

Swiss Issues Immobilier Monitor 4^e trimestre 2010

Décembre 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

Denise Fries
Freyd Hasenmaile
Philippe Kaufmann

Clôture de rédaction

6 décembre 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 9

2 Surfaces d'habitation 12

2.1 Demande 12

2.2 Offre 14

2.3 Résultat du marché 16

3 Surfaces de bureaux 21

3.1 Demande 21

3.2 Offre 22

3.3 Résultat du marché 23

4 Surfaces de vente 27

4.1 Demande 27

4.2 Offre 27

4.3 Résultat du marché 28

5 L'immobilier comme placement 32

Produits de consulting de Credit Suisse Real Estate Analysis 34

Synthèse

7,3%. Voilà la progression d'un logement en propriété en moyenne suisse en l'espace d'un an. Pas étonnant donc que le sujet de la surchauffe fasse les grandes lignes de la presse évoquant le marché immobilier. Il convient cependant de garder la tête froide et de relativiser quelque peu. Ainsi, nous martelons depuis un certain temps déjà que le niveau des prix atteint dans certains segments et certaines régions – soit à Genève, dans quelques communes zougaises et d'autres au bord du lac de Zurich ainsi que dans les Tourist Spots connus – ne nous semble plus durable. Cela étant, il nous paraît erroné de parler à l'heure actuelle d'une bulle immobilière suisse généralisée. Les causes des précédentes bulles immobilières ne sont ici actuellement pas encore assez prononcées. Le pays n'affiche en effet ni une suroffre de nouveaux logements ni une croissance démesurée des crédits hypothécaires, et aucun mouvement spéculatif d'importance n'est par ailleurs observable. S'agissant de l'économie réelle, la hausse des prix se justifie de plus en large partie par la demande supplémentaire dictée par l'immigration et par les intérêts historiquement bas. La vigilance demeure cependant toujours de mise. Actuellement, l'environnement bas des taux d'intérêt échauffe de manière démesurée les marchés de la construction et de l'immobilier, et provoque des mauvaises allocations des ressources à mesure que la situation persiste. Pour l'heure, nous n'identifions aucune force susceptible de juguler la hausse des prix.

Contrairement au marché du logement, qui a été épargné grâce à l'immigration, les marchés suisses de l'immobilier commercial (marchés des bureaux et des surfaces de vente) ont ressenti les effets de la baisse cyclique. Les chiffres de l'offre en hausse et les périodes de publication plus longues en témoignent. Le nombre de surfaces vacantes pointe lui aussi déjà vers la hausse. Il ne peut toutefois être question d'une crise, les prix des loyers n'étant jusqu'à présent pas sous pression. Les deux marchés sont certes aux prises avec une suroffre de surfaces, motivée par des raisons conjoncturelles sur le marché de l'immobilier de bureau, et par des raisons structurelles sur celui des surfaces de vente. La situation du côté de la demande n'est cependant plus aussi sinistre qu'au moment de la crise financière.

L'environnement de marché du segment des logements en location s'est sensiblement modifié

La demande d'immobilier résidentiel est étroitement liée à l'évolution démographique, à l'environnement des intérêts et à l'évolution du revenu de la population. En matière de revenu, il faudra dans un proche avenir compter sur une impulsion moindre. Si en 2009, la masse salariale réelle par personne active en Suisse augmentait encore de 3,6% (nominal: 3,1%), nous ne tablons que sur une croissance modérée du revenu réel pour 2010 et 2011. L'immigration, uniquement en retrait léger de 13,1% en comparaison annuelle (de janvier à septembre) et les intérêts hypothécaires toujours bas continuent en revanche de soutenir la demande de logements.

Bon nombre des projets de construction de logements lancés dans le sillage de la vague d'immigration de 2007/2008 sont progressivement achevés. Nous tablons cette année sur quelque 40 000 nouvelles unités d'habitat, une faible augmentation en comparaison annuelle. Le nombre de logements en construction a de nouveau augmenté. La quantité de grands projets nécessitant une durée de construction plus longue et les capacités de la branche de la construction, qui n'ont logiquement pas été davantage augmentées pendant la crise, ont contribué à cette retenue de la livraison des logements. La construction a entre-temps réagi à cette situation, comme en attestent les chiffres de l'emploi en hausse dans le secteur pour le troisième trimestre 2010. Par conséquent, nous ne tablons pas sur une nouvelle hausse des logements en construction, mais plutôt sur une diminution accélérée. On devrait ainsi voir arriver sur le marché un nombre élevé de logements dans les mois à venir.

Ce regain de confiance dans la construction a notamment été alimenté par l'écoulement toujours facile des logements terminés. Raison qui, depuis le début de l'année, a également motivé

l'impulsion notable dans la planification de nouveaux projets de logements, qui avait connu un rythme nettement moins enthousiaste l'an dernier. Au 3^e trimestre, la reprise des activités de demandes de permis et d'autorisations de construire s'est poursuivie.

Figure 1
Marché des surfaces d'habitation

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<p><i>Evolution démographique:</i> Sur les neuf premiers mois de 2010, le solde migratoire de la population résidente permanente atteignait environ 45 900 personnes, soit un recul de 13,1% en comparaison annuelle. Le rythme de la réduction s'est par ailleurs ralenti de trimestre en trimestre sur l'année en cours. Pour 2010, nous tablons sur une immigration nette de 55 000 personnes, correspondant à un fléchissement modéré d'un quart par rapport à 2009.</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 feront plus profiter les salariés, que ce soit en 2010 ou en 2011. Pour ces deux années, nous tablons uniquement sur une croissance réelle modérée des revenus.</p> <p><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 60 points de base pour l'Hypothèque flex roll-over. Pour les Hypothèques fix, les progressions devraient se situer entre 40 à 95 points de base en fonction des durées.</p>	↗	↗
<p>Offre</p> <p><i>Constructions neuves:</i> Sur les trois premiers trimestres de 2010, le nombre des nouvelles unités a augmenté de 1,5% en comparaison annuelle.</p> <p><i>Logements en construction:</i> Avec plus de 70 000 unités, le nombre de projets de construction entamés demeure à un niveau record. 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.</p> <p><i>Permis de construire:</i> La tendance à la baisse des activités d'étude de projets des immeubles locatifs s'est interrompue début 2010. Le regain de l'activité de demande et d'autorisation s'est également confirmé au 3^e trimestre. La demande toujours robuste d'immobilier résidentiel a dopé la planification de nouveaux projets. Entre janvier et octobre 2010, le nombre d'unités d'habitation pour lesquelles une autorisation de construire a été octroyée a connu une nouvelle poussée de croissance de 9,3% en comparaison annuelle, sachant que les deux segments, les maisons individuelles (+5,7%) et les appartements en immeubles locatifs (+10,5%), ont enregistré davantage d'autorisations. La production de logements devrait se stabiliser à un niveau relativement élevé.</p>	→	↗
<p>Résultat du marché</p> <p><i>Surfaces vacantes:</i> Après avoir reculé durant deux années consécutives, le nombre de surfaces vacantes a de nouveau légèrement augmenté. Au 1^{er} juin 2010, le taux de logements vacants atteignait 0,94%. L'augmentation du nombre de surfaces vacantes est à imputer au segment du logement en location. Sur les logements en propriété en revanche, le nombre de logements vacants a subi un léger recul. La très forte pression de la demande liée à l'immigration semble être arrivée à son terme; aussi tablons-nous sur une légère hausse des surfaces vacantes en 2011.</p> <p><i>Prix:</i> Après un bref répit en 2009, les prix de transaction des logements en propriété ont retrouvé le chemin de la croissance qui était le leur dans les années précédant la crise. Au 3^e trimestre, le prix d'un appartement en propriété dépassait à nouveau de 7,3% le niveau de l'année précédente en moyenne suisse. Ainsi, le prix d'une maison individuelle, après une augmentation de 3,3% par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, dépasse le niveau de fin 2008. Pour les trimestres à venir, nous tablons sur une tendance au statu quo des prix sur le segment des maisons individuelles (MI) et sur une nouvelle hausse des prix des logements en propriété (APP).</p>	↗	↗
	↗ (APP) ↗ (MI)	↗ (APP) → (MI)

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

Source: Credit Suisse Economic Research

Le nombre de surfaces vacantes, qui a de nouveau progressé cette année pour la première fois depuis deux ans, indique un point d'inflexion dans l'évolution des logements vacants. Au 1^{er} juin 2010, le taux de vacance de tous les appartements atteignait 0,94%, contre 0,90% l'an dernier. La très forte pression de la demande sur le marché du logement semble ainsi être arrivée à son terme. Parallèlement, la grande quantité de logements encore en construction augmenteront l'offre future et, partant, le nombre de logements inoccupés. Au niveau des surfaces vacantes, des disparités s'observent entre l'évolution des logements en location et des logements en propriété. Ainsi, si le nombre de logements en location vacants a augmenté en l'espace d'un

an, celui des logements en propriété inoccupés a quant à lui fléchi. Les chiffres de l'offre ont suivi la même évolution. Le nombre croissant depuis le début de l'année des logements annoncés est en grande partie à imputer aux logements en location. La modification des conditions sur le marché du logement de location est due à un plus grand pourcentage de logements en location et à une demande en baisse. Car d'une part, l'immigration a perdu de sa superbe en tant que moteur de la demande de logements locatifs et d'autre part, le segment des logements locatifs se ressent de la concurrence des logements en propriété. Les taux bas amènent en effet bon nombre des immigrés récemment arrivés, mais aussi des locataires de longue date, à se tourner de plus en plus vers un logement en propriété. Depuis quelques temps, le changement d'environnement de marché se manifeste également sous la forme d'une faible croissance des loyers. Du côté des propriétaires, les prix de l'immobilier résidentiel suivent comme auparavant un sentier de la croissance abrupt. Au 3^e trimestre 2010, le prix d'un appartement en propriété standard dépassait ainsi de 7,3% le niveau de l'année précédente en moyenne suisse. Sur le segment des maisons individuelles en revanche, la hausse des prix s'est avérée plus modérée. Il faut s'attendre à un léger fléchissement de la dynamique des prix des maisons individuelles et logements en propriété au cours des prochains trimestres. La fourchette des prix entre les deux segments devrait donc continuer de s'élargir.

L'emploi de bureau parvient à se redresser

Après révision des chiffres de l'emploi par l'Office fédéral de la statistique, l'emploi de bureau a seulement été en recul au 4^e trimestre 2009 (-0,5% par rapport au trimestre précédent) sur le dernier cycle. Ensuite, il a stagné pendant deux trimestres avant de retrouver le chemin de la croissance au 3^e trimestre 2010, compensant ainsi déjà le faible recul de l'emploi enregistré suite à la récession passée. En raison de la poursuite de la tertiarisation de l'économie, de la tendance à l'externalisation et de la solidité de la conjoncture de certaines sous-branches, le recul de l'emploi de bureau n'a été que marginal au dernier cycle. S'agissant de l'emploi dans les branches de bureau classiques, les prévisions sont donc modérément positives. La hausse enregistrée devrait néanmoins se traduire par un besoin supplémentaire de surfaces, modéré dans un premier temps (sur les douze prochains mois), dans la mesure où les insécurités restantes amèneront à d'abord occuper les surfaces déjà louées avant que l'on ne commence progressivement à en louer de nouvelles.

Du côté de l'offre, les acteurs du secteur immobilier se débarrassent de plus en plus de la retenue dont ils faisaient preuve en raison de la crise, comme en témoigne la poursuite à un niveau élevé de la normalisation de l'activité d'autorisations de construire. Indicateurs conjoncturels prometteurs, situation robuste de l'emploi dans le secteur tertiaire et intérêts hypothécaires peu élevés sont autant d'éléments soutenant cette évolution. L'activité d'étude de projets s'est rapidement remise de son effondrement de 2009, en particulier dans les agglomérations des grands centres et centres moyens.

Au 3^e trimestre 2010, le pourcentage de surfaces de bureaux annoncées (2,86%) dépasse sensiblement la valeur de l'an dernier (2,63%), mais demeure en deçà du niveau du trimestre précédent. La vente et la location de surface de bureaux demeureront par conséquent ardues, l'entrée sur le marché de constructions entamées pendant la phase de haute conjoncture devant provoquer une suroffre de surfaces de bureaux jusqu'à fin 2011 environ. La production continue de surfaces n'a cependant mené que d'une certaine mesure à l'augmentation des surfaces vacantes. Ainsi, Lausanne, où quantité de surfaces ont été construites dans des quartiers extérieurs, et le canton de Bâle-Ville font état d'un nombre de surfaces vacantes en hausse.

