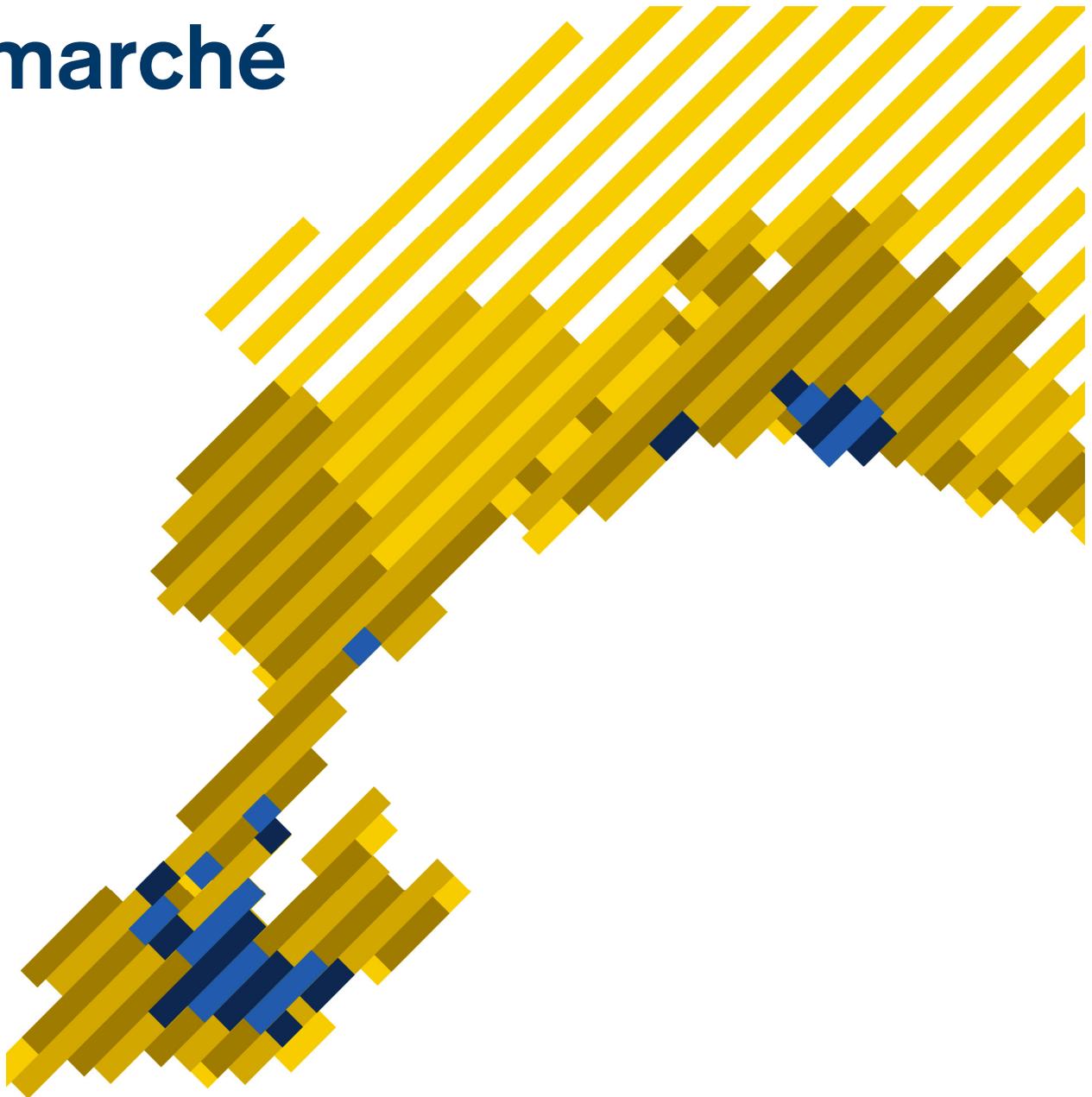


Marché genevois de la PPE

Août 2018

Rationnement sur le marché



Impressum

Éditeur

Dr. Burkhard Varnholt
Deputy Global CIO & CIO Switzerland
+41 44 333 67 63
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Clôture de rédaction

2 août 2018

Série de publication

Swiss Issues Immobilien

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/immobilien

Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.
Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées.
Tous droits réservés.

Auteurs

Brice Hoffer

Fredy Hasenmaile
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Éditorial

«De toutes les villes du monde, de toutes les patries intimes qu'un homme cherche à mériter au cours de ses voyages, Genève me semble la plus propice au bonheur.»

Jorge Luis Borges

La vitalité de l'économie genevoise n'est plus à démontrer. Si le canton de Genève compte 5,8% de la population suisse, son poids dans l'économie nationale représente plus 7,2%. Avec l'ensemble de la grande région lémanique, Genève fait partie d'un des principaux pôles économiques du pays, qui jouit d'une structure des branches très diversifiée et de centres de recherche et de formation de renommée mondiale. La puissance de l'économie genevoise se traduit aujourd'hui par une productivité par employé qui place Genève en compétition avec les meilleurs cantons suisses.

Le dynamisme de la Cité de Calvin est le reflet d'une économie saine et créatrice d'emplois. Bon an mal an, Genève attire de nouveaux travailleurs en provenance aussi bien d'autres régions suisses que de l'étranger. Une situation réjouissante en soi mais qui comporte cependant une part d'ombre : la pression sur le marché du logement et sur les infrastructures de transport est très importante et source de tensions. Qu'on en juge: près d'un quart des travailleurs actifs dans le canton résident en France voisine. Somme à laquelle il faudrait ajouter les résidents suisses qui ont fait le choix de s'établir de l'autre côté de la frontière et aussi tous les résidents suisses et étrangers qui se sont établis dans le canton de Vaud.

La pénurie de logements n'est certes pas récente à Genève. Elle s'inscrit dans un environnement compliqué et une législation rigide. Les prix élevés tant des objets de location que d'acquisition en sont le reflet. Cette «crise» est non seulement une source de préoccupations pour la population, mais elle est aussi un frein au développement à long terme de l'économie du bout du Lac. Elle prive en effet le canton de rentrées fiscales non négligeables et elle pénalise les commerces locaux. Elle engendre enfin un trafic et des nuisances diverses importantes.

Comblé ce déficit chronique de logements, tant sur le marché locatif que sur le marché de la propriété, serait dans l'intérêt de tous les acteurs publics et privés. Si le marché locatif fait l'objet d'une grande attention du public et des autorités, celui de la propriété est en revanche moins détaillé. Il n'en est pas moins complexe et inaccessible pour de nombreux habitants. Le taux de propriétaires dans le canton – 18,5% – est plus de moitié inférieur à celui de la moyenne suisse (38,2%).

En proposant cette étude sur le marché de la PPE, nous souhaitons nous pencher plus attentivement sur cette composante du marché, en particulier sur l'impact des zones de développement, destinées à la densification urbaine et à la création de nouveaux objets.

Faute de consensus politique et de constructions suffisantes, le déséquilibre, notamment dans le segment des prix abordables, est appelé à perdurer. Nous espérons néanmoins contribuer à une réflexion et animer le débat, dans l'espoir que Genève reste une patrie propice au bonheur de tous.

Pascal Besnard, responsable région Genève

Sommaire

Conditions cadres: l'économie et la démographie genevoises promises au dynamisme	5
Demande: les zones de développement comme seuls refuges pour les ménages de revenu médian	7
Offre: Absorption aisée des constructions en PPE	11
Conclusion: le marché genevois de la PPE également en manque d'offre	15

Marché genevois de la PPE

Rationnement sur le marché

La situation tendue du marché résidentiel genevois n'en finit pas de défrayer la chronique. Une offre limitée en logements, une législation rigide régissant les activités de construction ainsi qu'un niveau de prix et de loyers élevé sont autant de symptômes de cet environnement compliqué, tant du point de vue des utilisateurs d'objets immobiliers que des promoteurs. Selon un sondage réalisé en février dernier par le quotidien la Tribune de Genève, le thème du logement se place en tête des principales préoccupations des habitants du canton du bout du lac, devançant ceux de la mobilité et de la santé¹. La «crise» du logement n'est pas sans conséquence pour le développement du canton de Genève. L'ampleur du nombre de pendulaires, qui ne trouvent pas à se loger à proximité immédiate de la cité de Calvin, met à mal la capacité des infrastructures de transport régionales. En outre, la perte d'habitants potentiels impacte négativement l'économie genevoise, que ce soit par le bais de rentrées fiscales ou de consommation de biens moindres. Bien que l'actuel regain de l'activité de construction ait quelque peu atténué les stigmates de la crise, la situation du marché du logement genevois reste tendue. La résolution de cette problématique récurrente est cependant dans l'intérêt de tous les acteurs concernés, publics et privés. Si l'opinion publique s'est jusqu'alors surtout concentrée sur les difficultés du marché locatif, la situation du marché de la propriété n'en demeure pas moins compliquée. Fort de ce constat, nous proposons à travers cette étude une analyse détaillée des fondamentaux du marché des logements en propriété dans la région genevoise. Nos recherches se concentrent sur le marché de la propriété par étage (PPE), ce type d'objets revêtant une importance grandissante au sein d'un territoire genevois de plus en plus urbain.

