

# Sous le signe de la hausse des taux et de la pénurie

Marché immobilier suisse 2023 | Mars 2023



Durabilité  
**Le zéro net  
encore loin**

Page 7

Développement territorial  
**Iceberg droit devant!**

Page 18

Placements immobiliers  
**L'or en béton  
perd de son éclat**

Page 43



# Impressum

---

## **Editeur: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Sustainability**

Nannette Hechler-Fayd'herbe  
Head of Global Economics & Research  
+41 44 333 17 06  
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

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

## **Photo de couverture**

Bâtiment: Petit-Lancy, Chemin de Surville - CityPop  
Propriétaire du bâtiment: CS Real Estate Fund LivingPlus, un fonds immobilier de Credit Suisse Asset Management.

## **Impression**

Abächerli Media AG, Industriestrasse 2, 6060 Sarnen

## **Clôture de rédaction**

1 février 2023

## **Série de publication**

Swiss Issues Immobilien

## **Commandes**

Exemplaires au format électronique sur [www.credit-suisse.com/etudeimmobiliere](http://www.credit-suisse.com/etudeimmobiliere).

## **Visitez notre site Internet**

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

## **Copyright**

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.  
Copyright © 2023 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées.  
Tous droits réservés.

## **Source**

Sauf indication contraire, c'est le Credit Suisse qui est la source des informations fournies.

## **Auteurs**

Manuel Bolz, +41 44 332 32 20, [manuel.bolz@credit-suisse.com](mailto:manuel.bolz@credit-suisse.com)  
Fredy Hasenmaile, +41 44 333 89 17, [fredy.hasenmaile@credit-suisse.com](mailto:fredy.hasenmaile@credit-suisse.com)  
Thomas Rieder, +41 44 332 09 72, [thomas.rieder@credit-suisse.com](mailto:thomas.rieder@credit-suisse.com)  
Dr. Fabian Waltert, +41 44 333 25 57, [fabian.waltert@credit-suisse.com](mailto:fabian.waltert@credit-suisse.com)

## **Participation**

Fabian Diergardt

# Sommaire

---

<b>Management Summary</b>	<b>4</b>
<b>Durabilité: Le zéro net encore loin</b>	<b>7</b>
<b>Propriété du logement</b>	<b>11</b>
Demande: Demande en baisse	11
Offre: Activité de construction en berne	14
Résultat de l'analyse de marché: La pénurie dope les prix	15
Perspectives 2023: Fin du boom de la propriété	17
<b>Développement territorial: Iceberg droit devant!</b>	<b>18</b>
<b>Logements locatifs</b>	<b>23</b>
Demande: Locations très recherchées	23
Offre: Construction insuffisante	25
Résultat de l'analyse de marché: Les locataires ont cédé la barre	26
Perspectives 2023: Bailleurs aux commandes	28
<b>Marché du logement: Migration annuelle</b>	<b>29</b>
<b>Surfaces de bureau</b>	<b>33</b>
Demande: Sprint intermédiaire	33
Offre: Absorption et télétravail	34
Offre: Faible activité de construction	35
Résultat de l'analyse de marché: Fortification avant repli	36
Réaffectations: Travail à la maison, vie au bureau	37
Perspectives 2023: Tassement après le rebond intermédiaire de 2022	38
<b>Durabilité: Halte à la confusion</b>	<b>39</b>
<b>Placements immobiliers</b>	<b>43</b>
Placements directs: L'or en béton perd de son éclat	43
Placements indirects: Recalibrage en cours	46
Perspectives 2023: Vers un atterrissage en douceur	48
<b>Dix questions, dix réponses</b>	<b>49</b>
<b>Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux</b>	<b>51</b>

# Sous le signe de la hausse des taux et de la pénurie

Le vent a tourné sur le marché immobilier suisse: locataires et propriétaires sont confrontés à une augmentation des coûts et l'attrait pour les investisseurs a diminué. La hausse des taux d'intérêt a mis fin à une phase d'essor extraordinairement longue, souvent qualifiée de supercycle – une longévité qui s'explique par la succession de différents éléments ces dernières années, comme les taux négatifs (2015), la conjoncture étonnamment robuste (2018) ou encore la poussée de la demande dans le sillage de la pandémie de coronavirus (2020). Dans les années à venir, cette hausse des taux va priver le marché d'une bonne partie de son dynamisme, qui jusqu'à peu permettait aussi de compenser bon nombre d'erreurs de conception, de commercialisation et de gestion des biens immobiliers. Contrairement à l'étranger, le marché immobilier helvétique traverse toutefois juste un processus de normalisation, et ne risque a priori pas de basculer. L'on pourrait parler d'atterrissage en douceur, sous réserve que les corrections de prix – que nous attendons dans les prochaines années – restent raisonnables. Deux facteurs font de la Suisse une fois de plus un cas à part: premièrement, l'inflation dans notre pays ne représente qu'une fraction de celle mesurée à l'étranger, ce qui entraîne des relèvements de taux moins drastiques. Le deuxième facteur est «fait maison». Il s'agit de l'atonie presque exaspérante de l'activité de construction, qui va bientôt entraîner le même genre de pénurie sur le marché des logements en location que sur celui de la propriété. La diminution désormais inévitable de l'offre de logements va inéluctablement entraîner les loyers à la hausse – au grand dam des locataires. Pour les investisseurs, l'augmentation des loyers devrait en revanche partiellement compenser la correction des valorisations des immeubles résidentiels qui s'annonce. Seule ombre au tableau, avec la pénurie, les voix exigeant une réglementation plus stricte vont sans doute se multiplier.

