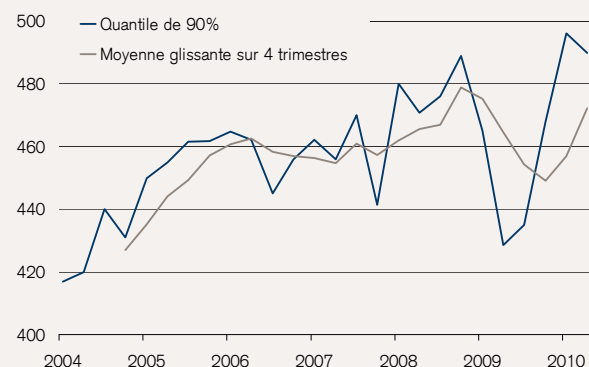


Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Figure 25

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, bénéficiant d'un haut niveau de fréquentation et dotés d'un concept durable pourront échapper à l'assainissement du marché forcé par l'expansion des surfaces. 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.

5 L'immobilier comme placement

Evolution continue des rendements des fonds immobiliers suisses

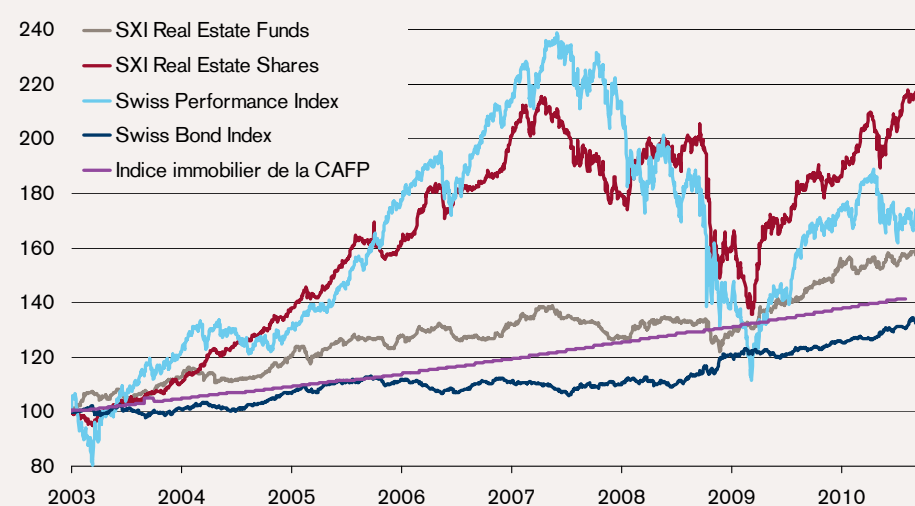
Jusqu'à présent, les instruments de placement immobilier helvétiques cotés en bourse sont parvenus à bien surmonter la crise financière, la récession sévère mais de courte durée en Suisse ainsi que les récentes turbulences monétaires et se trouvent en bonne posture pour affronter les prochains trimestres. 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%. La performance des instruments de placement reste bonne en dépit des difficultés boursières rencontrées cette année. Depuis début 2010, les rendements réalisés par les sociétés anonymes immobilières se montent à 16,7% et ceux des fonds immobiliers, à 2,8% (figure 26).

Les rendements des fonds immobiliers suisses sont positifs dans tout l'univers de placement. Alors que la fermeture de cet instrument de placement domine les débats publics dans d'autres pays, les graves problèmes en la matière restent très exceptionnels en Suisse. Les fondamentaux en principe intacts du marché suisse du logement concourent à cette solidité. Des revenus locatifs solides, des dividendes attrayants et des faibles fluctuations de valeur sont quelques-uns des avantages procurés par les fonds. C'est pourquoi il n'est guère étonnant que les investisseurs les favorisent, d'autant plus qu'ils sont cotés en franc suisse, toujours fort. Leur attractivité a cependant induit une progression relativement nette de leurs agios. 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. Cela n'a certes aucune répercussion négative sur la distribution, mais le prix d'acquisition risque de ne pas être récupéré lorsqu'ils sont revendus. Depuis le début de l'année, l'agio moyen des fonds immobiliers helvétiques cotés est légèrement supérieur à 20%, mais les différents fonds sont relativement dispersés. Avec plus de 50%, l'agio du fonds immobilier Solvalor 61 représente la cotation extrême. Comparé à la moyenne à long terme des agios de 10%, ce cours témoigne des grandes attentes de la part des investisseurs.

Figure 26

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 (présentée par l'indice immobilier de la CAFI) a progressé continuellement comme prévu, atteignant un rendement total de 2,8% les sept premiers mois de l'année, 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.

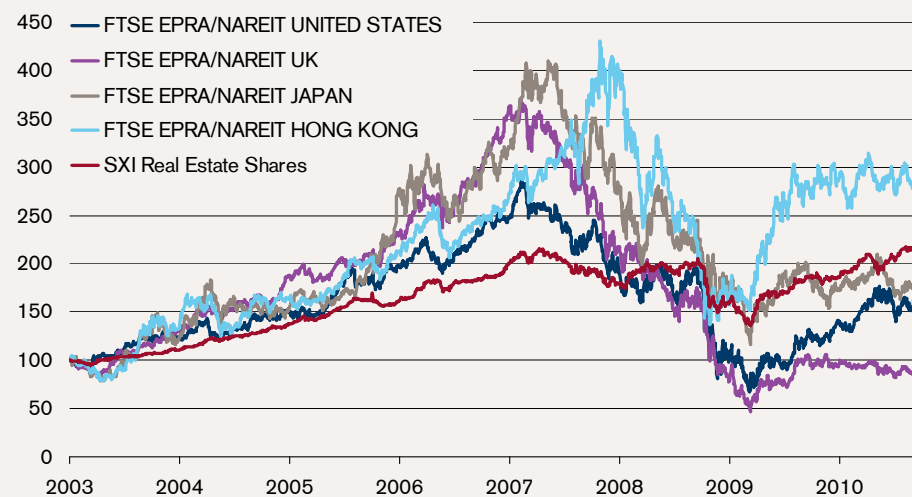
Dissociation entre l'évolution du cours des titres immobiliers et le SPI

Après avoir connu une évolution quasiment parallèle au cours des deux dernières années, on constate une dissociation entre le rendement total des titres suisses et les performances des sociétés anonymes immobilières suisses depuis près de trois mois (figure 26). En dépit de la hausse des chiffres de l'offre, la situation actuelle et les perspectives sur les marchés commerciaux de l'immobilier suisse se sont encore améliorées par rapport à ce que laissaient présager les prévisions en début d'année. Les sociétés anonymes immobilières suisses profitent de cette évolution en raison de leur fort engagement et de leur choix minutieux des objets sur ces marchés. Les deux poids-lourds du marché, Swiss Prime Site et PSP, ont su convaincre grâce à la solidité de leur bilan semestriel, le bénéfice net pour les deux entreprises étant toutefois inférieur au premier semestre 2010 comparé à la même période en 2009. De même, les rendements des titres immobiliers étrangers ont en partie connu une forte progression (figure 27), 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.

Figure 27

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



1300 immeubles
25 milliards de francs dans l'immobilier
9 produits de placement
Une banque
pour créer avec vous des valeurs durables

Toujours plus d'investisseurs privés et institutionnels misent sur les avantages des placements immobiliers indirects par rapport à la propriété directe: des rendements en général plus élevés, aucun frais de gérance, diversification optimale, parts ou actions négociables en tout temps et coûts de transaction minimales. Pour en savoir plus, contactez-nous au numéro +41 (0)44 332 58 08 ou www.credit-suisse.com/realestatefunds