Figure 2

Marché des surfaces de bureaux

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<i>Emploi de bureau:</i> L'emploi de bureau a retrouvé le chemin de la croissance: par rapport au trimestre précédent, la croissance de l'emploi de bureau classique a gagné 0,8%. Pour ce domaine, les prévisions sont modérément positives.	→	↗
Offre		
<i>Permis de construire:</i> L'activité d'autorisation pour les surfaces de bureaux renoue avec la croissance et comble lentement l'écart avec les demandes de permis. Dans les douze derniers mois, le volume des autorisations pour des surfaces de bureaux a atteint environ 2.3 mrd CHF au total. L'activité d'étude de projets s'est rapidement remise de son effondrement de 2009, en particulier dans les agglomérations des grands centres et centres moyens.	↗	→
Résultat du marché		
<i>Chiffres de l'offre:</i> Au 3 ^e trimestre 2010, la part de surfaces de bureaux annoncées atteignait 2,86%, soit environ 1.39 mio. m ² . Par rapport au trimestre précédent, l'offre de surfaces n'a cependant pas augmenté et a même légèrement reculé.	→	→
<i>Surfaces vacantes:</i> Dans les villes de Zurich et de Berne et les cantons de Genève et de Neuchâtel, le nombre de surfaces de bureaux vacantes a chuté en comparaison annuelle, tandis qu'il augmentait dans les cantons de Vaud et de Bâle-Ville. Les rares régions qui font l'objet d'un tel recensement ne sont cependant pas représentatives de la situation en Suisse, car nous supposons une augmentation des surfaces vacantes notamment dans les régions périphériques en comparaison annuelle.	→	↗
<i>Prix:</i> Au 3 ^e trimestre 2010, le prix moyen proposé en Suisse pour les surfaces de bureaux atteignait 213 CHF/m ² ; il oscille à nouveau dans une fourchette relativement étroite comprise entre 210 et 216 CHF/m ² . Celle-ci fait foi depuis deux ans, et n'a été que brièvement dépassée au 2 ^e trimestre 2010, avec une valeur de 219 CHF/m ² .	→	→

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

Source: Credit Suisse Economic Research

La crise financière n'est pas arrivée à endiguer l'expansion des surfaces de ventes

Les chiffres d'affaires réels du commerce de détail des trois premiers trimestres 2010 ont gagné 2,7% en comparaison annuelle, témoignant ainsi d'un appétit à la consommation sain, mais pas excessif. Les consommateurs projetant de mettre dans les douze prochains mois davantage d'argent de côté et l'effet de manque observé cette année s'essouffant dans la consommation privée, les salaires réels modérément en hausse en 2011 ne devraient avoir que de faibles conséquences sur les chiffres d'affaires du commerce de détail. Dans l'ensemble, on ne peut s'attendre en 2011 à une demande intacte mais non dynamique de nouvelles surfaces de vente, même si l'intérêt pour les grandes surfaces et les emplacements bien situés continue à être marqué.

Les acteurs du marché des surfaces de vente se sont débarrassés de leur retenue provisoire depuis la fin de la récession à la mi-2009. Ainsi, l'activité d'autorisation reprend le chemin de la croissance depuis plus d'un an et s'approche lentement de son niveau d'avant-crise. Dans les douze derniers mois, des autorisations pour des nouveaux projets de construction représentant 910 mio. CHF au total ont été délivrées en Suisse. Cette valeur dépasse à nouveau nettement la moyenne à long terme de 734 mio. CHF. Même la crise financière n'a pu mettre un terme à l'extension ininterrompue des surfaces de vente. En comparaison à long terme, c'est essentiellement dans les grands centres et les régions périphériques que de nombreuses surfaces ont été prévues. Par contraste, l'extension planifiée dans les centres moyens et les agglomérations suisses correspond environ à la moyenne à long terme. L'abondance d'études de projet de 2005 semble y provoquer une certaine saturation, ce qui opprime à présent l'appétit d'étude de projets.

Il est aujourd'hui plus difficile, en dépit d'une belle croissance, d'écouler les surfaces de vente, comme l'indique l'augmentation du volume disponible proposé. Au 3^e trimestre 2010, l'offre de surfaces de vente suisse, avec 223 000 m², était à nouveau en deçà du plafond atteint au 2^e trimestre de cette année, mais dépassait toutefois nettement les valeurs de 2006-2009. Les

nouvelles surfaces arrivant sur le marché semblent de plus en plus faire concurrence aux surfaces existantes, qui recherchent de nouveaux locataires par le biais de nouvelles publications. Jusqu'au jour de référence de recensement des surfaces vacantes le 1^{er} juin 2010, la production continue de nouvelles surfaces de vente n'a eu que des conséquences partielles sur le nombre de surfaces vacantes dans les régions couvertes par les recensements. Dans les cantons de Neuchâtel, de Bâle-Ville et de Bâle-Campagne, ainsi que dans la ville de Berne, le nombre de surfaces vacantes dépasse la moyenne des cinq dernières années, alors qu'il reste en deçà dans les cantons de Genève, de Vaud et dans la ville de Zurich.

Figure 3

Marché des surfaces de vente

Demande	Tendance actuelle	Evolution escomptée dans 6 mois
<p><i>Climat de consommation:</i> Les consommateurs suisses gardent confiance. Depuis l'enquête de juillet, leur moral s'est toutefois légèrement assombri en octobre. Le nouvel indice de confiance des consommateurs a perdu 9 points et s'est établi à 7 points en octobre (valeur moyenne depuis le début des mesures en 2007: -8 points)</p> <p><i>Chômage:</i> Depuis 2010, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières est en léger recul. En taux désaisonnalisé, il atteignait 3,6% en octobre, soit déjà un demi-point de pourcentage au-dessous de la valeur d'octobre 2009. Cette tendance devrait se poursuivre.</p> <p><i>Chiffres d'affaires du commerce de détail:</i> Au cours des neuf 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 2,7% en rythme annuel. Dans les trimestres à venir, la croissance du commerce de détail devrait être légèrement plus faible, mais demeurer positive.</p>	↘	→
<p>Offre</p> <p><i>Permis de construire:</i> 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 910 mio. CHF. 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.</p>	↗	→
<p>Résultat du marché</p> <p><i>Chiffres de l'offre:</i> Au 3^e trimestre 2010, l'offre de surfaces de vente en Suisse atteignait 223 000 m², soit en deçà du plafond enregistré au 2^e trimestre de cette année, mais nettement au-dessus des valeurs de 2006-2009. L'offre de surfaces de vente devrait demeurer élevée ces prochains trimestres au vu de la poursuite de l'extension.</p> <p><i>Prix:</i> Les prix de l'offre pour les surfaces de vente se sont stabilisés à un haut niveau, après avoir fortement augmenté fin 2009. 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. Au 3^e trimestre 2010, le loyer moyen pour une surface de vente en Suisse se chiffrait à 250 CHF/m². En raison de l'expansion continue des surfaces et du nouvel environnement de marché, nous tablons sur une poursuite de la tendance baissière, et surtout dans les emplacements de second rang (B). Néanmoins, les grandes surfaces bien situées (emplacements de premier rang, A) font exception à cette règle et continuent à faire l'objet d'une demande soutenue.</p>	↗	→
	→ (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

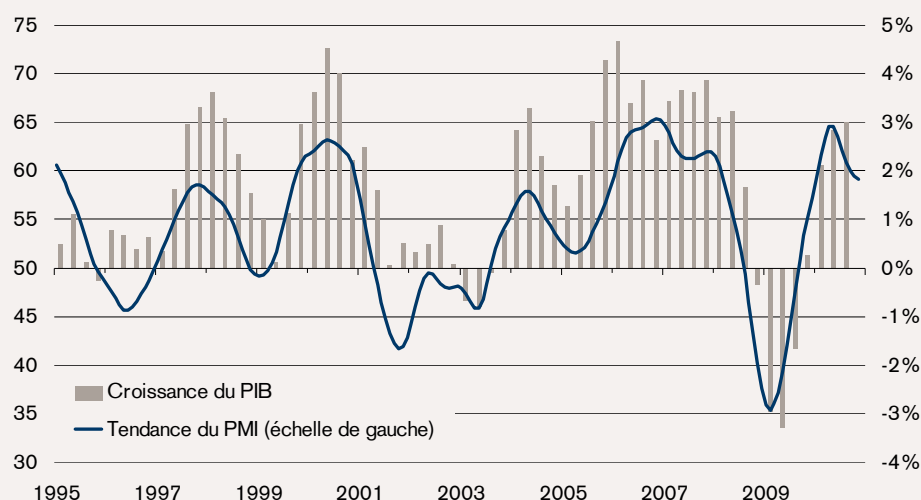
Au 3^e trimestre 2010, le PIB réel suisse a enregistré une progression de 0,7%. Après des taux de croissance de 0,9% et 0,8% aux deux trimestres précédents, la dynamique de reprise a donc encore légèrement ralenti. La Suisse demeure sur le chemin de la croissance. La répartition de la croissance par composantes indique que l'appréciation du franc laisse des traces: jusqu'ici, celle-ci a moins pesé sur les volumes d'exportations de marchandises que sur ceux des services, ainsi que sur une augmentation massive des stocks. La hausse des investissements de la construction et de l'équipement sont cependant la preuve que les opportunités naissant des taux nominaux historiquement bas sont bien exploitées. Cette croissance économique dynamique va toutefois se ralentir en 2011. Nous tablons sur une progression du PIB de 1,2% pour l'an prochain, et sur une croissance de 2,8% pour cette année.

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.

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

Beaucoup d'éléments annoncent un ralentissement de la croissance

Le Purchasing Managers' Index (PMI) de l'ASAA, qui reproduit la marche des affaires de l'industrie, a de nouveau reculé en novembre. Ce recul de 0,3 point est toutefois inférieur à celui des mois précédents (figure 4). Sur une considération brute et en comparaison mensuelle, l'indice a légèrement progressé après une pause de trois mois. Au vu de la consolidation au-dessus du seuil de croissance de 50 points, l'évolution du PMI traduit le ralentissement de la croissance que nous avons annoncé. En novembre, le composant volatil «production» est celui qui a le plus progressé, preuve au demeurant d'une belle confiance au sein de l'industrie. L'indice des directeurs d'achat ainsi que le baromètre du KOF indiquent cependant qu'il faudra continuer à tabler sur une croissance certes positive, mais faible.

Léger repli du bon climat de consommation

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. Mais depuis la fin de la récession en 2009, la confiance revient progressivement. Le moral des consommateurs est demeuré bon en octobre, malgré la crise des dettes dans la zone euro, comme le montrent les résultats du sondage trimestriel effectué auprès des ménages par le Secrétariat d'Etat à l'économie (Seco). Par rapport à la valeur du mois précédent, le «nouvel» indice de confiance des consommateurs internationalement comparable a ce-

La BNS maintient les taux bas malgré la croissance économique persistante

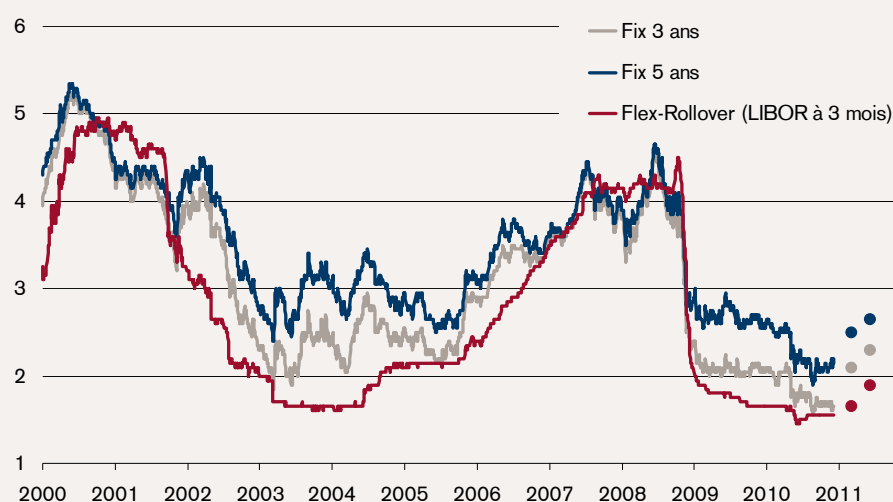
pendant perdu 9 points pour s'établir à 7 points. En comparaison trimestrielle, les perspectives relatives à l'évolution économique et aux chiffres du chômage sont moins bien évaluées.

L'inflation potentielle ne présente pas de danger pour la stabilité des prix à moyen terme selon la Banque nationale suisse, ce qui lui assure la marge de manœuvre nécessaire pour poursuivre sa politique monétaire expansionniste. Elle continue à lutter contre la pression à la hausse qui pèse sur la monnaie nationale. Un relèvement du taux directeur est donc peu probable avant la mi-2011. L'évolution du franc suisse devrait grandement influencer sur le moment de la hausse des taux directeurs. La force du franc pénalise la dynamique exportatrice et les perspectives conjoncturelles, raison pour laquelle la BNS considère qu'il n'est pas encore temps de normaliser la politique monétaire. Les taux hypothécaires à moyen et à long termes devraient quant à eux s'éloigner de leurs planchers dès que l'insécurité latente des marchés financiers aura fait place à une confiance largement restaurée. A un horizon de douze mois, nous escomptons globalement une hausse de 65 points de base pour l'Hypothèque flex roll-over. Pour les Hypothèques fix, les progressions devraient se situer entre 35 à 95 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.