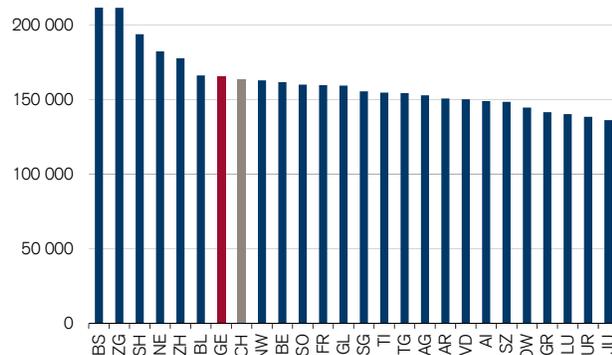
Conditions cadres: l'économie et la démographie genevoises promises au dynamisme

Genève et la région lémanique: un moteur de l'économie helvétique

Avec 18% du produit intérieur brut suisse réalisés en 2015, la grande région lémanique – les cantons de Genève, de Vaud et du Valais – constitue l'un des principaux pôles économiques du pays, disposant d'une structure des branches très diversifiée et de centres de recherches universitaires de renommée mondiale. En outre, l'arc lémanique abrite de nombreux sièges sociaux d'entreprises multinationales et d'organisations internationales. La ville de Genève, en tant que site officiel de l'office des Nations Unies, se démarque de manière remarquable dans ce domaine.

Fig. 1: Productivité cantonale et nationale

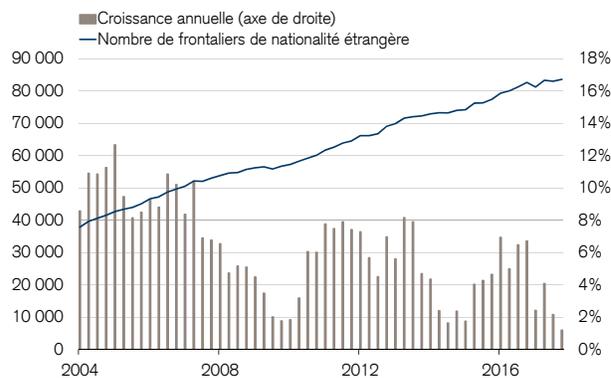
Produit intérieur brut par employé (équivalent plein temps) en CHF, 2015



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 2: Dynamique des travailleurs frontaliers

Nombre de personnes de nationalité étrangère actives dans le canton de Genève et résidant en France, croissance annuelle en % (axe de droite)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

¹ Breton, M. (10 mars 2018). Logement, mobilité, santé en tête des préoccupations. *La Tribune de Genève*

Le nombre de travailleurs frontaliers en continuelle augmentation

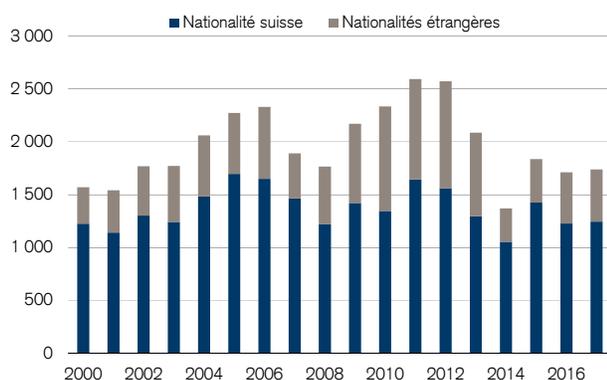
Alors que le canton de Genève ne compte que pour 5,8% de la population suisse, son poids dans l'économie nationale dépasse les 7,2%. La puissance de l'économie genevoise s'exprime également en matière de productivité. D'après les données de 2015, le canton de Genève affiche une productivité de près de 166 000 CHF par employé, se classant ainsi dans le tiers supérieur des cantons suisses (fig. 1). L'évolution des cohortes de travailleurs frontaliers de nationalité étrangère témoigne également de la dynamique de l'économie genevoise. Depuis 2004, et ce malgré la crise financière de 2008 et le ralentissement de l'économie helvétique à la suite de l'abandon du taux plancher entre le franc suisse et l'euro en 2015, le nombre de travailleurs frontaliers de nationalité étrangère s'est inscrit en hausse continue (fig. 2). Au 2^e trimestre 2018, près de 85 000 travailleurs actifs dans le canton de Genève résidaient en France voisine, ce qui représente près d'un quart des employés du Canton de Genève selon les données de 2015. En comparaison, le canton de Bâle-Ville, également situé en frontière, ne compte que 18% de travailleurs résidant en France ou en Allemagne. Ces chiffres ne couvrent cependant pas l'entier du phénomène pendulaire qui existe entre le canton de Genève et les départements français qui le bordent, les Suisses résidant à l'étranger n'étant pas pris en compte dans les statistiques. Selon le relevé de l'office genevois de la statistique, plus de 1300 citoyens suisses ont quitté le canton de Genève pour s'installer dans le département de l'Ain ou de la Haute-Savoie en moyenne annuelle au cours des dix dernières années (fig. 3). Si l'on considère également les résidents de nationalité étrangère, ce sont plus de 2000 personnes par an, en moyenne, qui ont émigré du canton de Genève vers la France voisine entre 2008 et 2017. Au total, plus de 20 000 résidents genevois, dont 13 400 de nationalité suisse, ont établi leur domicile de l'autre côté de la frontière au cours de ces dix dernières années. Etant donné la situation compliquée du marché résidentiel genevois, la quête de logements n'est certainement pas étrangère à cet exode.

Projet fiscal 17: une opportunité pour Genève malgré les incertitudes

Le refus de la troisième réforme de la fiscalité des entreprises (RIE III) dans les urnes en février 2017 a plongé la place économique helvétique dans l'incertitude. En effet, l'abolition du régime d'imposition préférentiel des entreprises qui réalisent l'essentiel de leurs chiffres d'affaires à l'étranger est inévitable dans un avenir proche, étant donné la forte pression internationale en la matière. L'adaptation à cette nouvelle norme, tout en gardant une fiscalité attractive pour les entreprises actuellement bénéficiaires d'un statut spécial, est primordiale pour la sauvegarde de l'attractivité du site helvétique. Les acteurs politiques l'ont bien compris et ont tout de suite remis l'ouvrage sur le métier après la débâcle des urnes afin de proposer une nouvelle mouture de la réforme, débarrassée des niches fiscales les plus controversées. Le projet fiscal 17, nom donné à cette nouvelle réforme, est actuellement en cours d'élaboration et pourrait être accepté jusqu'à la fin de l'année. Au vu du poids des entreprises à statut spécial au sein de l'économie du canton du bout du lac, la fixation de ces nouvelles règles fiscales revêt une importance certaine pour la place genevoise. En effet, près d'un tiers des recettes cantonales de l'impôt sur les bénéfices provient de ce type de société.

Fig. 3: Emigration vers la France voisine

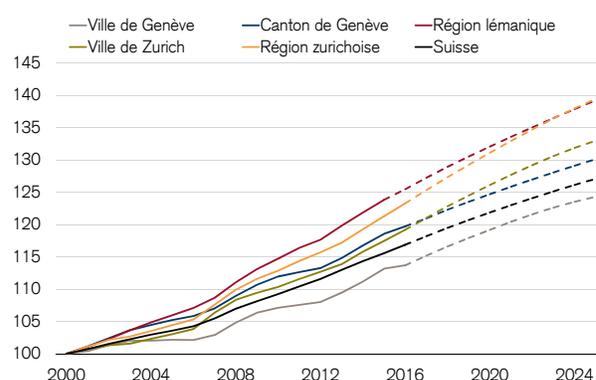
Nombre annuel de résidents quittant le canton de Genève pour les départements de l'Ain ou de la Haute-Savoie par type de nationalité



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse

Fig. 4: Évolution démographique

Indices régionaux, 100 = population au 31 décembre 2000; à partir de 2017: prévisions du Credit Suisse



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

En outre, le projet genevois est porteur de grands espoirs: l'abaissement du taux d'imposition ordinaire de 22% à 13,49% devrait contribuer de manière importante à l'amélioration de l'attractivité du canton Genève pour l'implantation d'entreprises. Grâce à cette baisse, le canton de Genève passerait en effet de la dernière à la 15^e place des cantons les plus attractifs en termes d'imposition des bénéficiaires.

