Zeitschrift: Collage : Zeitschrift für Raumentwicklung = périodique du développement territorial = periodico di sviluppo territoriale

Herausgeber: Fédération suisse des urbanistes = Fachverband Schweizer Raumplaner

Band: - (2014)

Heft: 2

Artikel: Le capital financier dans la ville en Suisse

Autor: Theurillat, Thierry

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-957591

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 09.12.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Le capital financier dans la ville en Suisse

THIERRY THEURILLAT
Géographe et économiste, Universités de Neuchâtel et de Hongkong.

Des institutions financières telles que des banques, des assurances ou des caisses de pension ont traditionnellement investi dans l'immobilier. Toutefois, ces quinze dernières années, l'attrait de l'immobilier s'est accentué. Il est progressivement devenu un produit financier comme les autres. Mais de quels produits parle-t-on au juste? Quelles sont les institutions majeures de cette financiarisation de l'immobilier? Quel est l'intérêt à placer dans la «pierre»? Quelle est la géographie de ces investissements? Petit tour d'horizon en Suisse.

L'immobilier: un placement financier traditionnel en Suisse

L'institutionnalisation, en 1985, du système de retraite par capitalisation (2e pilier) a joué un rôle important dans la recomposition et la financiarisation des circuits d'investissement immobilier en Suisse. En comparaison de leurs homologues américaines et anglaises, voire canadiennes ou hollandaises, les caisses de pension suisses ont en effet pour habitude d'investir une part importante de leur fortune (15 à 17 % du portefeuille [1]) dans l'immobilier. Cela peut, entre autres, s'expliquer par le taux de location élevé en Suisse. De ce fait, les caisses de pension suisses peuvent être considérées comme des acteurs traditionnels de l'immobilier, à l'instar des assurances ou des banques (qui interviennent, pour leur part, via leurs fonds d'investissement).

Cependant, cette stabilité des investissements dans l'immobilier cache de profondes mutations dans les circuits, les types et les lieux d'investissement utilisés. A côté d'un circuit «traditionnel et direct» dans lequel les caisses de pension possèdent des immeubles, essentiellement de type résidentiel collectif et situés dans la région de leur localisation, ces dernières sont à l'origine du développement d'un circuit «financiarisé» [2]. Cette alimentation en capitaux, mais aussi en nature [3], a contribué au renouveau des fonds immobiliers alors existants en Suisse, ainsi qu'à l'apparition et à la multiplication des nouveaux *special purpose vehicules* à partir de la deuxième moitié des années 1990, tels les fonds immobiliers et les sociétés immobilières cotés en Bourse ainsi que les fondations de placement et autres fonds immobiliers réservés aux investisseurs institutionnels [4]. Ces différents véhicules d'investissement appartiennent ou sont étroitement affiliés aux principales banques et institutions financières du pays, à savoir UBS, Crédit Suisse et Swisscanto [5].

Du *building* à la bourse: vers un placement plus «liquide» et volatil

Les propriétés «traditionnelles» de l'investissement dans la pierre sont bien connues: il s'agit, à travers les loyers, de miser sur des revenus à long terme. C'est principalement ce qui a historiquement poussé les caisses de pension à investir dans l'immobilier. Or, en prenant des parts dans les différents véhicules d'investissement proposés en Suisse, les caisses de pension n'ont plus à se préoccuper de la propriété ni de la gestion concrète des objets immobiliers. Ce travail est délégué aux véhicules d'investissement. Actionnaires, les caisses profitent de dividendes, mais surtout misent sur la croissance de la valeur financière. De fait, durant les années 2000, la valeur du circuit financiarisé en Suisse a considérablement augmenté, aussi bien pour les fonds et sociétés immobiliers cotés en Bourse que pour les autres véhicules non cotés.

Le développement du circuit financiarisé change complètement la donne. Conformément à la théorie financière aujourd'hui dominante (théorie de portefeuille), tout est fait pour que l'investisseur puisse comparer les placements en fonction de deux critères uniquement: celui du risque et celui du rendement financiers donnés par les indices. Les placements immobiliers peuvent ainsi être comparés entre eux. Plus encore: l'investissement immobilier devient comparable avec d'autres produits financiers. Agissant comme de purs opérateurs sur les marchés financiers, les investisseurs ont ainsi la possibilité de vendre, instantanément dans le cas de marchés liquides (tels que les fonds cotés), des parts pour en acheter d'autres en jouant sur la hausse ou la baisse des cours et sur les plus-values à court terme. Simultanément, grâce à la plus ou moins forte liquidité des marchés, le panachage des produits financiers – et par conséquent des secteurs de l'économie (entreprises, immobilier, Etat, etc.) et des pays et régions – devient l'exercice par excellence de l'opérateur financier.