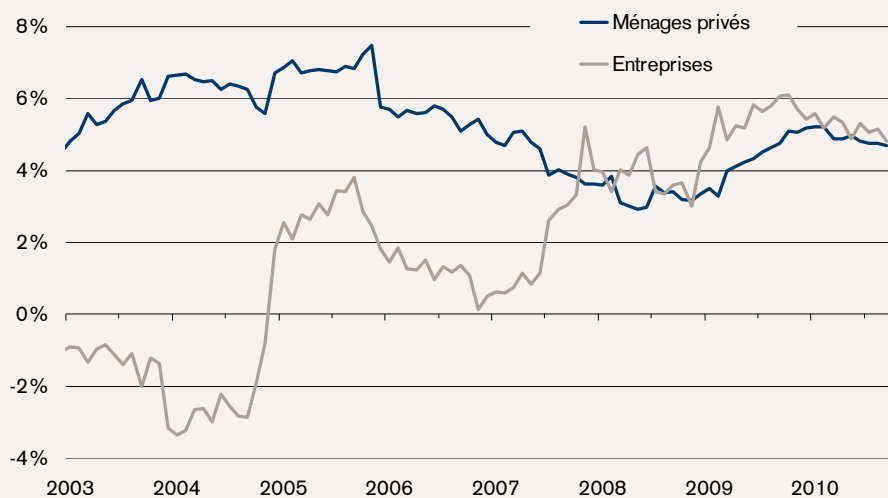
Depuis le printemps 2009, le taux de croissance du volume des emprunts hypothécaires consentis aux ménages s'est extrait de son ornière (figure 6). Cette évolution coïncide avec la phase de baisse record des intérêts hypothécaires, qui rend actuellement la propriété de biens immobiliers très attrayante. 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 des établissements de crédit 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, selon un sondage de la BNS, certains établissements de crédit hypothécaire ont assoupli les limites de leurs critères

d'octroi de crédits ou font plus fréquemment des exceptions (les «exceptions to policy»). Néanmoins, les taux de croissance des volumes hypothécaires des ménages privés ont nettement baissé par rapport à ceux relevés entre 2004 et 2006 et sont même passés sous le seuil de 5% depuis plus de six mois. En comparaison avec la bulle immobilière suisse de la fin des années 1980, lorsque les taux de croissance des prêts hypothécaires aux ménages privés dépassaient allégrement les 10% (1987-1989) dans un contexte d'inflation par ailleurs plus élevée, le niveau des valeurs actuelles n'est toutefois pas menaçant. 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.

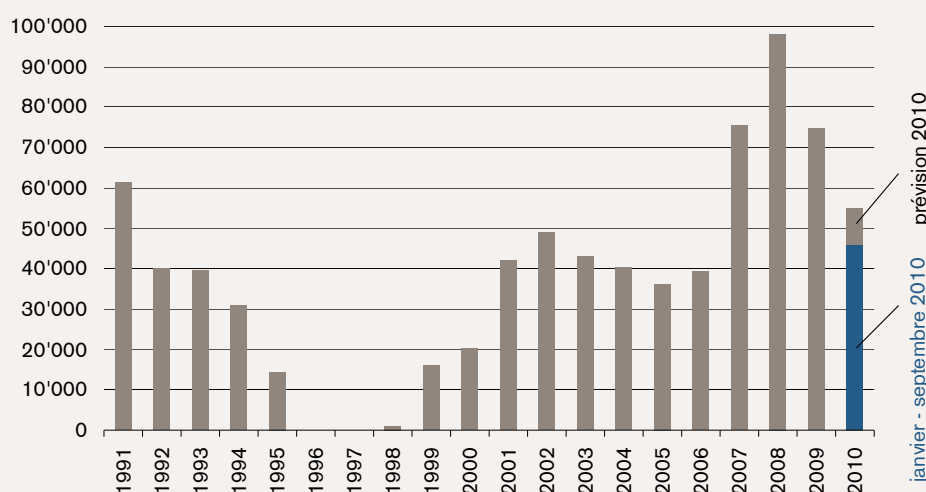
Ralentissement du fléchissement du solde migratoire

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, qui a un effet de frein sur le désir d'immigrer. Cela étant, en dépit d'un fléchissement observable depuis la valeur record de 2008, l'immigration pour 2010 demeure au-dessus de la moyenne en comparaison avec les autres années. La Suisse reste pour beaucoup une terre d'immigration intéressante et prisée. Par rapport à la plupart des autres pays européens, elle a mieux maîtrisé les turbulences économiques. Le marché du travail reprend graduellement des couleurs, l'emploi croît à nouveau, tandis que le nombre d'offres d'emploi progresse rapidement. Pour l'année en cours, nous tablons sur un solde migratoire de 55 000 personnes, soit environ un quart de moins que les 75 000 personnes de l'an dernier (figure 7). Durant les trois premiers trimestres de l'année en cours, le solde migratoire de la population résidente permanente atteignait quelque 45 900 personnes. Au 3^e trimestre 2010, le solde migratoire enregistrait un recul de -6% par rapport à l'année précédente. Au 1^{er} trimestre par contre, ce recul par rapport à l'an dernier était nettement plus marqué (-23%). Le rythme du fléchissement a par conséquent sensiblement ralenti.

Figure 7

Solde migratoire de la Suisse

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

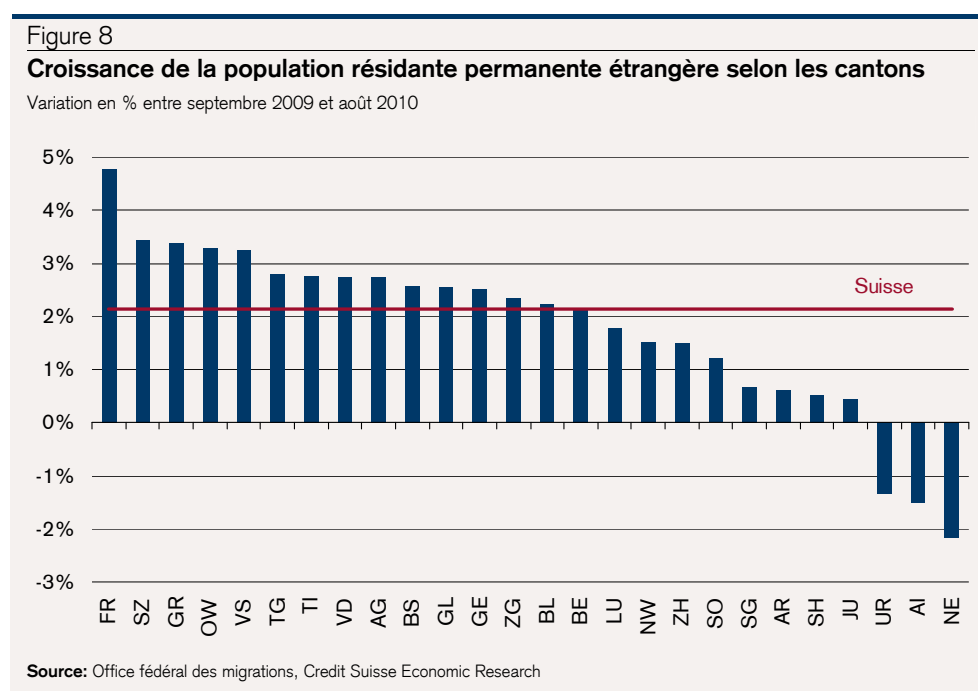


Source: Office fédéral des migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse Economic Research

Une dynamique migratoire inégale suivant les cantons

Dans le sillage de la réduction de l'immigration, la croissance annuelle de la population résidente étrangère a elle aussi continué de s'effriter. En août 2010, la population étrangère en Suisse avait augmenté de 2,3% en comparaison annuelle, contre +3,0% l'an dernier. En dépit du fléchissement de la croissance, les grandes disparités cantonales en matière de dyna-

mique migratoire demeurent (figure 8). Avec une augmentation de la population étrangère de 4,8%, le canton de Fribourg, qui a également enregistré une forte hausse de sa population suisse, est à nouveau en tête. L'offre de logement aussi rare que chère dans l'Arc lémanique entraîne les mouvements migratoires correspondants et permet au canton de Fribourg de compter depuis des années sur une croissance vigoureuse. Viennent ensuite les cantons fiscalement avantageux de Schwytz et d'Obwald, ainsi que les cantons de montagne des Grisons et du Valais. Tous les cantons précités ont enregistré un accroissement de la population étrangère de l'ordre de 3,2-3,5%. En queue de peloton apparaissent surtout des cantons plus petits et, pour certains, dotés de moins d'infrastructures (AR, SH, JU, UR et AI). Les cantons d'Uri et d'Appenzell Rhodes-Intérieures ont même enregistré un recul de leur population résidente permanente étrangère. Enfin, le canton de Neuchâtel, fortement lié à l'industrie horlogère, ferme la marche depuis deux ans environ, avec un recul de -2,2%. L'industrie horlogère étant une branche de début de cycle économique, elle est déjà sortie de la récession depuis longtemps et avance à grands pas vers une embellie; aussi la tendance devrait-elle bientôt s'inverser dans le canton de Neuchâtel.



Le taux hypothécaire de référence tombe à 2,75%

Ces derniers mois, les intérêts hypothécaires sont demeurés à leur bas niveau et continuent de doper la demande de logements en propriété. En revanche, le taux d'intérêt hypothécaire moyen pondéré en fonction du volume sur toutes les créances hypothécaires nationales des banques a une nouvelle fois reculé au dernier trimestre, car de plus en plus d'hypothèques issues de la phase de taux peu élevés dominent la position. Au 30 septembre 2010, le taux d'intérêt moyen est passé en dessous du seuil pertinent de 2,68%, ce qui s'était traduit par une baisse de 25 points de base à 2,75% du taux de référence utilisé pour évaluer les adaptations de loyer. Celui-ci ne varie que très lentement, car une grande partie du volume hypothécaire qui le compose est fixée à long terme. Cette tendance à la baisse devrait donc s'inscrire dans la durée. Le faible niveau des taux a incité quantité de ménages de propriétaires à se garantir un refinancement attractif grâce à des Hypothèques fix. Aussi l'augmentation des taux attendue pour 2011 ne devrait-elle avoir dans un premier temps que des retombées minimales.

Peu d'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 permettent, les besoins en surfaces résidentielles, en hausse constante depuis des décennies, peuvent être satisfaits. Un pourcentage étonnamment constant de 15% à 18% du revenu y a en effet été consacré à des fins d'habitation. Si la masse salariale réelle par personne active de Suisse a augmenté de 3,6% en 2009 (nominal: 3,1%), nous ne tablons que sur une faible croissance réelle des revenus pour cette année et l'année prochaine. En dépit de la nouvelle

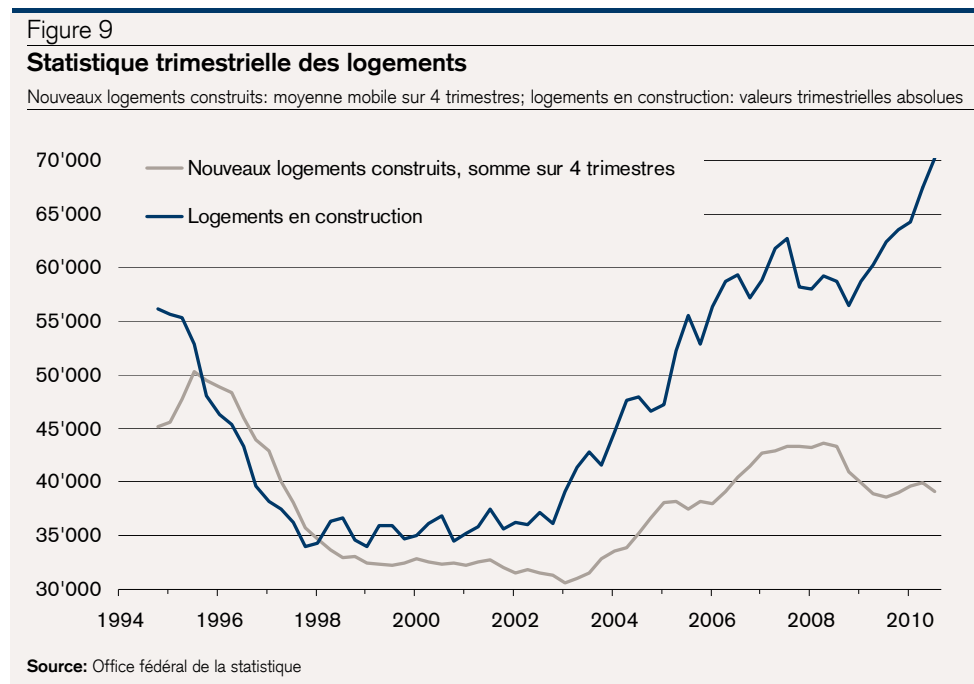
embellie sur le marché du travail, il ne faut de plus pas s'attendre à ce que les ménages puissent étendre significativement leur volume de travail, de sorte que leurs revenus n'insuffleront que des élans certes positifs, mais modérés, à la demande de logements au cours des prochains trimestres. A l'heure actuelle, celle-ci s'appuie principalement sur les taux d'intérêt toujours 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. En 2009, le stock de logements s'est étoffé de 39 000 logements (soit 1%) pour atteindre environ 3,9 mio. d'unités. Cette année, le seuil des 40 000 nouveaux logements devrait à nouveau être franchi.

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. Aux trois premiers trimestres 2010, le nombre des nouvelles unités a progressé de 1,5% comparé à 2009. Avec plus de 70 000 unités de logements en construction, le nombre de projets de construction reste sur un niveau record depuis le début des mesures en 1994 (figure 9).