Une croissance démographique dynamique mais entravée

Le dynamisme économique genevois se retrouve également dans l'évolution démographique régionale. En effet, une situation économique saine et créatrice d'emplois attire tout naturellement de nouveaux habitants. Entre 2000 et 2016, la population du canton de Genève a augmenté de près de 20%, soit une dynamique supérieure à la moyenne nationale (16,9%) (fig. 4). L'expansion démographique est d'autant plus marquée dans l'ensemble de la région lémanique, la population de cet espace ayant augmenté de plus d'un quart sur la période analysée. Ce niveau dépasse celui de la région zurichoise (23,3%), autre grand moteur économique du pays, démontrant ainsi la grande dynamique et la force d'attraction du pourtour du lac Léman. Cependant, l'élan est resté plus mesuré à l'intérieur de la ville de Genève (13,7%), ce qui est guère étonnant étant donné la densité de population déjà importante de la ville – près de 12 500 personnes par km² en 2016. En outre, la création de nouveaux logements dans la région genevoise, au cours de ces dernières années, s'est avant tout concentrée sur les communes limitrophes de la cité de Calvin (cf. chapitre Offre, p. 11 et suivantes). La comparaison avec l'évolution démographique mesurée dans la ville de Zurich laisse cependant songeur. La ville du bord de la Limmat a en effet connu une augmentation de la population de près de 20% entre 2000 et 2016, ce qui correspond environ à la dynamique observée dans l'ensemble du canton de Genève sur la même période. Certes, la densité de population de la ville de Zurich (4600 personnes par km²) est bien inférieure à celle de Genève, l'environnement urbain n'en est cependant pas moins complexe et le territoire restreint. Ceci indique des différences fondamentales en matière de philosophie de planification territoriale entre les deux grands centres suisses. Au vu de l'important potentiel de l'économie genevoise, qui devrait être d'autant plus soutenu par l'adoption du projet fiscal 17, et de la tendance à la réurbanisation observée dans les différents grands centres suisses, nous anticipons une poursuite de la dynamique positive en matière de démographie sur ce territoire à l'horizon 2025. La population du canton de Genève devrait croître à un rythme annuel moyen de 0,9%, avec un regain d'intensité pour la ville de Genève (1,0%). Cependant, ce niveau de croissance ne devrait pas dépasser celui observé au niveau national, preuve que certains éléments entravent le plein potentiel d'implantation de nouveaux habitants, et ce malgré une économie attractive. Ainsi, la dynamique démographique genevoise devrait rester inférieure à celle observée dans l'ensemble de la région lémanique (1,2%) et également dans la région zurichoise (1,4%), ainsi que dans la ville de Zurich elle-même (1,2%).

Demande: les zones de développement comme seuls refuges pour les ménages de revenu médian

Faible taux de propriétaires, mais en augmentation

Le thème de la crise du logement à Genève occupe l'espace médiatique essentiellement par le biais des difficultés rencontrées par les utilisateurs de logements locatifs. Les défis propres au marché de la propriété passent ainsi au second plan. Cela n'a rien d'étonnant si l'on considère le faible taux de propriétaires du canton de Genève, 18,5% en 2016 contre 38,2% en moyenne au niveau national. Cette faible proportion d'habitants possédant leur propre bien immobilier est une caractéristique typique des cantons majoritairement urbains, comme par exemple Bâle-Ville (16,5%). Cependant, le canton rhénan partage à bien des égards plus de caractéristiques avec la ville de Genève elle-même, étant donné la quasi-absence de zones rurales sur le territoire de Bâle-Ville, qu'avec l'ensemble du canton du bout du lac. Dans cette optique, Genève s'illustre à nouveau par le faible nombre de propriétaires observé dans la cité de Calvin (environ 5%). Bien que restant à un niveau modeste, le taux de propriétaires du canton de Genève s'inscrit cependant dans une dynamique de croissance depuis plusieurs années. En 2000, ce dernier était encore de 15,8% seulement, ce qui représente une augmentation de 17,1% sur 16 années en termes relatifs. En revanche, la moyenne suisse n'a augmenté que de 10,4% sur la période citée. Au total, on estime le nombre d'objets immobiliers résidentiels habités par leurs propriétaires dans le canton de Genève en 2016 à environ 35 400 unités.

Hypothèques: la croissance reste de mise, mais à un niveau modeste

La dynamique positive de la demande de logements en propriété dans le canton de Genève se retrouve dans l'évolution du volume hypothécaire cantonal. Entre 2000 et 2015, la masse des hypothèques en cours de contrat a plus que doublé (+110%) dans le canton du bout du lac (fig. 5). Comme dans le reste de la Suisse, c'est avant tout l'environnement de taux bas, puis

négatifs, qui a stimulé la demande d'objets en propriété au sortir de la crise financière de 2008 après une première hausse marquée du volume hypothécaire au début des années 2000. À partir de 2013, la dynamique genevoise de croissance du volume hypothécaire s'est quelque peu tassée. Le niveau des prix des logements en propriété, qui a atteint un pic historique à cette période, a certainement contribué à une certaine accalmie sur le front de la demande dans la région genevoise. Bien que supérieure à la moyenne suisse (+82%), la croissance du volume hypothécaire genevois sur la période 2000 – 2015 s'est maintenue en deçà de la dynamique observée dans des cantons romands plus ruraux tels que Fribourg (+112%), Vaud (+136%) et le Valais (121%) où l'offre en logements en propriété est généralement plus fournie et le niveau de prix, dans la majeure partie des communes, plus accessible. Dans le cas du Valais, des spécificités régionales telles que la construction de résidences secondaires jouent en outre un rôle important dans la dynamique hypothécaire observée. A noter que les chiffres présentés dans la figure 5 comprennent également des hypothèques contractées par des entreprises. Le volume de ce type de crédits est cependant limité en comparaison de celui contracté par des acquéreurs privés.

Un fort intérêt pour les objets en PPE à Genève

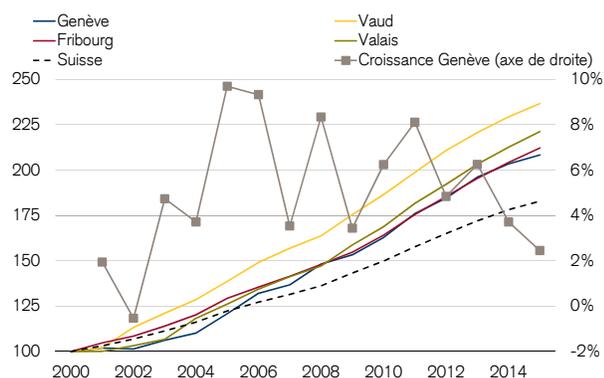
L'analyse des activités de recherches menées sur les principaux portails immobiliers de Suisse confirme la dynamique positive de la demande de logements en propriété dans la région genevoise, en particulier sur le segment de marché de la PPE. En janvier 2018, le nombre d'abonnements de recherches d'objets en PPE dans le marché genevois s'inscrivait en hausse de 50% en comparaison des chiffres observés en juin 2014 (fig. 6). Dans le même temps, la croissance moyenne suisse s'établissait à 40% seulement, démontrant ainsi l'intérêt particulièrement marqué des acquéreurs pour le marché résidentiel genevois. En outre, Genève fait partie avec la région lausannoise et bernoise de l'une des trois grandes régions urbaines de Suisse qui ont connu la plus forte augmentation du nombre d'abonnements de recherches pour des objets en PPE sur la période analysée. En outre, l'activité de recherches d'objets en PPE se maintient à un niveau élevé dans la région genevoise depuis le début de l'année 2018 et ne connaît donc pas de correction marquée comme observée dernièrement dans les autres grandes régions urbaines du pays et plus généralement au niveau national. Le désir d'accès à la propriété reste donc important à Genève et dans sa région.

Le niveau des prix sur le marché exclut les ménages de revenu médian

Si la perspective de posséder son chez-soi rencontre un intérêt certain dans la région genevoise, l'acquisition effective d'un bien immobilier résidentiel relève bien souvent du mirage pour nombre d'acquéreurs potentiels. Cette problématique résulte principalement du décalage entre l'évolution des prix de la propriété et des salaires qui s'est accentué au cours de ces dernières années sur le territoire genevois. Considérons un couple marié actif établi dans le canton de Genève, qui illustre un cas typique d'acquéreur potentiel de logement en propriété. Entre 2004 et 2017, le revenu médian de ce groupe de population a augmenté de 22% (fig. 7). Or, dans le même temps, les prix de la PPE du segment intermédiaire ont connu une croissance de près de 140%.

Fig. 5: Volumes hypothécaires cantonaux

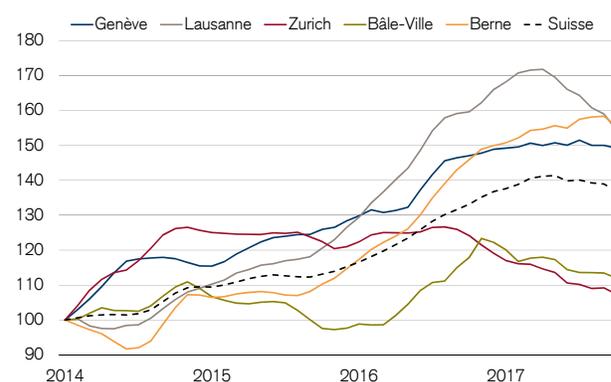
Indices des volumes hypothécaires* (privés et entreprises) par canton, 2000 = 100; croissance annuelle du volume hypothécaire dans le canton de Genève (axe de dr.)



Source: Banque Nationale Suisse, Credit Suisse. *Les données 2016 n'ont pas pu être exploitées, les volumes d'un établissement financier ayant été déplacés de Genève vers d'autres cantons au cours de cette année, empêchant ainsi toute comparaison historique avec les volumes précédents.