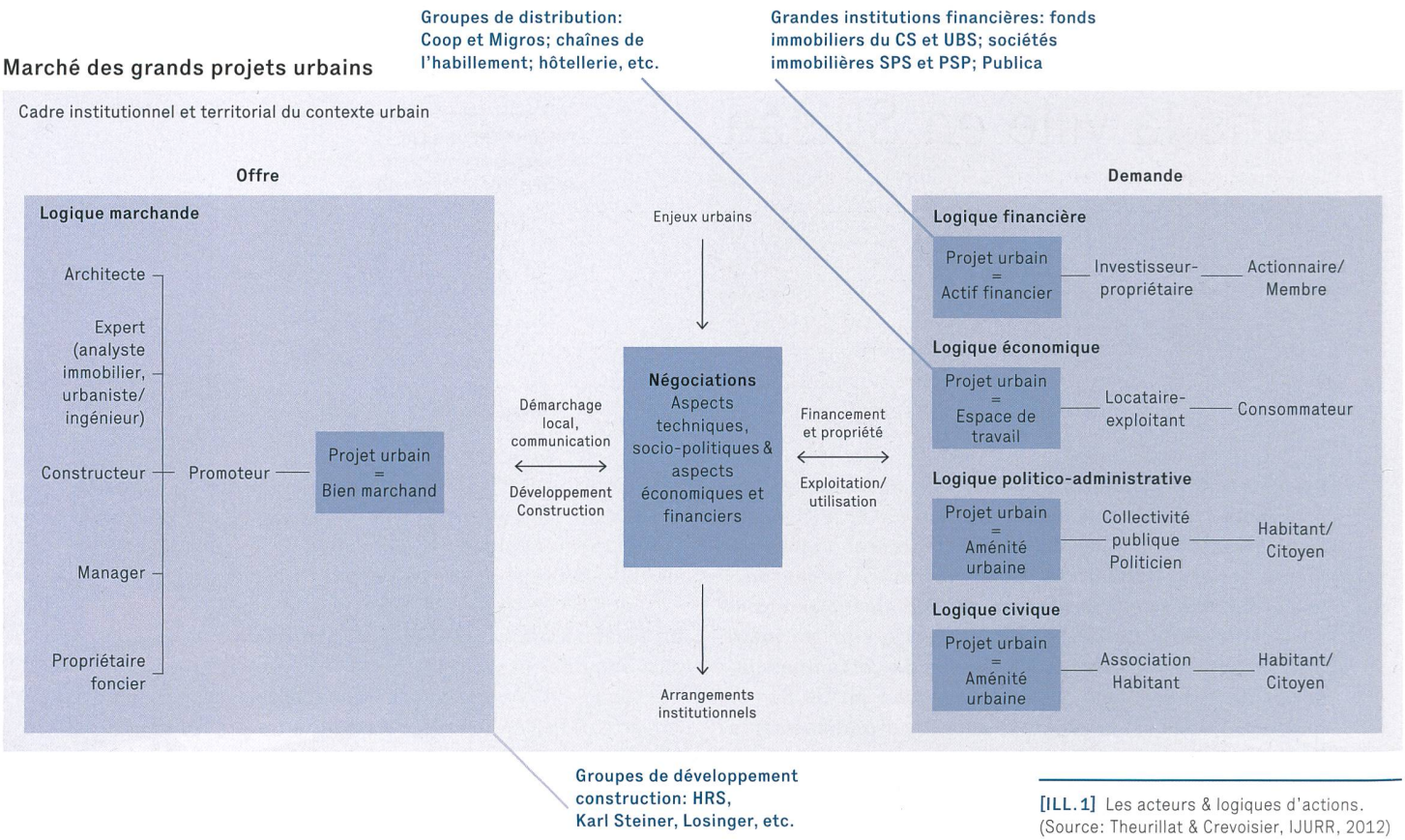
[1] En 2011, la fortune totale des caisses de pension suisses s'élevait à CHF 625.3 milliards. Voir aussi Theurillat T., 2010, *La financiarisation de l'immobilier et la durabilité: le cas des investissements immobiliers des caisses de pension suisses*, Saarbrücken, Editions universitaires européennes.

[2] Les investissements immobiliers des caisses de pension en 2011 représentaient 62.6 milliards en circuit direct et 39.2 milliards via le circuit financiarisé.

[3] La prise de participation des caisses dans les fonds immobiliers ou les fondations de placement peut se faire par apport en nature, soit par la vente de portefeuilles immobiliers, ce qui représente une spécificité suisse.