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 mrd CHF au troisième trimestre 2010, ce qui représente une augmentation de 7,2% par rapport à l'an dernier. Par conséquent, la production de logements ne devrait pas s'émousser dans un avenir proche. L'indice suisse de la construction que nous émettons table d'ailleurs pour le 4^e trimestre 2010 sur une croissance désaisonnalisée de l'activité de construction de 5,1% par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Cette abondance de logements en construction s'explique d'une part par l'insécurité conjoncturelle, durant laquelle la réserve de travail est exploitée avec moins de zèle et d'efforts onéreux, de façon à prolonger quelque peu le temps de production, et d'autre part par l'activité d'étude de projets, à nouveau en vogue depuis quelques mois. A notre sens, au vu du regain de confiance dans la branche, les projets entamés devraient être livrés plus rapidement dans les mois à venir. Cette vigueur retrouvée dans l'industrie du bâtiment se reflète également dans les chiffres de l'emploi de la construction de bâtiments ou d'ouvrages de génie civil, qui ont gagné en moyenne 2,5% sur les quatre derniers trimestres par rapport à l'an dernier. Par conséquent, le nombre de logements qui arriveront sur le marché dans les prochains trimestres sera élevé.

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 10 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.

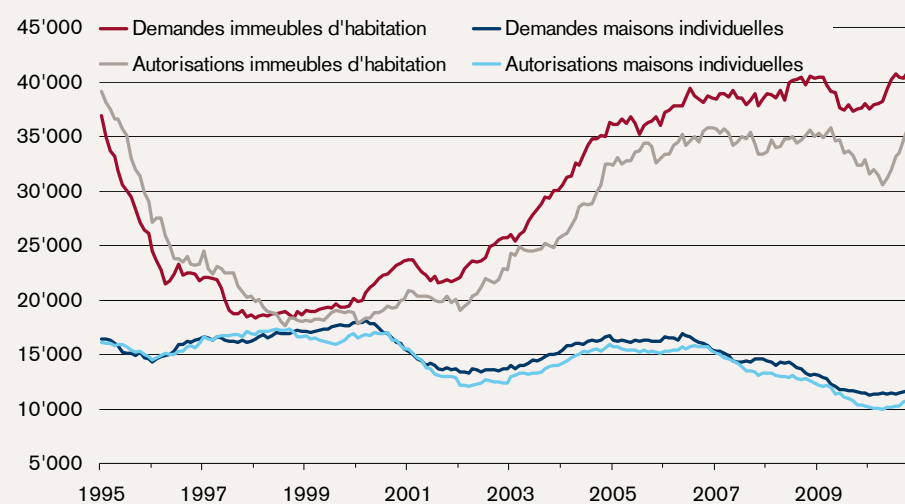
Phase haussière de l'activité d'étude de projets

L'activité de planification pour les immeubles locatifs, qui se reflète dans les demandes de permis et les autorisations de construire, 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 (figure 10), dont la part représente désormais moins de 25% de l'ensemble des autorisations de construction. Début 2010, les demandes et autorisations de permis de construire d'immeubles locatifs ont connu un renversement marqué de tendance. La récession rapidement maîtrisée, l'écoulement facile des logements terminés et la demande d'immobilier résidentiel robuste liée à l'immigration ont donné un nouvel élan à la planification de nouveaux projets immobiliers. Entre janvier et octobre 2010, le nombre d'unités d'habitation pour lesquelles une autorisation de construire a été octroyée a connu une nouvelle poussée de croissance de 9,3% en comparaison annuelle, sachant que les deux segments, les maisons individuelles (+5,7%) et les appartements en immeubles locatifs (+10,5%), ont enregistré davantage d'autorisations.

Figure 10

Autorisations de construire et demandes de permis en Suisse

Nombre d'unités-logement, somme glissante sur 12 mois



Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

Nouveau renforcement de l'activité de planification chez les architectes

Les bureaux d'architectes interrogés au troisième trimestre 2010 par le service compétent pour les questions de conjoncture de l'EPFZ (KOF) témoignent en majorité, comme lors des deux premiers trimestres, d'une embellie des carnets de commandes. A 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, les réponses des bureaux d'architectes ont été plus positives que négatives. Le solde des réponses positives et négatives, avec +15,9 points, est nettement supérieur à ceux des trimestres précédents. Depuis le début de l'année, le solde est toujours demeuré au-dessus des 12 points. Une telle amélioration des carnets de commandes courant sur plusieurs trimestres n'avait pas été observée depuis 2005, et dans des proportions moindres. Les résultats de l'enquête sont parfois assez volatils, de sorte qu'il ne faut pas surestimer la pertinence d'un seul résultat trimestriel. Cela étant, les résultats constamment positifs depuis le début de l'année témoignent d'une réelle embellie des carnets de commandes en comparaison annuelle.

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 – une constante sur le marché de l'immobilier – sont donc 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. 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.

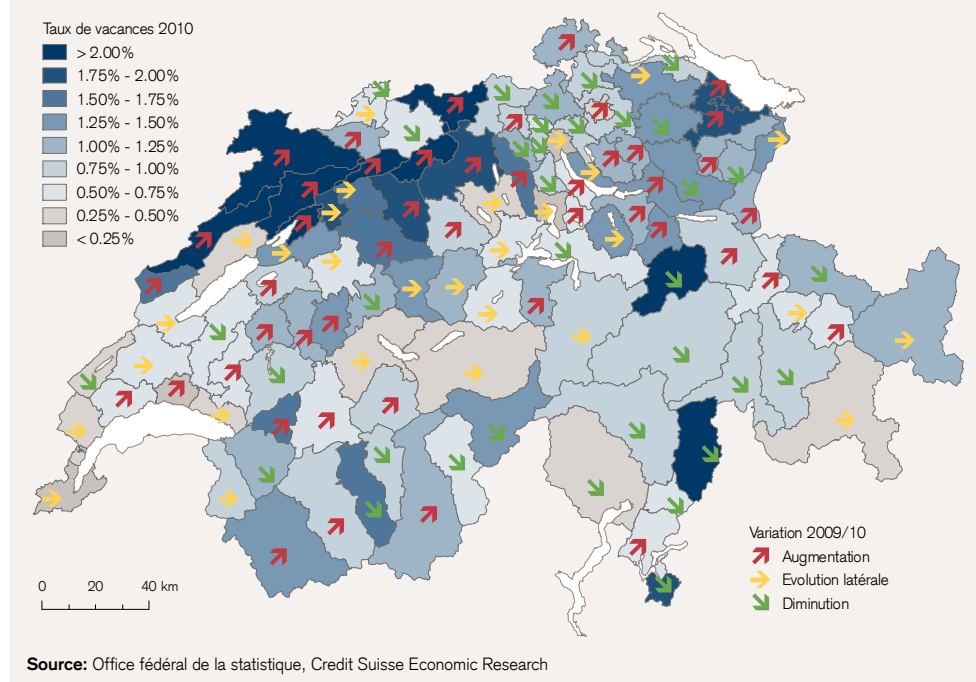
La pression accrue de la demande sur le marché du logement prend fin

Le nombre de surfaces vacantes pour 2010 indique un point d'inflexion dans l'évolution des logements vacants. Au 1^{er} juin 2010, le taux de logements vacants en Suisse atteignait 0,94%, soit une légère hausse de 1952 logements par rapport au taux de 0,90% de l'an dernier. Au niveau des régions économiques, les disparités demeurent considérables (figure 11). Si, dans les zones prisées, le nombre de surfaces vacantes n'a pas diminué davantage, la situation reste tendue. Ainsi, les possibilités de choix dans la ville de Zurich, avec un taux de logements vacants de 0,07%, demeurent minimales. De même, dans les régions de Lorzenebene/Ennetsee (ville de Zoug et environs) (0,21%), de Lausanne (0,21%) et dans le canton de Genève (0,23%), la pénurie de logements est sévère.

Figure 11

Taux de logements vacants et évolution par rapport à l'an dernier

Taux de logements vacants en % du stock de logements et évolution par rapport à l'an dernier



A l'inverse, la Suisse orientale, l'Espace Mittelland, le Jura et le canton d'Argovie recensent de nombreux logements inoccupés. Dans ces régions, les logements ont été construits avec un peu trop d'optimisme, ou le nombre de surfaces vacantes n'a pu être diminué comme on l'aurait souhaité. Dans l'ensemble, l'offre et la demande sont relativement équilibrées, si bien que le marché du logement suisse continue d'être caractérisé par une forte stabilité. Cependant, nous tablons à l'avenir sur une poursuite de la détente, sur des surfaces vacantes qui continueront légèrement d'augmenter, et sur un retour de la cyclicité, la plus forte pression de la demande liée à l'immigration devant arriver à son terme.

Disparités entre logements en location et logements en propriété

Les conditions-cadres relatives aux logements en location et aux logements en propriété ont récemment connu une évolution différente, observable dans les disparités au niveau de l'évolution des surfaces vacantes. Ainsi, tandis que le nombre des logements locatifs vacants a augmenté de 2604 unités en l'espace d'un an pour atteindre 28 947, les logements en propriété vacants ont diminué de 652 unités. Le tassement de l'immigration et la réalisation d'une multitude de projets de logements locatifs expliquent l'augmentation du nombre de logements locatifs vacants. Du côté des propriétaires, les intérêts hypothécaires demeurent historiquement bas et dopent la demande de propriété. De surcroît, bon nombre d'immigrants de la première vague découvrent au cours de leur intégration les avantages de la propriété du logement et quittent par conséquent le marché du logement locatif, qui est d'ordinaire le premier choix pour les nouveaux arrivants.

Le nombre de surfaces vacantes ne reflète qu'une partie des résultats du marché; en effet, un faible taux de vacance peut tout à fait occulter des changements fréquents d'habitat. Précisons encore que les logements vacants ne sont recensés qu'une fois par an, au 1^{er} juin. Aussi le nombre de surfaces vacantes ne fait-t-il état que d'une situation éphémère; suivant les circonstances, il ne témoigne d'une modification de la situation de marché qu'avec un temps de retard. Un problème auquel les chiffres relatifs à l'offre sont étrangers: indiqués trimestriellement, ils prennent en compte toutes les offres d'un trimestre entier.

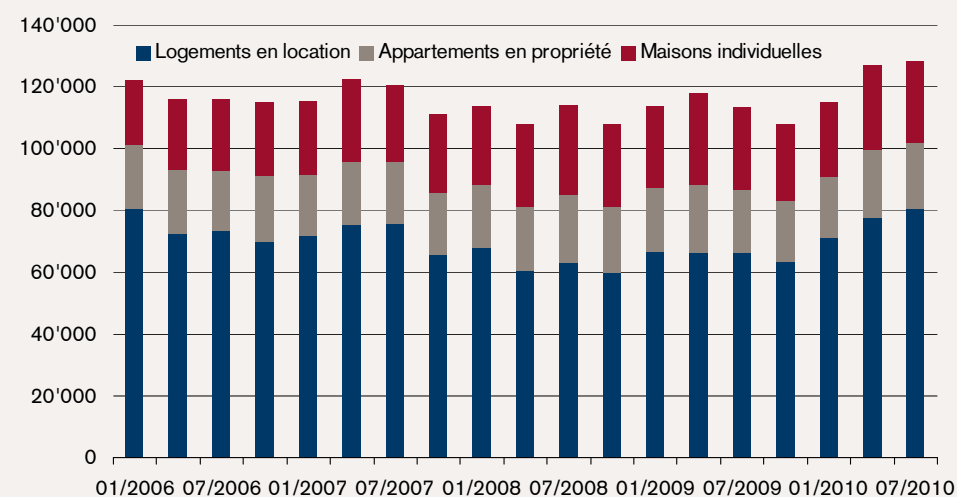
Les chiffres de l'offre en hausse, surtout pour les logements locatifs

La détente qui s'annonce sur le marché suisse du logement, tout comme les disparités d'évolution entre les formes de logement, s'observent dans les chiffres de l'offre depuis le début de l'année. Depuis le 4^e trimestre 2009, le nombre de logements disponibles sur le marché n'a cessé d'augmenter. Au 3^e trimestre 2010, il était d'environ 128 000 (figure 12). Au trimestre correspondant de l'an dernier, 15 000 logements de moins étaient recensés. Cette augmentation provient essentiellement du segment des objets de location. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, le nombre de logements proposés à la location a augmenté de plus de 20%, les logements en propriété proposés n'augmentant quant à eux que de 5% et les maisons individuelles recensées reculant même légèrement (-0,8%).