Fig. 6: Abonnements de recherche de PPE sur internet

Indice du nombre d'abonnements de recherche de PPE sur les principaux portails en ligne de Suisse par région économique, moyenne mobile sur 4 mois, 100 = 6/2014



Source: Reamatch360, Credit Suisse

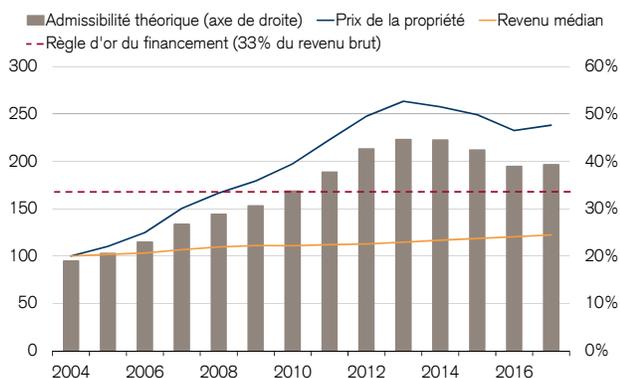
En 2013, année de pic du niveau des prix de la propriété dans la région genevoise, l'augmentation atteignait même les 163%. En comparaison, la croissance des prix n'atteignait que 83% à Zürich, 52% à Bâle ou encore 93% à Lausanne. Cette progression galopante des prix sur le territoire genevois, totalement déconnectée du rythme de croissance des salaires, a poussé l'admissibilité théorique d'un logement en PPE de standard intermédiaire au-delà du tiers – la fameuse règle d'or du financement – du revenu brut médian d'un couple marié et actif à partir de l'année 2010. Une fois cette valeur limite dépassée, le couple en question se voit bien souvent refuser l'accès à une hypothèque, et donc l'accès à la propriété du logement. La correction des prix de la propriété qui a suivi le plus haut de 2013 a certes permis de réduire quelque peu l'écart observé entre ces derniers et le niveau des revenus genevois, sans pour autant ramener l'admissibilité théorique des logements en propriété en dessous de la barre fatidique des 33% du revenu brut. En outre, à l'image de la tendance générale du marché suisse, les prix de l'immobilier résidentiel ont renoué avec la croissance dans la région genevoise en 2017 (+2,5% en rythme annuel). A la suite de cette nouvelle augmentation, l'admissibilité théorique d'un logement en PPE de segment intermédiaire s'établissait ainsi, en moyenne, à plus de 39% du revenu brut médian d'un couple marié actif. Le niveau et la dynamique actuels des prix présentent ainsi fortement sur la demande effective de logements en propriété en provenance de la classe moyenne. À noter que le segment de population pris en compte dans le présent calcul (couple marié actif) enjolive quelque peu la réalité. En effet, l'accès au financement est encore plus incertain dans le cas d'un ménage d'une personne seule, étant donné le niveau de revenu médian plus modeste de ce groupe. Or, près de 40% des ménages genevois ne comptent qu'une personne. Il faut en outre préciser que le décalage entre l'évolution des salaires et des prix de la propriété n'est pas l'apanage du marché genevois, mais est observé également au niveau national. La problématique est cependant bien plus sévère dans le canton du bout du lac. Selon les dernières données disponibles au niveau fédéral (2014), l'admissibilité théorique d'un appartement du segment intermédiaire atteint 32% du revenu annuel brut de la moyenne de tous les ménages de Suisse. Dans le cas du canton de Genève, cette mesure dépasse les 60% de ce niveau de revenu.

L'exil de Genevois en quête de propriétés abordables

La problématique du niveau des prix de l'immobilier résidentiel et, plus généralement, de l'accès à la propriété ne reste pas sans conséquence sur la dynamique économique de la région genevoise. Selon une étude récente de la Haute École de Gestion genevoise et de l'université de Genève portant sur l'implication du lieu de résidence sur la consommation de biens et de services dans le grand Genève² et qui analyse, entre autre, les motivations des pendulaires à habiter hors du canton de Genève, l'accès à la propriété ainsi que le niveau de prix ou des loyers font partie des trois principaux enjeux qui poussent des personnes ayant auparavant habité dans le canton du bout du lac à déménager vers le district de Nyon ou la France voisine (fig. 8).

Fig. 7: Evolution des prix de la PPE et du niveau des revenus dans la région genevoise

Indices des prix de la PPE du segment intermédiaire sur le marché libre dans la région genevoise et du revenu brut médian d'un couple marié actif (2004 = 100); admissibilité théorique* en % du revenu brut (axe de dr.)



Source: Wüest Partner, Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse. * Sur la base des paramètres suivants: intérêts 5%, entretien 1%, nantissement 80%, amortissement aux 2/3 en 15 ans

Fig. 8: Raisons de s'établir hors du canton de Genève

Réponses d'un questionnaire destiné aux «exilés de Genève», N = 134



Source: Credit Suisse, Ferro Luzzi G., Maradan D. & Schaerer C. (2017)

² Ferro Luzzi G., Maradan D. & Schaerer C. (2017). «Impact du lieu de résidence sur la consommation de biens et services : Application au Grand Genève»

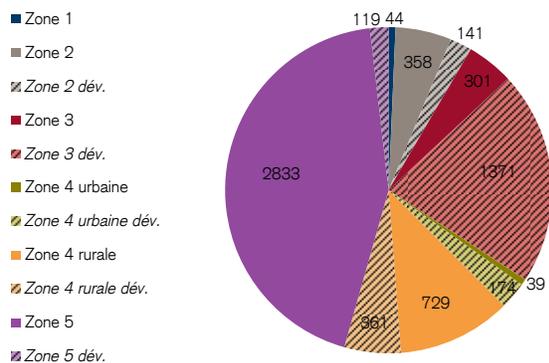
L'exil de résidents genevois ainsi que l'installation de nouveaux habitants potentiels dans des régions voisines du canton de Genève se traduisent par un manque à gagner manifeste pour la région genevoise. Toujours selon les auteurs de l'étude, le canton de Genève perdrait entre 530 et 700 millions CHF par an en lien avec les dépenses de consommation de biens et de services réalisées par les pendulaires dans leur région de domicile, en tenant compte des effets multiplicateurs qui en découlent pour l'économie locale. À ceci s'ajoutent encore les pertes de rentrées fiscales de ces habitants exilés. La bonne accessibilité du logement contribue, en outre, de manière significative à la qualité d'un site, que ce soit du point de vue de l'emménagement de nouveaux habitants ou de l'implantation d'entreprises. En effet, le fait de pouvoir habiter proche de son lieu de travail revêt une importance grandissante, en particulier au sein des nouvelles générations d'employés. Enfin, la concentration des activités et de l'habitation sur un même périmètre permet de réduire les flux de transport, un aspect actuellement très problématique sur la place genevoise. L'amélioration de la situation du marché du logement genevois, et entre autre du marché de la PPE, revêt donc une importance stratégique pour le site de Genève étant donné la manne financière directe et indirecte que cette problématique représente.

Zones de développement: une spécificité genevoise

Élaborer une planification harmonieuse et durable du territoire ainsi qu'une organisation efficace et fonctionnelle du marché du logement dans un périmètre exigu et frontalier comme celui de Genève ne constitue pas une tâche aisée. Afin d'atteindre cet objectif, le pouvoir politique genevois a opté pour un degré important de régulation et de contrôle étatique, qui se matérialise principalement à travers le concept des «zones de développement». L'idée originelle des zones de développement était notamment d'augmenter la densité de construction dans les régions de la couronne urbaine genevoise. Ce type de zone d'affectation est loin d'être anecdotique puisqu'il représente, selon les données de 2016, environ un tiers du total des zones résidentielles et mixtes du canton de Genève, soit près de 2200 hectares (fig. 9). En outre, la majorité des zones agricoles déclassées de nos jours le sont en zones de développement. En contrepartie d'une densité du bâti plus importante, l'activité de construction et de planification dans ces zones déclassées devient assujettie au contrôle de l'État de Genève à travers une loi générale datant de 1957 et amendée au cours des temps. Celle-ci implique pour les promoteurs privés des limitations en termes de mix d'objets résidentiels (proportion d'appartements d'utilité publique et d'habitation mixte) et de niveau de prix et de loyers pendant une période de dix ans. En outre, un plan localisé de quartier doit, en règle générale, être approuvé par le Conseil d'Etat avant la délivrance des autorisations de construire en cas de réalisation de projets immobiliers dans des zones de développement. Ces différentes contraintes de processus et de planification compliquent passablement la tâche des promoteurs lors de la création de projets immobiliers dans les zones de développement. L'impact sur les prix de la PPE dans les zones contrôlées par l'État est en outre notable. Selon les données de l'office cantonal genevois de la statistique, le prix moyen du m² de PPE s'établissait, dans les zones de développement, à un peu moins de 6000 CHF, ce qui constituait une décote d'environ 2900 CHF ou plus de 30% en comparaison du prix moyen du marché libre.