[4] Les fondations de placement et les fonds immobiliers non cotés sont destinés aux investisseurs dits qualifiés, c'est-à-dire à des fonds de retraites, tels que principalement des caisses de pension (2e pilier) ou des assurances (2e et 3e piliers).

[5] Les principaux fonds immobiliers – cotés ou non – et fondations de placement appartiennent aux principales banques et institutions financières du pays, à savoir UBS, Crédit Suisse et Swisscanto. Les deux principales sociétés immobilières cotées en Bourse, PSP Swiss Property et Swiss Prime Site (SPS), sont respectivement des spin-off de la Zurich Assurance et du Crédit Suisse.



[ILL. 1] Les acteurs & logiques d'actions. (Source: Theurillat & Crevoisier, IJURR, 2012)

La valeur des produits financiers dépend ainsi fortement du comportement des autres opérateurs sur les marchés [6]. Depuis les années 1990, l'accentuation de la circulation du capital financier à l'échelle globale et la financiarisation des secteurs économiques ont entraîné de nombreuses crises financières. Cependant, à chaque fois, l'industrie financière a su innover en proposant d'autres produits. Comme par vase communicant, la baisse voire la crise d'un secteur économique a par la suite engendré l'engouement et la hausse d'un autre secteur. En Suisse, l'immobilier a ainsi profité de la crise financière de 2000–2001. On y a observé un afflux de capitaux, depuis lors entrecoupé de périodes de reflux (2008–2009). Désormais, l'immobilier est un secteur qui doit composer avec les tendances volatiles des marchés financiers.

L'encouragement institutionnel de la financiarisation de l'immobilier en Suisse: recherche de la valeur immobilière

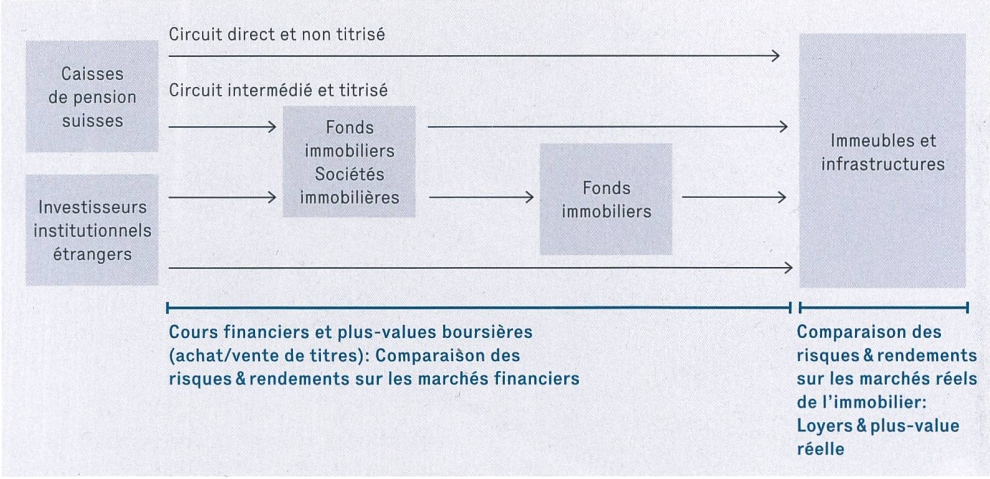
Afin de financiariser l'immobilier et d'inciter les investisseurs à prendre des parts dans les différents véhicules d'investissement, toute une série de mesures (mise en place d'indices, révision de la loi fédérale sur les fonds de placement, etc.) ont été prises ces dernières années [7]. Celles-ci visent à assurer une plus grande comparabilité des immeubles et une plus grande liquidité du marché financier de l'immobilier.

Relevons plus spécifiquement la modification des normes de comptabilité pour les caisses de pension, qui pousse ces dernières à évaluer annuellement les immeubles à la valeur de marché. Il devient ainsi plus facile aux caisses de pension de détenir des parts dans des institutions cotées en Bourse que de procéder à l'évaluation réelle de leur portefeuille immobilier. De manière générale, la professionnalisation de la gestion immobilière et le développement de la logique financière sur les marchés réels du construit urbain se sont traduits par la diffusion de nouvelles méthodes financières d'évaluation immobilière (dites de *discounted cash flow*), dérivées de la théorie moderne de portefeuille. Remplaçant les méthodes d'évaluation immobilière «classique» basées sur la valeur d'acquisition (valeur historique), celles-ci ont été introduites par les grands fonds et sociétés immobiliers pour s'étendre à l'ensemble du milieu des investisseurs institutionnels et donc des caisses de pension. Autant que les revenus réguliers, la valeur de marché (réel) des objets immobiliers est fonction de l'accroissement de la valeur dans le temps et des plus-values escomptées à la revente. C'est donc dans les espaces centraux des régions métropolitaines que les perspectives de croissance des rentes urbaines sont les plus élevées.