Figure 12

Evolution des chiffres de l'offre selon la forme de logement

Nombre d'unités d'habitat proposées par trimestre

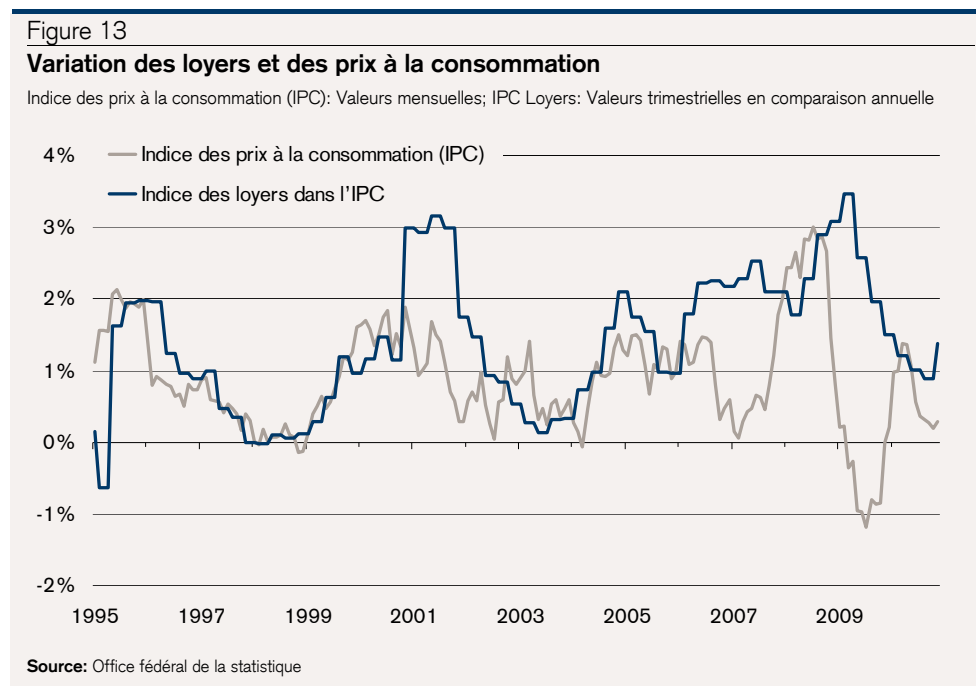


Source: Immovista, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse Economic Research

Croissance hésitante des prix des loyers

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 sensiblement modifié l'environnement de marché du segment des logements en location. En découlent une augmentation des surfaces vacantes et des chiffres de l'offre, ainsi qu'une croissance poussive des prix des loyers. L'indice des loyers intégré à l'indice national des prix à la consommation a légèrement augmenté, de 0,6%, par

rapport au trimestre précédent. En comparaison annuelle, la croissance représente désormais 1,4% (figure 13). L'indice immobilier publié par la Banque nationale suisse confirme cette évolution. Les loyers ont à nouveau stagné au 3^e trimestre (+1,0% par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente), tandis que prix des logements en propriété et des maisons individuelles ont augmenté respectivement de 4,2% et 5,0% en comparaison annuelle. Le recul des locations de nouvelles constructions (-2,9% en comparaison annuelle) indique un changement de tendance sur le marché du logement locatif.



Les prix des logements en propriété continuent d'augmenter

Contrairement au marché du logement locatif, aucun changement des conditions de marché n'est encore perceptible pour les logements en propriété en termes de surfaces vacantes et de chiffres de l'offre. Les prix de transaction, après une courte pause en 2009, suivent cette dynamique et ont retrouvé la croissance rapide qui était la leur ces sept dernières années. Au 3^e trimestre 2010, le prix d'un appartement en propriété standard dépassait ainsi de 7,3% le niveau de l'année précédente en moyenne suisse. Les planchers record des taux hypothécaires et l'intérêt nouveau pour les logements en propriété des immigrants qui disposent en général de revenus élevés soutiennent ce marché. Cependant, il faut s'attendre à un léger fléchissement de la dynamique des prix au cours des prochains trimestres: la croissance démographique a dépassé son zénith et la hausse des revenus va être modérée en 2011, d'autant que le flot de nouveaux logements en propriété arrivant sur le marché se poursuit du côté de l'offre.

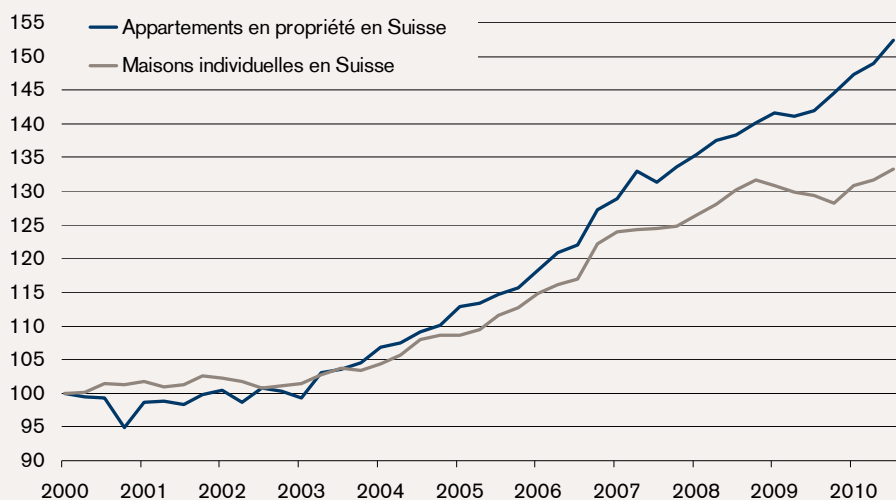
Faiblesse de la dynamique des prix des maisons individuelles

Depuis fin 2008 et, d'une certaine mesure, depuis début 2007, les prix des logements en propriété et des maisons individuelles connaissent des évolutions différentes. Les turbulences économiques ont affecté plus tôt les prix des maisons individuelles, et les répercussions ont été nettement plus importantes, notamment car elles se situent plus dans les zones périphériques et que la demande pour ce type de logement est faiblissante. Après un recul des prix des transactions pendant la crise, les prix pour une maison individuelle standard retrouvent des couleurs en moyenne nationale et se situent actuellement juste au-dessus du niveau de fin 2008 (figure 14). La récente croissance des prix est par ailleurs à nouveau moins marquée que pour les logements en propriété. Considérant la dynamique des prix toujours moins vigoureuse chez les maisons individuelles, nous estimons que la fourchette des prix entre les maisons individuelles et les logements en propriété devrait continuer à s'écarter au cours des prochains trimestres.

Figure 14

Evolution des prix de transaction des appartements en propriété

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



Source: Wüest & Partner

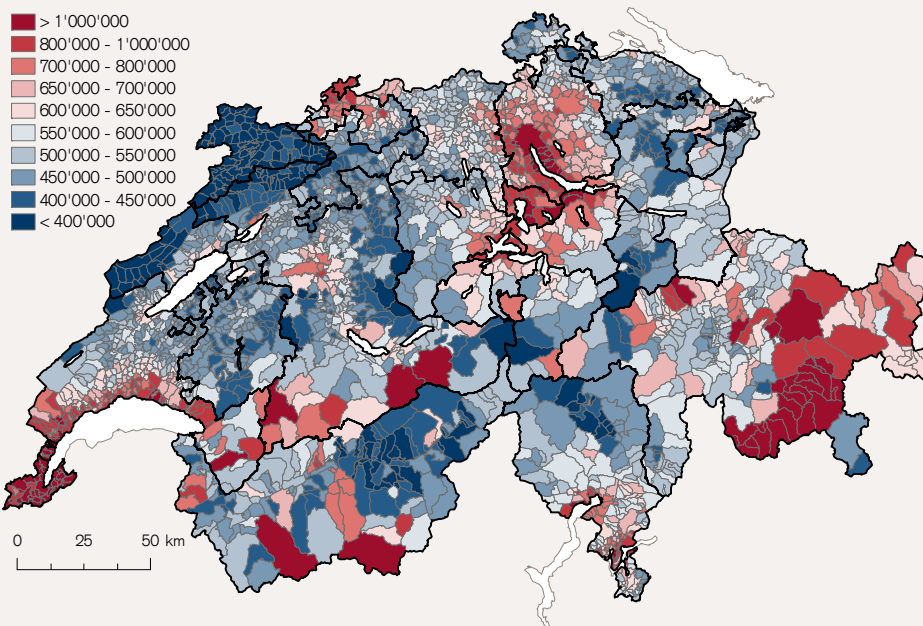
Prix de transaction au niveau des communes

La figure 15 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 15

Prix des logements en propriété, 3^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 ainsi que dans les communes convoitées en périphérie de Genève et de Zurich. Dans 236 communes, le logement en propriété standard décrit plus haut coûte en moyenne au moins 800 000 CHF; le prix dépasse même le million de francs dans 102 communes. Or les prix étaient nettement inférieurs il y a cinq ans: le prix pour un logement en propriété similaire ne dépassait alors les 800 000 CHF que dans sept communes.

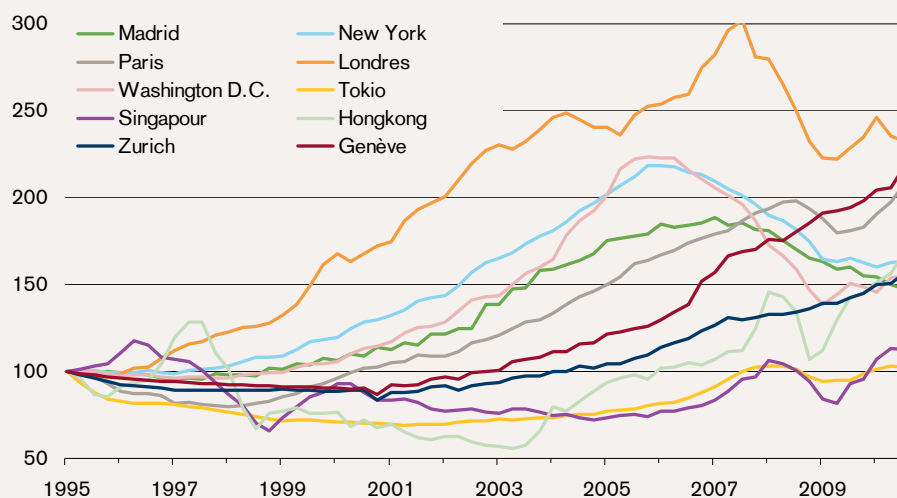
Stabilisation constante sur les marchés immobiliers internationaux

Nombre de marchés immobiliers internationaux fortement secoués par la crise poursuivent leur phase de stabilisation. Ainsi, des dix villes observées dans la figure 16, deux seulement présentent une croissance négative des prix de l'immobilier en comparaison annuelle: Madrid (-7,8%) et New York (-1,3%). La faiblesse des intérêts hypothécaires et les liquidités accumulées à la recherche de possibilités de placement ont notamment, en bon nombre d'endroits, permis aux prix de dépasser le creux de la vague. Cela étant, les insécurités relatives au rythme de reprise économique mondiale, les pertes de gain liées au chômage et la suroffre de logements dans certaines régions demeurent. Aussi les prix de l'immobilier aux USA, en Espagne et en Angleterre devraient-ils tarder avant de se reprendre. En comparaison internationale, les prix immobiliers suisses ont évolué en deçà de la moyenne depuis 1995. Le canton de Genève fait toutefois exception. Compte tenu de la forte dissociation entre les prix dans cette région et l'évolution des revenus, il faut s'attendre à des stagnations à moyen et long termes et 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 16

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

Indexée, 1995 = 100



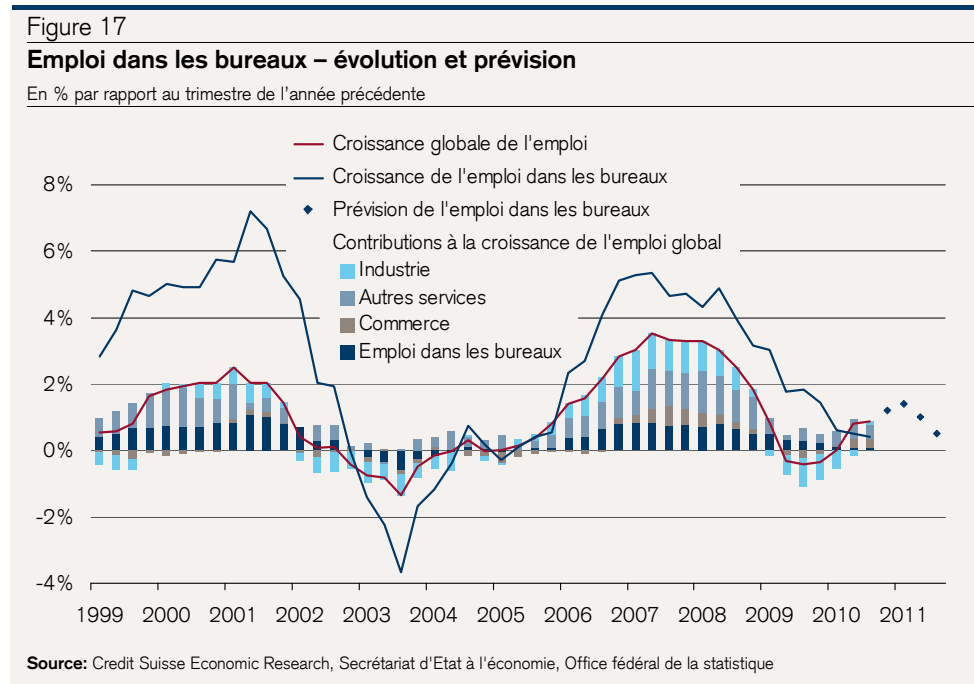
Source: Bloomberg, Datastream, Wüest & Partner

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 en 2009 dans le secteur industriel et commercial (figure 17). La demande en surfaces de bureaux a cependant été très frileuse l'année dernière. 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 parvient à se redresser

Après révision des chiffres de l'emploi par l'Office fédéral de la statistique, l'emploi de bureau a seulement été en recul au 4^e trimestre 2009 (-0,5% par rapport au trimestre précédent) sur le dernier cycle. Par la suite, il a stagné pendant deux trimestres avant de retrouver le chemin de la croissance au 3^e trimestre 2010. Par rapport au trimestre précédent, la croissance de l'emploi de bureau classique a atteint un taux respectable de 0,8%, soit 4300 personnes¹. Avec ce chiffre, le faible recul de l'emploi imputable à la récession passée a déjà pu être compensé, et le dernier plus haut de l'emploi du 3^e trimestre 2009 a été dépassé de 0,4%. La robustesse de l'évolution économique de la Suisse cette année et les résultats opérationnels meilleurs que prévus ont été les principaux acteurs de cette évolution positive au 3^e trimestre. En raison de la poursuite de la tertiarisation de l'économie, de la tendance à l'externalisation et de la solidité de la conjoncture de certaines sous-branches, le recul de l'emploi de bureau n'a été que marginal au dernier cycle. Suite à ce marasme seulement temporaire 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 a contribué à stabiliser la situation, car l'excès qui se profile en rai-

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

son de la nouvelle production ne s'est pas encore aggravé. L'économie suisse continuera sa croissance en 2011, avec toutefois une impulsion moindre et une menace constante de reculs. S'agissant de l'emploi dans les branches de bureau, les prévisions sont donc modérément positives. Elles devraient se traduire par un besoin supplémentaire en surfaces, modéré dans un premier temps (sur les douze prochains mois), dans la mesure où les surfaces déjà louées devront d'abord être occupées avant que l'on ne commence progressivement à en louer de nouvelles.