Fig. 9: Répartition des zones résidentielles et mixtes dans le canton de Genève*

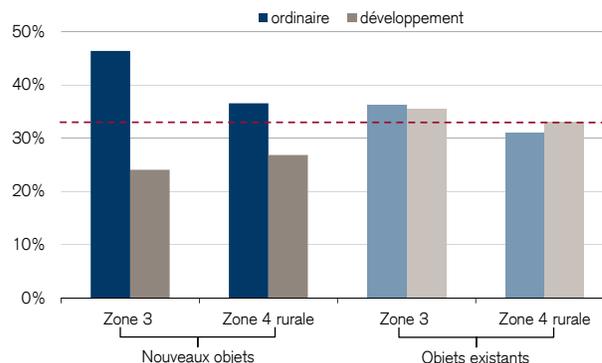
Situation en décembre 2016, en hectares



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse. *Numérotation des zones: de 1 (la plus urbaine et centrale) à 5 (la plus rurale et excentrée)

Fig. 10: Admissibilité théorique par zone de planification

Admissibilité théorique en % du revenu brut médian des couples actifs du canton de Genève par type de zone et de PPE, à partir du prix moyen par zone, 2016



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse

L'acquéreur d'un tel bien a ensuite la possibilité de réaliser une importante plus-value au moment où l'appartement en PPE réintègre le marché non-régulé, c'est-à-dire après la fin des dix ans de contrôle des prix de l'État genevois. Cette opportunité a donné lieu, pendant nombre d'années, à des cas d'investissements spéculatifs où un acquéreur achetait plusieurs objets en PPE afin de les revendre une fois la période de contrôle étatique échue, ce qui était contraire à l'esprit de la loi. Afin de limiter de telles dérives, la loi Longchamp a été adoptée en 2016 par le Grand Conseil genevois. Cette dernière stipule que l'acquéreur d'un bien immobilier résidentiel neuf dans une zone de développement doit obligatoirement habiter dans l'objet en question durant les dix ans de contrôle de l'État, sous peine de sanctions financières pouvant atteindre jusqu'à 20% du prix d'achat. À terme, la loi ne règle cependant pas le problème de la partition du marché du logement genevois, c'est-à-dire d'un côté des objets immobiliers sous-évalués dans les zones de développement et de l'autre trop onéreux dans le marché libre. Au contraire, la législation actuelle, qui contrôle les prix sur une partie du territoire, entretient cet antagonisme et les importants décalages qui en découlent.

La PPE des zones de développement accessible pour la classe moyenne...

Comme démontré précédemment, la propriété du logement se trouve hors d'atteinte du citoyen lambda sur le marché libre genevois étant donné l'écart important qui existe entre le niveau actuel des salaires et du prix de l'immobilier résidentiel non-régulé (fig. 7). Dans ces circonstances, le marché contrôlé des zones de développement peut constituer une alternative pour des citoyens de revenu médian désireux de posséder leur chez-soi. La comparaison du niveau de prix dans les zones de développement les plus représentées sur le territoire genevois – c'est-à-dire les 3^e zones et 4^e zones rurales – avec leur pendant du marché libre confirment cette hypothèse. Selon les données de 2016, l'admissibilité théorique d'un logement neuf en PPE de prix moyen correspondait à 24% du revenu brut d'un couple marié actif résident dans le canton de Genève dans les 3^e zones de développement, et à respectivement 27% dans les 4^e zones rurales de développement (fig. 10, partie gauche). En revanche, les prix qui ont cours dans le marché libre poussent l'admissibilité théorique d'un tel objet nettement au-dessus de limite d'accès au financement correspondant à un tiers du revenu brut, aussi bien dans les 3^e zones ordinaires (46%) que dans les 4^e zones rurales ordinaires (37%). Ceci mène à une situation de rationnement des objets en PPE accessibles aux ménages de revenu médian, à travers une demande importante en provenance de la classe moyenne retranchée vers une seule partie du marché, celle des zones de développement. Néanmoins, ce système imparfait offre actuellement des objets abordables pour des citoyens de revenu médian, qui ne pourraient accéder à la propriété dans le marché libre.

... pour autant qu'il s'agisse d'objets neufs

La production de PPE dans les zones de développement constituerait donc la recette miracle afin de créer une offre de logements en propriété accessible au plus grand nombre au sein du marché immobilier résidentiel très onéreux de la région genevoise? Si cette affirmation peut paraître plausible sur le court terme, elle a en revanche du mal à se vérifier dans le temps. Certes, les prix contrôlés de l'immobilier résidentiel dans les zones de développement permettent à des ménages de revenu médian d'accéder à la propriété. Or, le contrôle étatique qui dévalorise le prix de la PPE des zones de développement de manière artificielle se trouve échu après une période de dix ans. Une fois cette échéance atteinte, les objets en PPE voient naturellement leur valeur se réajuster au niveau de celle du marché libre et deviennent ainsi, bien souvent, peu abordables pour la classe moyenne. L'analyse du niveau de prix des logements en PPE existants dans les 3^e zones et 4^e zones rurales de développement, dont on peut raisonnablement penser que la transaction a eu lieu après la fin du contrôle de l'État limitant la valeur du bien, montre que de tels objets sont en effet difficilement accessibles pour des ménages de revenu médian (fig. 10, partie droite). L'admissibilité théorique d'un bien en PPE existant atteint 36% du revenu brut dans la 3^e zone de développement, respectivement 33% dans la 4^e zone rurale de développement, d'un couple marié actif et résidant dans le canton de Genève. Sur la durée, le système actuel qui régit les zones de développement n'offre donc pas les effets escomptés en termes d'accessibilité de la propriété pour le citoyen lambda.

Offre: Absorption aisée des constructions en PPE

Un déficit de construction sur plusieurs décennies dans le marché résidentiel

Il est notoire que l'important décalage entre l'offre et la demande d'habitations observé sur le territoire genevois, qui a donné naissance à la crise du logement dont nous observons aujourd'hui encore les stigmates, découle principalement d'une trop faible activité de construction au cours des dernières décennies. Si la production de nouveaux logements résidentiels s'est passablement ralentie à partir de la fin des années 70, l'écart entre la demande générée par une

démographie dynamique et l'offre limitée de logements s'est surtout creusé dans le courant des années 2000 (fig. 11). En considérant une taille de ménage de 2,35 personnes en moyenne, la poussée démographique observée entre 2000 et 2017 aura généré une demande supplémentaire d'environ 38 000 unités d'habitat. Dans le même temps, l'augmentation du stock de logements résidentiels n'a atteint que 27 000 unités supplémentaires, soit un écart d'environ 11 000 logements selon cette estimation simplifiée. Étant donné l'étendue de la crise et à la suite d'une pression populaire grandissante, le thème du logement s'est installé au centre des préoccupations politiques dans le canton de Genève. Les retombées de cette prise de conscience des autorités commencent à se faire sentir. L'augmentation nette du stock résidentiel genevois flirte avec la somme de 2000 unités par an depuis 2015, alors que la valeur moyenne des années 2000 à 2010 était de moins de 1500 logements par an. L'actuel regain de l'activité production, certes bienvenu, reste cependant modeste en comparaison historique. En effet, les chiffres provisoires de l'augmentation nette de 2017 restent inférieurs de près de 18% à la moyenne établie depuis 1950. À noter que l'intégralité du marché suisse a connu un ralentissement de l'activité de production de logements au sortir des années 1970, période de boom de la construction. L'ampleur de la décélération genevoise n'est cependant pas comparable avec celle observée au niveau national. Tandis que la moyenne annuelle de l'activité de construction résidentielle du canton de Genève mesurée à partir de 1975 ne représente que 39% des volumes produits entre 1965 et 1974, celle du marché suisse se maintient à un niveau de près de 66%.

La production de logements se concentre sur les zones de développement

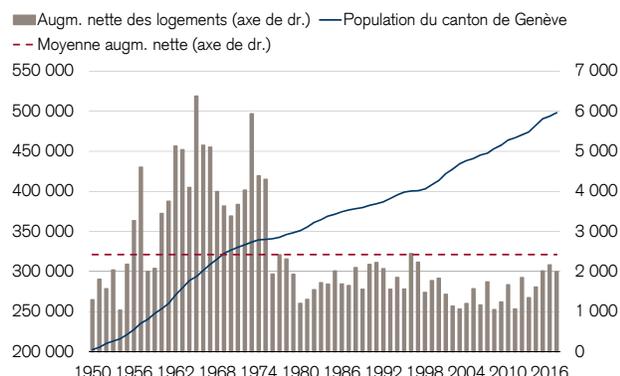
De par leur fonction de secteurs destinés à la densification urbaine et par leur situation géographique souvent privilégiée pour la création de nouveaux projets immobiliers, les parcelles classées en zones développement constituent le centre névralgique de la production de logements sur le territoire genevois. Entre 2008 et 2017, plus de 64% des constructions résidentielles du canton de Genève ont été réalisées au sein de zones de développement (fig. 12). Dans le secteur de la PPE également, qui représente près de 70% de la production de logements en propriété dans le canton du bout du lac sur la période analysée, les deux tiers des projets se sont déroulés dans des zones de développement. En matière de mix résidentiel, le segment de la propriété constitue 48% de toutes les constructions d'habitations réalisées sur le territoire genevois de 2008 à 2017. Cette proportion est cependant plus réduite dans les zones de développement (36%), où la construction de logements locatifs prédomine. Au cours des trois dernières années, les deux segments résidentiels ont connu une progression notable de l'activité de construction en comparaison de la dynamique observée sur la période 2008 – 2014, de manière plus marquée dans le cas du marché locatif (+56%) que dans celui du marché de la propriété (+33%).