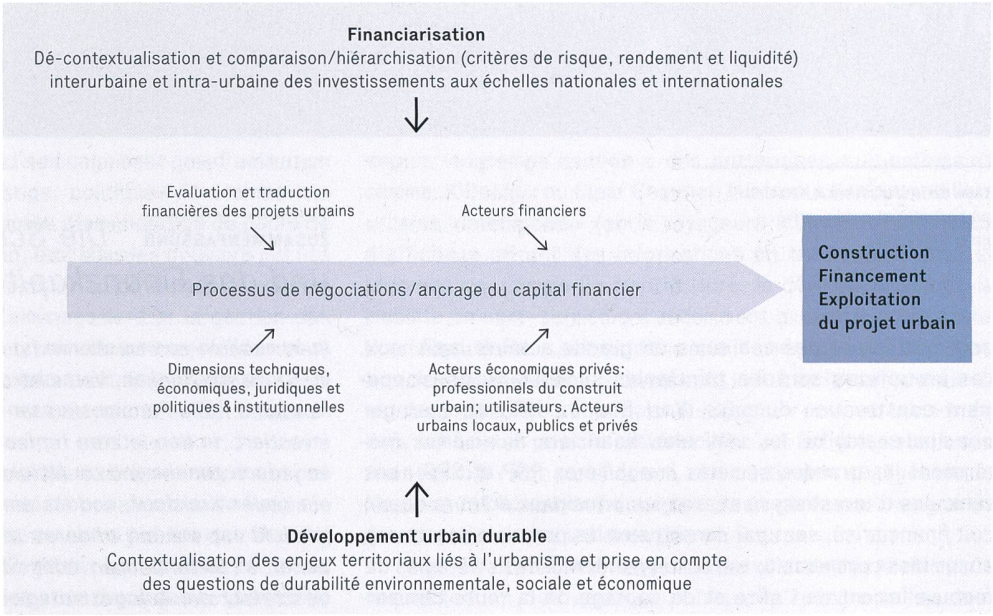
De la Bourse au *building*: des immeubles aux *Urban Entertainment Centers* de l'espace métropolitain zurichois

Ce sont ainsi en priorité les grandes régions urbaines du pays qui captent l'essentiel des capitaux du circuit financiarisé. Parmi ces régions, les espaces de proximité des véhicules d'investissement se distinguent tout particulièrement: une majorité de sièges sociaux étant localisés principalement à Zurich et à Bâle, ces deux villes constituent les espaces de la «ville financiarisée» en Suisse.

Mais la recherche de la rente urbaine est encore plus prononcée en ce qui concerne les grands projets urbains commerciaux apparus en Suisse dès le début des années 2000 et qui se sont multipliés depuis (on en comptabilise actuellement une dizaine) [8]. Ces projets ont été à la fois novateurs en termes économiques, financiers, techniques et urbanistiques. Tout d'abord, essentiellement situés sur des zones urbaines relativement grandes (plus de 50'000 m²), ils s'insèrent souvent dans le cadre d'opérations de revitalisation urbaine et prennent la forme de centres multifonctionnels, alliant achats et loisirs. Prenant par exemple la forme d'*Urban Entertainement Centers* ou de stades de football combinés à des centres commerciaux, ils atteignent souvent des prix de plusieurs centaines de millions de francs suisses. Ensuite, ces complexes



[ILL. 2] Le capital financier dans l'immobilier. (Source: Adaptation de Theurillat & Crevoisier, IJURR, 2012)



[ILL. 3] Processus d'achat des projets urbains par des acteurs institutionnels: négociations multiples et ancrage du capital financier. (Source: Theurillat T., Crevoisier O., 2013, «Sustainability and the anchoring of capital: negotiations surrounding two major urban projects in Switzerland», *Regional Studies*, special issue on «Finance, Business Property and Urban and Regional Development»)

[6] Orléan A., 2011, *L'empire de la valeur. Refonder l'économie*, Paris, Le Seuil.

[7] Theurillat T., Corpataux J., Crevoisier O., 2010, «Property Sector Financialization: the Case of Swiss Pension Funds (1992–2005)», *European and Planning Studies*, vol. 18, n° 2, pp. 189–212.