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 18). 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. Cependant, le recul rapide de la planification ne pourra empêcher une suroffre sur le marché de l'immobilier de bureau jusqu'à la fin 2011 environ.

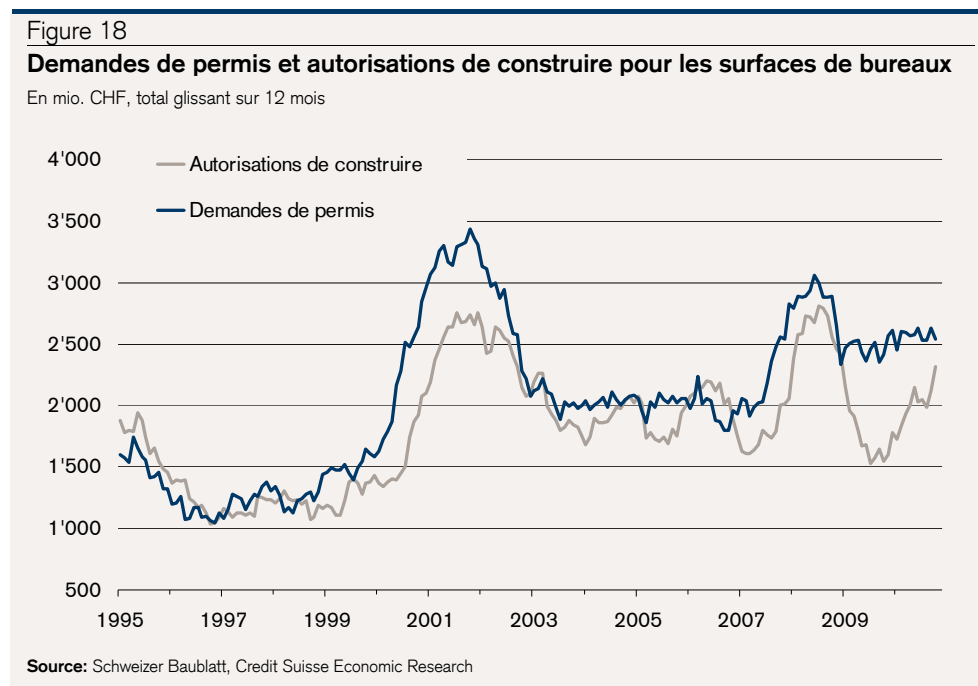
Rebond de l'activité d'autorisation notamment dans les agglomérations

Depuis quelque temps, la retenue justifiée des promoteurs immobiliers durant la récession semble s'accommoder d'un nouveau regain de confiance. L'activité d'autorisation pour les surfaces de bureaux renoue avec la croissance et comble lentement l'écart avec les demandes de permis (figure 18). 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 semble à nouveau avoir le vent en poupe. En outre, après des turbulences sur les marchés des capitaux, les investisseurs cherchent à investir dans l'immobilier, une classe d'actifs plus stable. Cet afflux de capitaux devrait également avoir son importance. Dans les douze derniers mois, le volume des autorisations pour des surfaces de bureaux a atteint environ 2,3 mrd CHF au total. L'activité d'étude de projets s'est rapidement remise de son effondrement de 2009, en particulier dans les agglomérations des grands centres et centres moyens.

Les investissements de construction pour les immeubles de bureaux devraient légèrement diminuer en 2010 et 2011

Selon les chiffres de l'Office fédéral de la statistique, les investissements nominaux de construction pour les immeubles de bureaux et les immeubles administratifs ont atteint un nouveau plafond en 2009, dépassant le plus haut enregistré en 2002. Par rapport à 2008, ils ont augmenté de 7% environ. Compte tenu de la longue période qui s'écoule entre l'octroi de l'autorisation et l'achèvement d'un bureau, le chiffre en net recul de surfaces autorisées à la construction entre mi-2008 et mi-2009 devrait déboucher en 2010 sur une croissance légèrement négative des investissements dans les surfaces de bureaux. Cette prédiction sur le recul des in-

vestissements devrait également se vérifier en 2011, avant que l'horizon ne s'éclaircisse par la suite.



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 de l'offre 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.

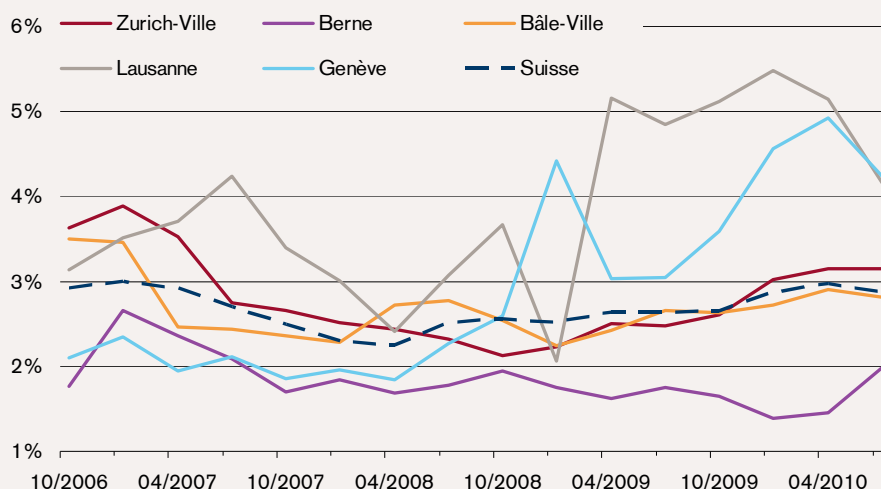
L'offre de surfaces de bureaux demeure élevée

Au 3^e trimestre 2010, le pourcentage de surfaces de bureaux annoncés (2,86%) dépasse sensiblement la valeur de l'an dernier (2,63%) (figure 19). Cela équivaut à près de 1,39 mio. m² de surfaces disponibles proposées. Par rapport au trimestre précédent, l'offre de surfaces n'a cependant pas augmenté et a même légèrement reculé. Une tendance qui s'explique en grande partie par les chiffres de l'offre nettement en baisse du canton de Genève et de la région économique de Lausanne. Sur les deux marchés, les projets de construction et les efforts de commercialisation en découlant avaient fortement fait augmenter les chiffres de l'offre. Dans toute la Suisse, l'expansion des surfaces de bureaux demeure correcte. Nous tablons pour les prochains trimestres sur des chiffres de l'offre à nouveau légèrement en hausse.

Figure 19

Taux de l'offre, régions économiques sélectionnées

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



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research

Premiers marchés partiels avec des surfaces vacantes en hausse

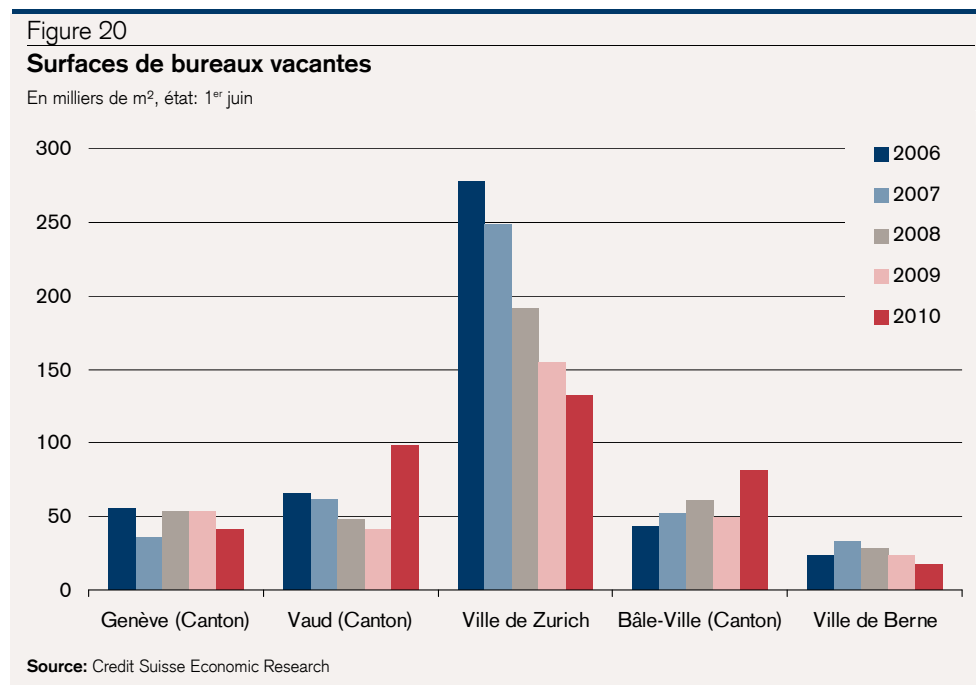
Le trimestre dernier, les chiffres de l'offre des marchés immobiliers lausannois et genevois se sont approchés de la moyenne suisse, après avoir affiché une valeur relativement haute. En Suisse romande, les deux marchés immobiliers dominants ne sont pas entrés dans la dernière phase de haute conjoncture avec des taux de vacance élevés. C'est pourquoi leur assèchement a été rapide. Les deux marchés ont réagi avec de nouveaux projets de construction qui, du fait du délai supplémentaire nécessaire à Genève pour le processus d'autorisation, ne seront intégrés au marché que l'année prochaine. Le nombre de surfaces vacantes y demeure très faible (figure 20). Dans l'espace économique de Lausanne, les chiffres de l'offre constamment élevés sont à considérer d'un œil plus critique. L'expansion de l'offre était par exemple très dynamique dans certaines parties du quartier extérieur des affaires. En 2010, environ 50 000 m² (soit la moitié de toutes les surfaces de bureau vacantes dans le canton de Vaud) étaient situés dans le district Ouest-lausannois (composé de huit communes, notamment Ecublens, Renens et Prilly).

Le flot continu de nouvelles surfaces de bureaux sur le marché zurichois alimente l'augmentation des chiffres de l'offre depuis fin 2008. Dans la ville de Zurich, le nombre de surfaces vacantes, en dépit de chiffres de l'offre plus élevés en 2010, a encore diminué, ce qui tend à indiquer une absorption jusqu'ici intacte des surfaces proposées. Au vu des nombreuses surfaces de bureaux qui attendent d'être terminées, nous tablons sur une augmentation des surfaces vacantes dans la ville. Les problèmes d'absorption devraient moins survenir dans le quartier intérieur des affaires que dans la zone élargie extérieure des affaires, où nombre de projets d'importance se trouvent en phase de planification ou de construction. 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. Les chiffres relatifs aux surfaces vacantes, nettement plus élevés en 2010, sont essentiellement à imputer à un seul projet d'envergure, et ne font pas état d'un marché des surfaces de bureau fondamentalement déséquilibré. Le marché des surfaces de bureau bernois, dominé par les pouvoirs publics, se caractérise par une stabilité qui se traduit par des chiffres de l'offre peu élevés. Ainsi, si la surface de bureaux vacante est peu importante avec environ 17 000 m², c'est qu'à Berne énormément de projets de bureaux sont conçus par leurs destinataires, ce qui garantit l'absorption.