Le taux de vacance de la PPE se maintient à un niveau très modeste ...

À contre-courant de la situation observée dans les autres secteurs de marché de l'immobilier suisse, le marché des logements en propriété présente des fondamentaux plutôt sains au niveau national. En effet, ce secteur immobilier est en grande partie aux mains de promoteurs privés, bien implantés dans les marchés régionaux, et qui réagissent de manière efficace aux fluctuations de la demande.

Fig. 11: Évolution du stock de logements

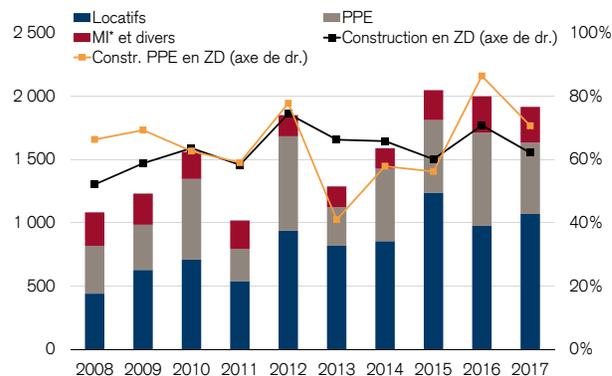
Augmentation nette* annuelle du stock de logements résidentiels (en unités) et évolution de la population dans le canton de Genève



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse. *Total des nouvelles constructions et transformations moins le nombre de destructions et réutilisations; données 2017: provisoires

Fig. 12: Construction de logements par type et zone d'affectation

Nombre d'unités de logements construites par an** selon le type et pourcentage de construction totale et de PPE en zone de développement ZD (axe de droite)



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse. *Maisons individuelles, **données 2017: provisoires

Ce marché est donc à l'abri des flux de capitaux en provenance de grands investisseurs institutionnels en quête de rendement, qui se concentrent naturellement sur le secteur des logements locatifs. Ainsi, le taux de vacance des appartements en propriété s'établissait à moins de 0,9% en 2017 dans le marché suisse, ce qui représente une évolution latérale depuis 2014 (fig. 13). Étant donné la demande très dynamique, en particulier dans les zones de développement dont les objets abordables constituent le gros de la production genevoise de logements en propriété, la région genevoise présente un taux de vacance de moins de 0,6% selon les dernières mesures disponibles. Dans un marché à l'offre limitée comme celui de Genève, la livraison de grands projets rend cette mesure volatile, de sorte que des années de léger pic du taux de vacance (2015: 0,56%) précèdent une baisse marquée liée à l'absorption des nouveaux logements (2016: 0,19%). Globalement, la situation du marché des appartements en propriété reste extrêmement compliquée du point de vue des acheteurs potentiels: sur l'ensemble de la période 2001 – 2017, le taux de vacance a été inférieur à 0,35% au cours de 14 années de mesures, et ce bien que l'activité de construction résidentielle genevoise a fait la part belle aux objets en PPE durant cette période.

... comme celui des logements résidentiels dans l'ensemble du canton

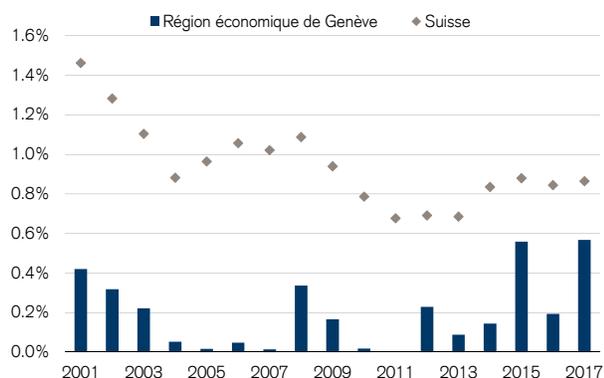
En termes de disponibilité, le marché des logements locatifs genevois présente peu de différences avec son homologue de la propriété. Dès lors, il est peu surprenant d'observer un niveau très faible de logements résidentiels vacants dans la grande majorité des communes genevoises. En effet, seules huit d'entre elles présentent un taux de vacance de plus 1% selon les dernières statistiques (fig. 14). Laconnex (2,0%) et Anières (2,1%), deux communes excentrées de la campagne genevoise, présentent quant à elles les plus hauts taux de vacance résidentiels de la région de Genève. En comparaison, la moyenne nationale s'établit actuellement à près de 1,5%. La proportion de logements vacants est particulièrement réduite dans la ceinture extérieure qui borde la cité de Calvin, c'est-à-dire de la commune du Grand-Saconnex jusqu'à la municipalité de Chêne-Bougeries. Or, c'est dans cette zone que l'activité de construction, en lien avec la présence de zones de développement, s'est surtout concentrée au cours de ces dernières années. Sur la période 2015 – 2017, quatre communes limitrophes de la ville de Genève (Meyrin, Carouge, Lancy et Chêne-Bougeries) se classent en effet dans le top cinq cantonal en termes de gain total de logements construits (fig. 15). Ceci constitue un indice supplémentaire d'une absorption dynamique des logements résidentiels nouvellement construits, qu'ils soient locatifs ou en propriété. À noter que moins de 27% du gain total de logements du canton de Genève ont été réalisés au sein de la ville de Genève, ce qui n'est guère étonnant étant donné l'importante densité du bâti observée dans la cité de Calvin.

L'offre en ligne des appartements en propriété se raréfie...

Bien que le nombre d'appartements en propriété vacants se soit maintenu à un niveau très bas au cours des 15 dernières années dans la région genevoise, le taux d'offre de ce type d'objets, mesuré à l'aune des annonces proposées sur les principaux portails immobiliers de Suisse, a augmenté sensiblement pour atteindre un pic à la fin de l'année 2014 (fig. 16). La progression continue du taux d'offre observée entre 2011 et début 2015 est probablement liée aux réactions de propriétaires qui, observant l'augmentation notable de la valeur des propriétés dans le marché genevois, ont essayé de vendre leur bien afin de bénéficier d'une plus-value importante avant qu'intervienne une correction des prix.

Fig. 13 Taux de vacance des appartements en propriété

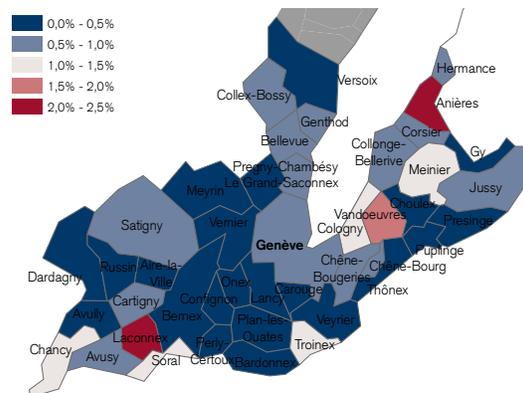
En % du stock regional



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 14 Taux de vacance du marché résidentiel

En % du stock communal de logements en propriété et locatifs, 2017



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Or, dans une telle situation de marché, les acheteurs deviennent plus méfiants et le niveau élevé des prix réduit mécaniquement le nombre de demandeurs (voir section demande, p. 7 et suivantes), induisant ainsi une augmentation du taux d'offre. Une fois la correction des prix amorcée, la propension des propriétaires à proposer leur logement à la vente s'en trouve réduite et, inversement, la demande pour ce type d'objets retrouve des couleurs. Ce phénomène entraîne alors le taux d'offre à la baisse, un phénomène observé actuellement dans la région genevoise. Au 4^e trimestre 2017, l'indice de l'offre s'est encore contracté de 13% en rythme annuel, confirmant ainsi la poursuite de la raréfaction de l'offre en ligne.