[8] Les premiers *Urban Entertainment Centers* (Sihlcity, Zurich; Aqua Basilea, Bâle/Pratteln), les deux premières tours multifonctionnelles du pays (Swiss Prime Tower, Zurich; Messe Turm, Bâle) et les stades de sport combinés avec des centres commerciaux (Stade de Suisse et Postfinance Arena à Berne, AFG Arena à St-Gall, Sport Arena à Lucerne) appartiennent à des véhicules d'investissement du circuit financiarisé (adossés aux trois grandes banques du pays: UBS, Crédit Suisse et Swisscanto). Le complexe de la Maladière à Neuchâtel appartient à la caisse de pension de la Confédération (Publica) et à la fondation de placement Swisscanto. D'autres projets urbains sont également en cours de développement ou en recherche d'investisseurs: Ebisquare à Lucerne/Ebikon; stades de Thoune et de Bienne. Voir Theurillat T., 2011, «La ville négociée: entre financiarisation et durabilité», *Géographie, Economie et Société*, vol. 13 (3), pp. 225–254.

[ILL. 4]

[ILL. 4] Stade de la Maladière à Neuchâtel, produit d'un partenariat public-privé. (Photo: Laurent Matthey)

sont portés par des coalitions de grands acteurs nationaux. Les promoteurs sont les principales sociétés de développement-construction du pays (Karl Steiner, HRS ou Losinger principalement) ou les véhicules financiers eux-mêmes (notamment les grandes sociétés immobilières PSP et SPS). Les véhicules d'investissement, soit les principaux acteurs du circuit financiarisé, sont par conséquent les propriétaires de ces ensembles commerciaux qui correspondent à des stratégies de renouvellement de l'offre et de captage de la rente commerciale dans les grandes villes de la part des deux principaux groupes de vente du pays (Coop et Migros). D'autres chaînes commerciales affiliées ou non à ces groupes ainsi que des hôtels, des cinémas, des restaurants ou encore des centres de *wellness* se sont ensuite «greffés» autour de ces projets.

Face à ce qu'on peut appeler l'ancrage du capital financier dans la ville, la «force» de négociation des acteurs locaux, à savoir les municipalités, les partis politiques, les ONG (notamment environnementales, telle l'Association transports et environnement) ou encore les citoyens, varie de cas en cas. Quand bien même l'enjeu est clairement l'aire de marché du complexe commercial, certaines revendications locales allant au-delà des normes légales en matière de construction, de trafic, de protection de l'environnement ou de patrimoine peuvent être prises en compte par les promoteurs et leurs partenaires commerciaux et financiers.

ZUSAMMENFASSUNG *Die Schweizer Städte und das Finanzkapital*

In Immobilien zu investieren ist an sich nichts Neues. Finanzinstitute wie Banken, Versicherungen oder – speziell in unserem Land – die Pensionskassen haben seit jeher in Immobilien investiert. In den letzten fünfzehn Jahren haben die Immobilien jedoch zunehmend an Attraktivität gewonnen. Es entstand ein neuer Kreislauf, sodass eine Immobilie heute ein Finanzprodukt ist wie ein anderes auch, vergleichbar mit Investitionen in Unternehmen oder Staatsschulden. Dieser Artikel beschreibt die Anlagestrategien des Immobiliengeschäfts in der Schweiz und deren immobiliäre Anlageprodukte. Er konzentriert sich auf die grossen Player bei diesem Geschäft, das heisst, auf die börsenkotierten Immobilienfirmen und die Anlagefonds sowie auf die Immobilienfonds, welche jenen institutionellen Anlegern vorbehalten sind, die den wichtigsten Banken und Finanzinstituten des Landes nahe stehen oder mit ihnen liiert sind: UBS, Crédit Suisse und Swisscanto. Er zeigt auf, dass diese Produkte getreu der heute vorherrschenden Finanztheorie (Portfoliotheorie) konzipiert sind: Es geht darum, dass der Investor die Anlagen auf zwei alleinige Kriterien hin vergleichen kann: Risiko und finanzieller Ertrag. Schliesslich zeichnet der Artikel eine geografische Landkarte dieser Anlagestrategien des Immobiliengeschäfts. Dabei zeigt es sich, dass die Gelder dieser Immobilienunternehmen in erster Linie in die grossen städtischen Siedlungsgebiete unseres Landes fliessen. Innerhalb dieser Regionen zeichnen sich Konzentrationen dieser Investitionskonstrukte ab: So erweisen sich Zürich und Basel als die Hochburgen der von «Städten als Anlageprodukte» in der Schweiz, da sich dort die meisten Geschäftssitze befinden.