Hausse des surfaces vacantes en 2010, en dehors des grands centres

Les chiffres des surfaces de bureaux vacantes en baisse à Zurich et à Berne ainsi que dans les cantons de Genève et de Neuchâtel ne sont toutefois pas représentatifs de la situation suisse. Les grands marchés de l'immobilier de bureau réagissent d'ordinaire avec un temps de retard aux turbulences du marché, les surfaces vacantes progressant dans un premier temps sur les emplacements de second rang. En outre, l'activité d'étude de projets, comme nous l'avons dit, a essentiellement été vigoureuse en dehors des grands centres en 2008. Au 3^e trimestre 2010, les surfaces de bureaux proposées en dehors des grands centres, des agglomérations et des

centres moyens de Suisse dépassaient de 55% le niveau du 2^e trimestre 2008, date à laquelle les chiffres de l'offre suisse avaient atteint leur plancher. Aussi peut-on supposer que le nombre de surfaces de bureaux vacantes dans les régions périphériques du pays ont déjà nettement augmenté en 2010.



La figure 21 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 se fait sans qu'il soit besoin d'une annonce sur le marché. L'évolution des loyers proposés à Genève et à Zurich n'est donc pas dictée par ces quelques emplacements de premier ordre, mais bien plus par ceux des régions périphériques qui reviennent plus régulièrement et en nombre sur le marché.

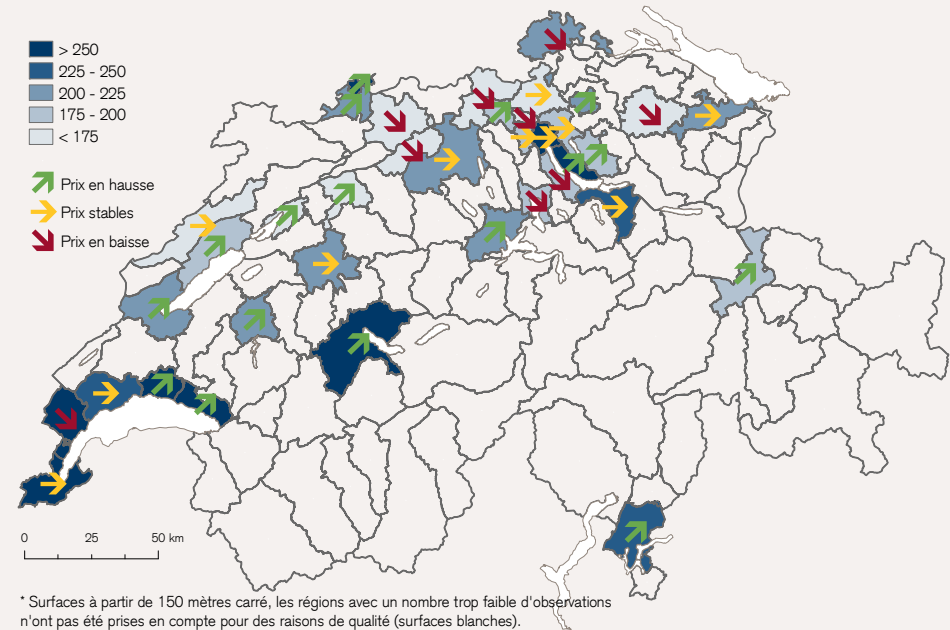
Tendance à la stagnation pour le prix moyen proposé en Suisse

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 est en partie liée à l'offre accrue d'emplacements de premier ordre; en d'autres termes, il s'agit là de raisons structurelles et pas d'une augmentation des surfaces de bureaux. La valeur de 213 CHF/m² observée au 3^e trimestre 2010 confirme notre propos. Les prix des surfaces de bureaux continuent d'évoluer dans la fourchette étroite évoquée plus haut. Dans l'ensemble, les loyers devraient avoir tendance, à quelques exceptions près, à stagner ou à baisser légèrement en 2010.

Figure 21

Loyers proposés pour les bureaux en Suisse*

Loyers bruts (médiane) en CHF/m² et par an, 3^e trimestre 2010, variation sur un an de la moyenne mobile sur 12 mois



Source: Immovista, Credit Suisse Economic Research, Geostat

4 Surfaces de vente

Robustes chiffres d'affaires du commerce de détail sur les trois premiers trimestres de 2010

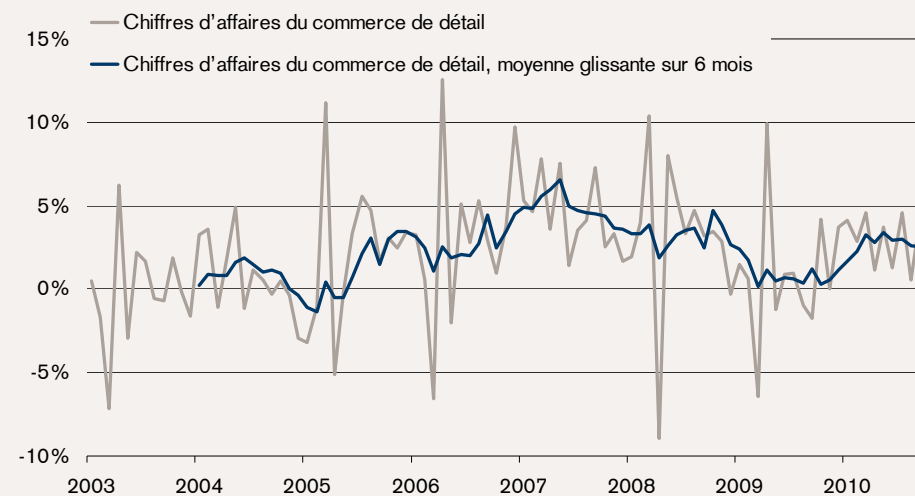
4.1 Demande

Après la baisse continue des taux de progression des chiffres d'affaires réels du commerce de détail depuis 2007, ceux-ci ont repris des couleurs fin 2009 à mesure que le climat de consommation s'améliorait. Les taux réels mensuels de variation annuelle, corrigés du nombre de jours de vente, vacillent relativement fortement, tandis que la moyenne sur six mois est stable (figure 22). Globalement, les chiffres d'affaires réels du commerce de détail des trois premiers trimestres 2010 ont gagné 2,7% en comparaison annuelle, témoignant ainsi d'un appétit à la consommation sain, mais pas excessif. Selon l'enquête relative au climat de consommation, les consommateurs gardent confiance. Cela étant, par rapport à l'enquête de juillet, leur moral s'est quelque peu assombri en octobre. Les perspectives relatives à l'évolution économique, en particulier, sont évaluées moins positivement. Les consommateurs projetant de mettre dans les douze prochains mois davantage d'argent de côté et l'effet de manque observé cette année s'essouffant dans la consommation privée, les retombées des salaires réels modérément en hausse sur les chiffres d'affaires du commerce de détail ne devraient être que limitées en 2011. Dans l'ensemble, on peut s'attendre en 2011 à une demande intacte mais non dynamique de nouvelles surfaces de vente, même si l'intérêt pour les grandes surfaces et les emplacements bien situés continue à être marqué.

Figure 22

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 en 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 2005 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.

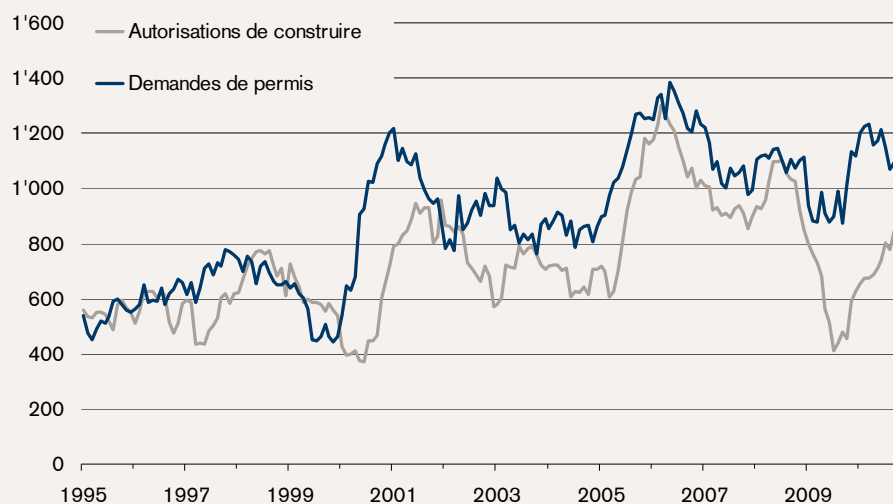
Les autorisations de construire indiquent une poursuite de l'extension des surfaces

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 23). Comme pour les projets de surfaces de bureaux, l'importante insécurité ambiante a mené à bon nombre de retraits, de suspensions et de modifications de demandes existantes, ce qui, parfois, a rendu nécessaire de nouvelles demandes de permis de construire. Par conséquent, le nombre de demandes n'a diminué que faiblement. Les acteurs du marché se sont débarrassés de leur retenue provisoire depuis la fin de la récession en 2009. Ainsi, l'activité d'autorisation reprend le chemin de la croissance depuis plus d'un an et s'approche lentement de son niveau d'avant-crise. Dans les douze derniers mois, des autorisations pour des nouveaux projets de construction représentant 910 mio. CHF au total ont été délivrées en Suisse. Cette valeur dépasse à nouveau nettement la moyenne à long terme de 734 mio. CHF. Même la crise financière n'a pu mettre un terme à la progression ininterrompue des surfaces de vente. En comparaison à long terme, c'est essentiellement dans les grands centres et les régions périphériques qu'un nombre de surfaces supérieur à la moyenne a été prévu. Par contraste, la progression planifiée dans les centres moyens et les agglomérations suisses correspond environ à la moyenne de longue durée. L'abondance d'études de projet de 2005 semble y provoquer une certaine saturation, ce qui opprime à présent l'appétit d'étude de projets.

Figure 23

Demands de permis et autorisations de construire pour les surfaces de vente

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



Source: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

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. Si les taux de croissance des chiffres d'affaires du commerce de détail sont à nouveau robustes, ils n'ont rien à voir avec ceux de 2007, qui appartiennent pour l'heure 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, les centres commerciaux et les 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 bénéficiaire et à la marge, en lieu et place du chiffre d'affaires.

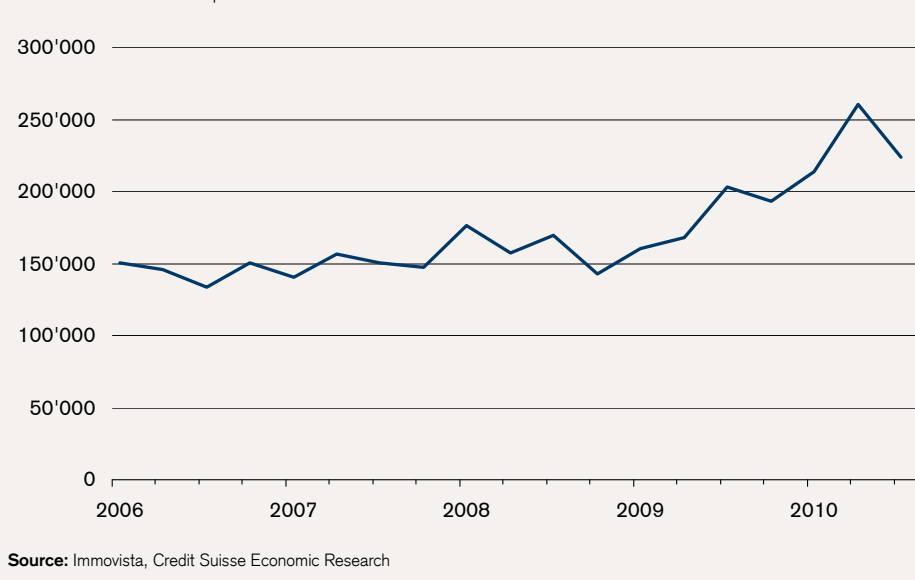
La durée de publication des surfaces de vente toujours plus longue

En dépit d'une sortie relativement indemne de la crise financière et du retour d'une croissance forte, les données sur les marchés des surfaces de vente ont cependant changé. Il est aujourd'hui plus difficile d'écouler les surfaces de vente qu'avant la crise, comme l'indique l'augmentation du volume disponible proposé (figure 24). Au 3^e trimestre 2010, l'offre de surfaces de vente suisse, avec 223 000 m², était à nouveau en deçà du plafond atteint au 2^e trimestre de cette année, mais dépassait toutefois nettement les valeurs de 2006-2009. Les nouvelles surfaces arrivant sur le marché semblent de plus en plus faire concurrence aux surfaces existantes, qui recherchent de nouveaux locataires par le biais de nouvelles publications. Les trimestres à venir définiront si l'absorption pâtit uniquement des suites de la crise, ou si l'extension continue de surfaces atteint progressivement ses limites. La durée de publication des surfaces – qui mesure le nombre de jours pendant lesquels une surface est annoncée – plaide en faveur de cette dernière hypothèse: la location des surfaces de vente devient plus ardue. Pour preuve, au 3^e trimestre 2010, la durée de publication moyenne sur le marché suisse atteint 82 jours, un record depuis le début des mesures en 2006.