.. mais leur liquidité a augmenté

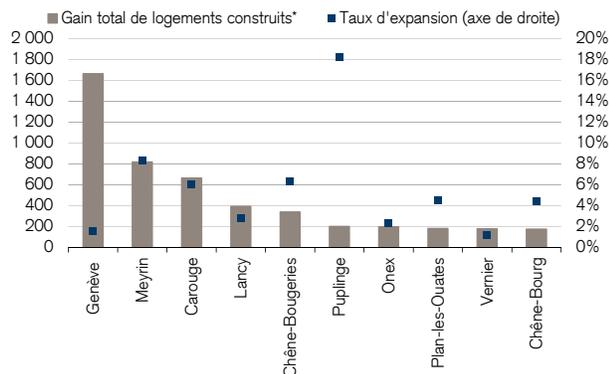
Si l'offre d'appartements en propriété s'inscrit actuellement dans un mouvement baissier, il n'en va pas de même pour le nombre effectif de transactions observé dans le canton de Genève. 1378 transactions nominatives d'appartements en PPE ont été réalisées en 2016, ce qui représente la deuxième valeur la plus élevée depuis le début du millénaire, après le nombre de transactions record de l'année 2015 (1408) (fig. 17). En revanche, les années 2013 et 2014, qui ont vu le taux d'offre et les prix dans le marché genevois grimper jusqu'à leur zénith, n'ont compté que 2000 transactions d'appartements en PPE au total, soit 28% de moins qu'en 2015 et 2016. Ceci confirme donc que les investisseurs, pris de frilosité à la suite de l'emballement du marché de la propriété à Genève, ont différé certains de leurs achats dans l'attente d'une correction des prix. Entre 2014 et 2016, plus de la moitié des transactions ont eu lieu dans des zones de développement (52%), démontrant à nouveau que ce type de zone constitue actuellement le foyer de l'activité immobilière genevoise malgré une superficie totale plus réduite que celle des zones ordinaires. L'augmentation du nombre de transactions observée dernièrement n'est cependant pas à confondre avec une liquidité excessive du marché. En effet, le nombre extrêmement limité de logements en propriété vacants sur l'ensemble de la région genevoise et la récente reprise des prix de la propriété dans ce secteur rappellent que l'offre actuelle peine à satisfaire une demande qui reste encore et toujours très dynamique.

La construction de logements en propriété reléguée au second plan

La récente accélération de la production de logements locatifs, alliée à l'attention soutenue portée par l'opinion publique et les pouvoirs politiques à ce segment de marché, se retrouve dans les données des constructions résidentielles actuellement en cours dans le canton de Genève. Sur les 4776 unités de logement en construction à la fin de l'année 2017 dont l'utilisation future a été identifiée, 3285 sont des logements locatifs (fig. 18). L'accent est en outre surtout porté sur la production de logements subventionnés, avec 2228 unités en construction. Dans le cas du marché de la propriété, 1491 unités de logements ont été identifiées comme étant en phase de construction, dont deux tiers de PPE. En effet, entre 2008 et 2017, près de 48% des constructions résidentielles du canton de Genève concernaient des logements en propriété, contre 31% dans le pipeline actuel. D'un point de vue territorial, la majeure partie de l'activité de construction se concentre à nouveau sur les zones de développement, tant dans le cas du marché locatif (98%) que de la propriété (52%).

Fig. 15 Les dix communes avec la plus forte activité de construction

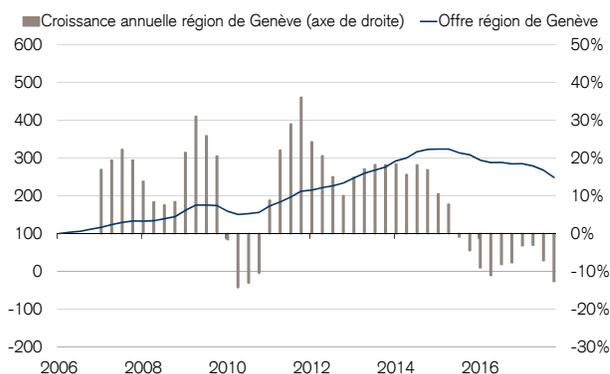
Gain total de logements construits sur la période 2015 – 2017* en unités de logements et taux d'expansion en % du stock 2017 (axe de droite)



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse. *Total des nouvelles constructions et transformations moins le nombre de destructions et réutilisations; données 2017: provisoires

Fig. 16 Taux d'offre pour les appartements en propriété

Indice du taux d'offre (T1 2005 = 100) dans la région genevoise, moyenne glissante sur quatre trimestres et croissance annuelle (axe de droite)

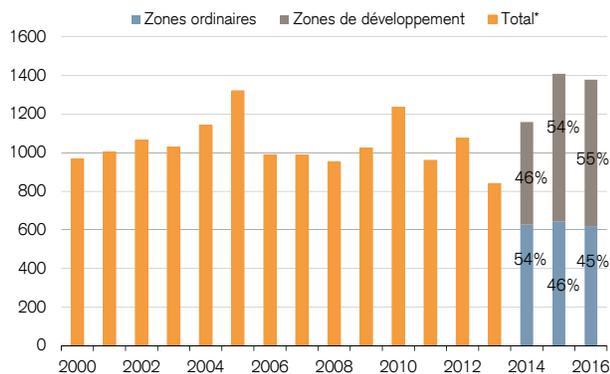


Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG, Office fédéral de la statistique

En ce qui concerne la PPE, l'importance des zones de développement en tant que sites de production (77%) est encore bien plus marquée que dans le reste du marché de la propriété. Étant donné que la volonté politique, actuellement axée sur la production de logements locatifs, tend à se matérialiser dans les zones de développement, il n'est guère étonnant que la dynamique de construction des logements en PPE, en tant que segment de marché de la propriété, soit impactée en priorité.

Fig. 17 Transactions d'objets en PPE

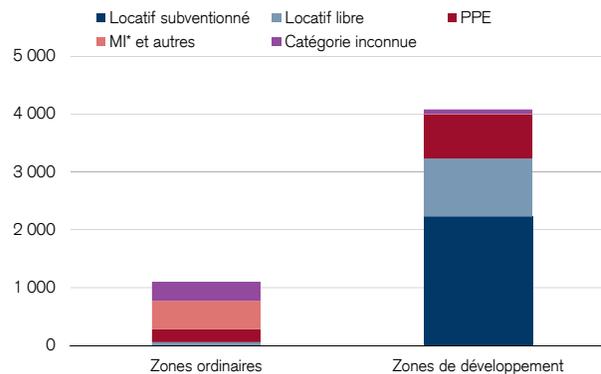
Total des transactions** en unités d'habitat et proportions en % par type de zone dans le canton de Genève



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse. *Les données antérieures à 2014 ne sont pas catégorisées en zones ordinaires ou zones de développement, **sans les transactions de portefeuilles immobiliers

Fig. 18 Projets résidentiels en construction

Projets résidentiels en construction au 31 décembre 2017 dans le canton de Genève par type d'utilisation et de zone d'affectation, en unités d'habitat



Source: Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse. *MI: maisons individuelles

Conclusion: le marché genevois de la PPE souffre également d'un manque d'offre

Potentiel de demande bridé

Les qualités indéniables de la place économique genevoise et ses perspectives positives de développement promettent au canton du bout du lac une démographie dynamique dans les années à venir, pour autant qu'une offre adéquate de logements existe. Dans le cas de la PPE, plusieurs signaux tels qu'un taux de vacance extrêmement modeste sur tout le territoire genevois ou encore l'évolution du nombre d'abonnements de recherche en ligne pour ce type d'objets immobiliers indiquent que ce marché possède un fort potentiel de demande. Or, ce potentiel est bridé tant du point de vue du nombre absolu d'objets en PPE à disposition que de leur niveau de prix élevé sur le marché libre, qui résulte lui-même du peu d'objets disponibles. Les ménages actifs de revenu médian n'ont d'autre choix que de se reporter vers les zones de développement, où les objets immobiliers dont le prix est contrôlé par l'État leur sont accessibles. Bien que la majeure partie des projets immobiliers résidentiels de Genève soit actuellement concentrée dans ces zones d'affectation meilleur marché, le nombre de logements en PPE construits n'arrive pas à contenter le niveau élevé de la demande, de sorte qu'une situation de rationnement découle de ce décalage. Certains résidents se dirigent donc vers la France voisine ou des districts vaudois afin de réaliser leur rêve de devenir propriétaire, avec tous les dégâts collatéraux en termes de pertes fiscales et de consommation ou encore de trafic pendulaire que cela comporte pour le canton de Genève. Or, dans l'optique de l'adoption du projet fiscal 17 et de l'abaissement du taux ordinaire d'imposition des bénéficiaires des entreprises, une manne fiscale supplémentaire en provenance de nouveaux contribuables disposant d'un revenu appréciable, c'est-à-dire dans la tranche médiane ou supérieure, serait hautement profitable aux finances de l'État genevois.

La propriété peu concernée par le regain de l'activité de construction

Après des années de calme dans le domaine de la construction de logements, une certaine reprise est observée sur le marché genevois. Elle découle en particulier de la prise de conscience des autorités politiques qui ont placé le thème du logement au centre de leurs préoccupations. Cependant, l'actuel rebond de l'activité de la construction bénéficie avant tout au secteur du logement locatif, en particulier le locatif subventionné. Le marché de la propriété, dont la PPE fait partie, ne profite donc que de manière mesurée de ce nouvel élan. L'ambiance politique actuelle ne promet guère de changements en la matière dans un avenir proche, bien au contraire. Un projet de loi consistant à favoriser la construction de logements locatifs subven-

tionnés dans les zones de développement qui, dans les faits, réduirait la part maximale de logements en propriété autorisée dans ce type de projets immobiliers à 33% contre 50% aujourd'hui, pourrait revenir prochainement au centre des discussions politiques après avoir été bloqué en hiver dernier. En outre, d'autres démarches politiques visant à limiter la proportion de logements en propriété au profit du segment locatif dans les zones de développement restent d'actualité, telle que l'initiative IN 161 «Construisons des logements pour toutes et tous, davantage de coopératives et de logements bon marché!» actuellement sujette à divers recours. Or, les zones de développement, de par leur destinée de zones de densification, constituent le foyer de l'activité de construction de logements dans le canton de Genève, en particulier de la PPE. Un pourcentage de logements en propriété revu à la baisse dans ces zones d'affectation impacterait sans nul doute négativement la dynamique de construction de logements en PPE, accroissant ainsi le décalage entre l'offre et la demande déjà observé sur ce marché ainsi que l'étendue des effets néfastes qui en découlent pour la place genevoise.