Figure 24

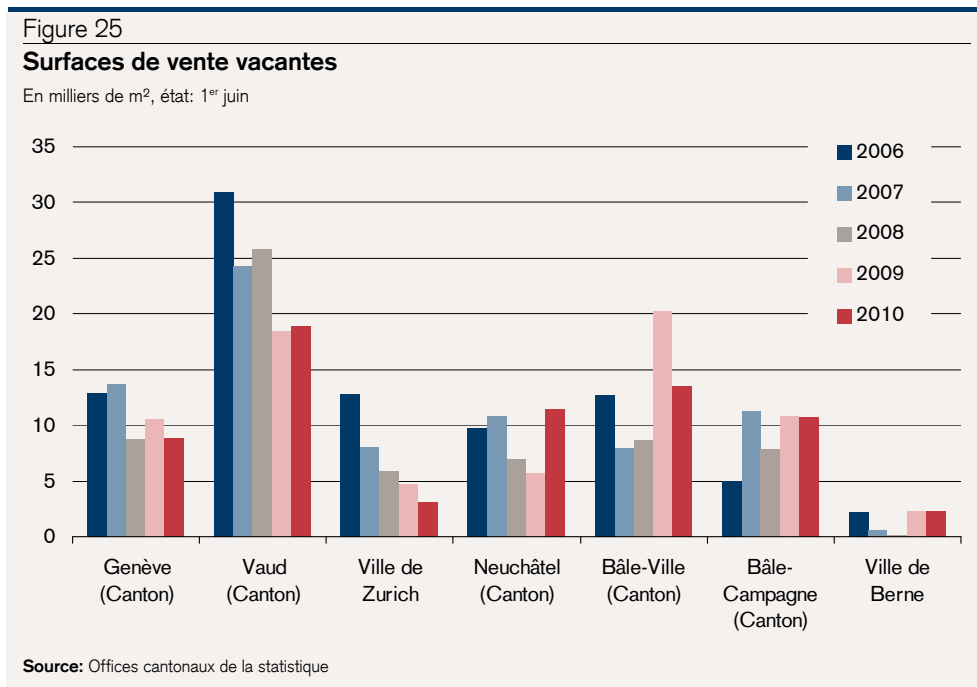
Offre de surfaces de vente en Suisse

Surfaces en mètres carrés publiées en un trimestre



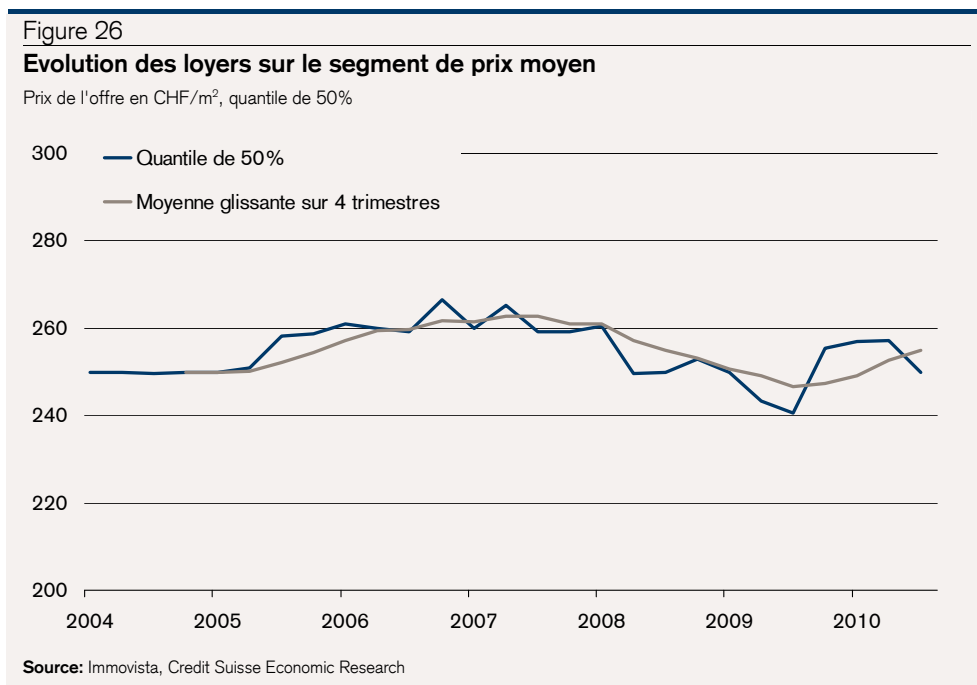
Le nombre des surfaces vacantes dans les grands centres n'a rien d'alarmant

Jusqu'au jour de référence de recensement des surfaces vacantes le 1^{er} juin 2010, la production continue de nouvelles surfaces de vente n'a eu que des conséquences partielles sur le nombre de surfaces vacantes dans les régions couvertes par les recensements (figure 25). Dans les cantons de Neuchâtel, de Bâle-Ville et de Bâle-Campagne, ainsi que dans la ville de Berne, le nombre de surfaces vacantes dépasse la moyenne des cinq dernières années, tandis qu'il est inférieur à celle-ci dans les cantons de Genève, de Vaud et dans la ville de Zurich. Seul le canton de Neuchâtel a été le témoin d'une hausse significative des surfaces vacantes, qui ont retrouvé leur niveau de 2006/2007. Une question demeure toutefois: comment se fait-il que les chiffres élevés de l'offre en Suisse et la durée de publication plus longue n'aient pas encore influencé de façon plus marquée les surfaces vacantes en 2010? D'une part, les chiffres de l'offre incluent des surfaces qui ne sont pas encore terminées mais pour lesquelles l'on recherche déjà des locataires. Avant d'être terminés, ces projets ne sont pas recensés comme des surfaces vacantes. Et d'autre part, l'augmentation des chiffres de l'offre suisse sont également à imputer à des régions qui ne font pas l'objet du recensement. Le canton de Fribourg, qui a planifié et mis en œuvre quantité de surfaces de vente ces dernières années, en est un exemple. D'ordinaire, 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.



Croissance zéro pour les prix de l'offre depuis 2004

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. Entre-temps, ils ont 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 (figure 26). Cette année, le loyer moyen par surface de vente est tombé à 250 CHF/m² au 3^e trimestre 2010, le même niveau qu'en 2004-2005. L'extension des surfaces a ainsi gommé les hausses des prix de 2005-2007.



Le redressement des prix de l'offre depuis la mi-2009 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, à l'au-

tomne 2009, il devrait également s'agir, au moins en partie, d'un mouvement contraire à la correction auparavant (trop) forte. L'évolution robuste de la conjoncture et les chiffres d'affaires du commerce de détail récemment réjouissants pour la branche justifient les prix légèrement plus élevés qu'au moment de la crise.

L'augmentation de l'offre de surface, la durée de publication croissante, les surfaces vacantes partiellement en hausse et le peu de mouvement sur les loyers sont autant d'éléments qui ne permettent pas à l'offre continue de surfaces de créer une situation de marché facile. Ces valeurs moyennes occultent cependant le fait que bon nombre de surfaces disposent d'une demande importante et que leur écoulement et leurs revenus locatifs ne posent pas problème. Ce sont surtout les emplacements bien desservis, bénéficiant d'un haut niveau de fréquentation et dotés d'un concept durable qui pourront échapper à l'assainissement du marché forcé par l'expansion des surfaces. Pour les emplacements moins bien lotis, les bailleurs de surfaces n'échapperont pas à un assainissement structurel et 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 2011.

5 L'immobilier comme placement

L'attractivité des fonds immobiliers tire les agios vers le haut

Les instruments de placement immobilier helvétiques cotés en bourse sont parvenus à affronter victorieusement les mauvaises nouvelles boursières des dernières années. Ils ont bien surmonté la crise financière, la récession en Suisse, les turbulences monétaires et la crise de la dette souveraine en Europe, redressant rapidement la barre après de brèves plongées, et dégagant une excellente performance. Depuis le début de l'année, les rendements globaux atteignent 3,0% pour les fonds immobiliers et 19,2% pour les sociétés anonymes immobilières (figure 27).

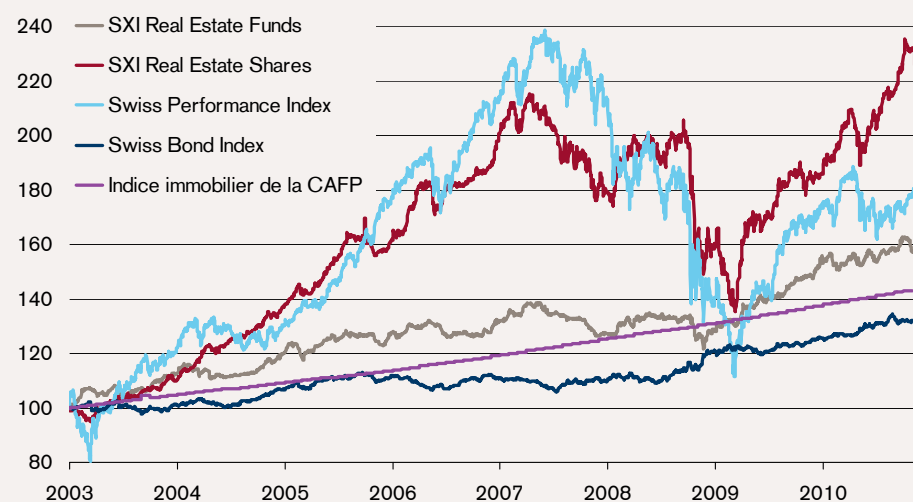
Les fondamentaux intacts du marché suisse du logement concourent en grande partie à cette solidité des fonds immobiliers suisses. Les fonds disposent de dividendes attrayants, et leurs portefeuilles se caractérisent par des revenus locatifs solides, de faibles taux de vacance et de faibles fluctuations de valeur. Les investisseurs peuvent compter sur deux atouts supplémentaires: l'environnement juridique stable et la cotation en bourse dans une monnaie solide, le franc suisse. L'exemple de l'Allemagne montre que ces deux points ont leur importance. Chez nos voisins germaniques, de petites incertitudes juridiques ont cette année instantanément brisé la confiance des investisseurs, ce qui a en partie mené à des sorties d'argent massives. Plusieurs fonds immobiliers ont ainsi dû être provisoirement fermés ou même dissous – et ce, dans un pays où le marché immobilier est stable.

La solidité des fonds immobiliers suisses, notamment par rapport aux emprunts générant peu de revenus, a mené à une forte augmentation des 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. Pour l'heure, l'agio moyen des fonds immobiliers helvétiques cotés est légèrement supérieur à 20%, mais les différents fonds sont relativement dispersés. Si les agios sont actuellement très élevés, ils ne sont pas surévalués au vu de l'environnement des intérêts.

Figure 27

Performance de diverses catégories de placement

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



Source: Datastream

Les titres immobiliers se dissocient du SPI

La performance des fondations de placements immobiliers (présentée par l'indice immobilier de la CAFP) a progressé continuellement comme prévu, atteignant un rendement total de 4,0% les dix 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.

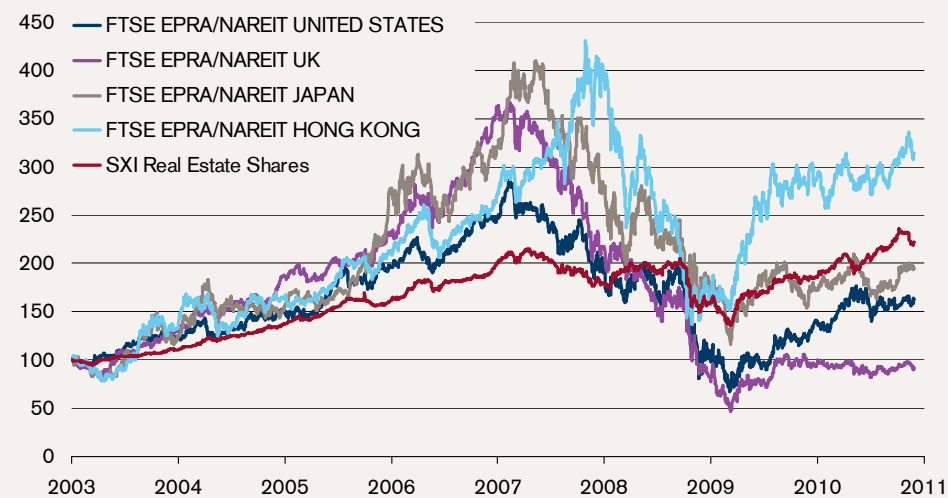
Parmi les actions suisses, les sociétés anonymes immobilières se démarquent comme le véritable segment gagnant pour 2010. Au deuxième semestre de 2010, les cours des sociétés anonymes immobilières se sont dissociés du large indice des actions SPI (figure 27). Un constat qui s'explique d'une part par les meilleures perspectives sur les marchés immobiliers commerciaux suisses par rapport au début de l'année, et d'autre part par la différence difficile à expliquer, constatée au début de l'année et critiquée dans notre étude de début d'année, entre les agios des fonds immobiliers et ceux des sociétés immobilières anonymes, qui se résorbe à présent. Le solde du bilan des sociétés immobilières anonymes indique que les instruments de placement ont nettement augmenté ces dernières années, par le jeu de fusions, d'augmentations de capital et d'acquisitions autofinancées. En l'espace d'un an, les huit sociétés immobilières anonymes les plus importantes ont fait fructifier de 31% leur fortune de placement, qui se chiffre désormais à 21 mrd. Un chiffre dont Swiss Prime Site s'est taillé la part du lion en reprenant le holding Jelmoli et en doublant sa fortune de placement.

De même, les rendements des titres immobiliers étrangers ont en partie connu une forte progression (figure 28), 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 28

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