Plus de constructions, dans tous les segments

À la lumière de cette analyse, nous avons démontré que l'offre de logements en propriété dans le canton de Genève, en particulier dans les gammes de prix abordables telles que rencontrées dans les zones de développement, n'arrive pas à satisfaire la demande sur ce segment de marché. Le marché de la propriété genevois est donc, tout autant que le marché locatif local, concerné par un phénomène de pénurie d'objets disponibles. Le climat politique actuel, visant à limiter la construction de logements en propriété au profit du marché locatif dans les zones de développement, ne propose pas une solution durable à la crise du logement car ces deux segments souffrent d'une pénurie d'offre. La solution de cette problématique ne peut donc passer que par un niveau plus élevé de construction, dans tous les segments de marché de l'immobilier résidentiel. La limitation de l'activité de construction de logements en propriété ne peut à terme qu'accentuer les déséquilibres sur ce segment de marché, poussant ainsi de plus en plus de résidents genevois en quête d'objets disponibles vers des territoires voisins et aggravant ainsi la problématique des transports pendulaires tout en provoquant des pertes fiscales et de consommation pour la place genevoise.

Information importante

Le présent rapport reflète les opinions du département Investment Strategy du CS et n'a pas été préparé conformément aux exigences légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il ne s'agit nullement d'un produit du département Research du Credit Suisse bien qu'il fasse référence à des recommandations issues de la recherche ayant été publiées. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour gérer les conflits d'intérêts, y compris les politiques relatives aux transactions précédant la diffusion de la recherche en investissement. Ces politiques ne s'appliquent toutefois pas aux opinions des stratégies en investissement mentionnées dans le présent rapport.

Avertissement sur les risques

Chaque investissement implique des risques, notamment en matière de fluctuations de valeur et de rendement. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu.

Pour une discussion sur les risques afférents aux placements dans les titres mentionnés dans ce rapport, veuillez consulter ce lien Internet: <https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Le présent rapport comporte des informations concernant des placements impliquant des risques particuliers. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basée sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques particuliers dans le négoce de titres» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Des commissions, des frais ou toute autre charge comme les fluctuations du taux de change peuvent avoir des répercussions sur les performances.

Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent aucune garantie de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres.

Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

Marchés émergents

Lorsque le présent rapport traite des marchés émergents, vous devez avoir conscience qu'il existe un certain nombre de risques et d'incertitudes inhérents aux investissements et transactions dans différents types de placements ou, relatifs ou liés, aux émetteurs et débiteurs constitués en société, implantés ou exerçant des activités commerciales sur les marchés des pays émergents. Les placements relatifs aux marchés des pays émergents peuvent être considérés comme des placements spéculatifs et leur cours seront bien plus volatils que le cours des placements concernant les marchés des pays les plus développés. Les investissements dans des placements relatifs aux marchés émergents sont destinés uniquement aux

investisseurs avertis ou professionnels expérimentés qui connaissent les marchés en question, sont capables d'apprécier et de tenir compte des divers risques inhérents à ce type de placements et possèdent les ressources financières nécessaires pour supporter le risque substantiel de perte d'investissement inhérent à ce type de placements. Il vous incombe de gérer les risques liés à tout placement relatif aux marchés des pays émergents et l'affectation des actifs de votre portefeuille. Vous devriez demander l'avis de vos conseillers concernant les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale.

Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

Risques de taux d'intérêt de crédit

La valeur d'une obligation dépend de la solvabilité de l'émetteur et/ou du garant (le cas échéant), laquelle peut changer sur la durée de l'obligation. En cas de défaillance de l'émetteur et/ou du garant de l'obligation, celle-ci ou tout revenu en découlant n'est pas garanti(e) et vous pouvez perdre tout ou partie de l'investissement initial.

Département Investment Strategy

Il incombe aux stratégies en investissement d'assurer une formation à la stratégie multi classes d'actifs et la mise en œuvre qui en résulte dans le cadre des affaires discrétionnaires et consultatives du CS. Les portefeuilles modèles ne sont fournis qu'à titre indicatif, le cas échéant. L'allocation de vos actifs, la pondération de votre portefeuille et ses performances paraissent très différentes selon les circonstances particulières dans lesquelles vous vous trouvez et votre tolérance aux risques. Les opinions et les points de vue des stratégies en investissement peuvent se démarquer de ceux des autres divisions du CS. Les points de vue des stratégies en investissement peuvent évoluer avec le temps sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention.

Les stratégies en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Les recommandations contenues dans le présent document sont des extraits des recommandations précédemment publiées par Credit Suisse Research et/ou des références à celles-ci. Pour les actions, il s'agit de la note relative à la société ou du résumé relatif à la société de l'émetteur. Les recommandations relatives aux obligations peuvent être consultées dans la publication Research Alert (bonds) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland respective. Ces documents sont disponibles sur demande ou sur <https://investment.credit-suisse.com>. Les notifications sont disponibles sur www.credit-suisse.com/disclosure

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

Les références au Credit Suisse effectuées dans ce rapport comprennent Credit Suisse AG, la banque suisse, ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant:

<http://www.credit-suisse.com>

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL:

Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS.

CONFLITS: Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en

relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommandons de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. succursale Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établissement dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies des derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n°

d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INFO10970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Arabie saoudite:** Ce document ne peut pas être distribué dans le Royaume sauf aux personnes autorisées conformément aux réglementations relatives aux fonds de placement. Credit Suisse Saudi Arabia porte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document et confirme avoir fait toutes les vérifications raisonnablement nécessaires avec le plus grand soin et en toute bonne foi, et qu'il n'y a pas d'autres faits dont l'omission pourrait rendre toute déclaration contenue dans le présent document comme trompeuse. L'Autorité des marchés financiers n'assume aucune responsabilité quant au contenu de ce document, ne saurait être tenue responsable ni de l'exactitude ni de son exhaustivité et décline expressément toute responsabilité quant aux pertes qui pourraient résulter ou être induites par l'utilisation d'une partie quelconque de celui-ci. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **EAU:** Ce document et les informations qu'il contient ne constituent en aucune façon une offre publique de valeurs mobilières aux Émirats

Arabes Unis, et ils ne doivent par conséquent pas être interprétés comme tels. Les services ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs sophistiqués aux EAU qui (a) sont désireux et capables d'effectuer un examen indépendant des risques associés à l'investissement dans lesdits services et (b) y procèdent sur demande expresse de leur part. Les services n'ont pas été approuvés ou agréés par, ni enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, l'Autorité de supervision des marchés financiers ou toute autre autorité compétente ou agence gouvernementale des EAU. Ce document est réservé exclusivement à l'usage du destinataire nommé; il ne doit donc pas être remis ou montré à quiconque (à l'exception des employés, agents ou conseillers impliqués dans l'étude de l'investissement par le destinataire). Aucune transaction ne sera conclue aux EAU. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS (AU SENS DE LA REGULATION S DU US SECURITIES ACT DE 1933, DANS SA VERSION AMENDÉE).

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

18C011A_IS

Autres publications du Credit Suisse



Étude PME 2018

Étude annuelle interrogeant plus de mille PME helvétiques quant à leurs facteurs de succès sur le site suisse. Cette année, l'accent thématique est placé sur la compétitivité.

30 août 2018

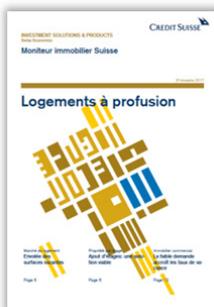


Moniteur Suisse

3^e trimestre 2018

Le Moniteur Suisse analyse l'évolution de l'économie helvétique et établit des projections en la matière.

18 septembre 2018



Moniteur immobilier 3^e trimestre 2018

Le Moniteur immobilier établit trois fois par an un état des lieux des évolutions du marché immobilier et s'inscrit ainsi en complément des analyses fondamentales annuelles et des thèmes spéciaux de l'Étude immobilière du Credit Suisse.

27 septembre 2018



Indice de la construction 4^e trimestre 2018

L'Indice de la construction suisse publié chaque trimestre vous informe sur la conjoncture actuelle de la branche de la construction et présente des estimations et explications relatives à l'évolution des chiffres d'affaires dans ce secteur.

21 novembre 2018



Immeubles de logistique 2018

Le rapport sur les immeubles logistiques 2018 du Credit Suisse met en lumière le marché suisse des immeubles logistiques et son développement.

20 août 2018

La prochaine étude annuelle sur le marché immobilier paraîtra en mars 2019.

Abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.