## Durabilité I

Page 7

### Le zéro net encore loin

Le parc de logements suisse doit atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050. Il s'agit donc de réduire les émissions de gaz à effet de serre au niveau zéro net d'ici là. Parce que le parc immobilier est le troisième contributeur de ces émissions avec une part de 24%, seuls la réduction massive de la consommation d'énergie et le renoncement aux combustibles fossiles permettront d'atteindre cet objectif. Les progrès sont déjà sensibles dans la construction neuve, où les chauffages fossiles sont devenus l'exception. Mais la situation dans l'existant est tout autre. En raison de la longue durée de vie de nombreux éléments et des coûts d'amortissement élevés survenant en cas de remplacement anticipé, les rénovations énergétiques n'interviennent que rarement plus tôt que nécessaire et les programmes de subventions étatiques ne suffisent pas à résoudre ce problème. Près de 60% des logements sont donc encore chauffés aux énergies fossiles. Dans le cadre d'une analyse de scénarios, l'Office fédéral de l'énergie a tenté d'établir si et comment l'objectif du zéro net pouvait être atteint. Nous avons évalué les courbes de réduction de ces analyses et les avons complétées avec nos propres scénarios. Selon nos résultats, les objectifs fixés sont certes ambitieux, mais restent réalisables au vu de l'évolution du contexte sociétal et politique. Pour les atteindre, il serait toutefois indispensable d'accélérer le processus et les ventes annuelles de pompes à chaleur devraient p. ex. augmenter de 69% d'ici à 2027 par rapport à 2021.

## Propriété du logement

Page 11

### La pénurie dope les prix

La hausse des taux d'intérêt a entraîné un net recul de la demande de logements en propriété. Le récent envol des prix fait de plus en sorte que la part des ménages pouvant se permettre d'accéder à la propriété a encore diminué. La demande en berne rencontre donc depuis plusieurs années une offre limitée et une pénurie d'objets disponibles. Mais comme l'activité de construction neuve continue de baisser, le marché ne bascule pas en situation de suroffre. Si la perte d'attractivité des investissements locatifs va sans doute faire augmenter le nombre d'objets disponibles par rapport à l'année précédente, l'activité de construction à plancher record n'entraînera que progressivement un allongement des délais de commercialisation. La croissance des prix devrait donc fortement ralentir en 2023, mais ne devenir négative que l'année suivante. La combinaison d'augmentation des taux et de prix élevés dans l'immobilier entraîne tout simplement une hausse trop importante des coûts, ce qui pèse sur la demande dans des proportions telles que les corrections

de prix deviendront inévitables. Ces dernières devraient toutefois rester raisonnables, puisque l'offre durablement restreinte limite considérablement la marge baissière.

## Développement territorial

Page 18

### Iceberg droit devant!

Le marché du logement en location suisse a connu un renversement total de la tendance. Le temps de la suroffre est révolu et l'on parle déjà de pénurie. Le principal motif de ce revirement est l'activité de construction, qui s'inscrit en repli depuis 2016/2017. Pourquoi le nombre de logements construits est-il insuffisant? Répondre à cette question n'est pas simple, mais le changement de paradigme en matière de développement territorial semble à nos yeux le principal facteur. La loi sur l'aménagement du territoire révisée complique à juste titre le classement de terrains en zone à bâtir, puisqu'une majorité d'électeurs s'était prononcée à plusieurs reprises contre une poursuite du mitage. Mais la densification, qui devait se substituer au zonage de nouveaux terrains et garantir la création de suffisamment d'espace d'habitat, est trop souvent entravée. Possibilités de recours disproportionnées, conflits d'intérêts entre densification et protection du patrimoine et lutte contre les nuisances sonores ainsi que les procédures d'autorisation interminables freinent ainsi l'activité de construction. Les mesures d'accompagnement qui pourraient soutenir l'effort de densification font défaut ou agissent trop lentement. Une action rapide serait nécessaire pour éviter une réelle urgence en matière de logement, mais comme il faudra réviser les lois ad hoc, l'amélioration ne se fera au mieux ressentir que dans plusieurs années. Le risque de pénurie de logements devrait en outre s'inscrire en soutien des revendications exigeant une régulation plus stricte du marché, comme à Genève ou Bâle, même si de tels durcissements ont souvent tendance à encore aggraver les problèmes.

## Logements locatifs

Page 23

### Les locataires ont cédé la barre

La demande de logements en location a encore augmenté l'année dernière, notamment sous l'impulsion de la plus forte immigration recensée ces huit dernières années. Le solde migratoire va sans doute rester élevé dans les années à venir du fait de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et les logements locatifs seront donc très recherchés en dépit de la dégradation conjoncturelle en 2023. Contrairement à la demande, l'activité de construction s'inscrit toujours en repli et aucune inversion de la tendance n'est en vue. Le nombre de logements réalisés est trop faible dans la plupart des régions. Les taux d'offre et les durées d'annonce en baisse rapide révèlent sans ambages que les bailleurs sont en train de reprendre la main sur le marché et toute amélioration rapide de la situation semble improbable au vu de la hausse des taux d'intérêt et des prix de la construction. Le taux de vacance dans le locatif devrait donc continuer à reculer, tandis que les loyers vont fortement augmenter.

## Comportement en matière de déménagement

Page 29

### Migration annuelle

En Suisse, plus de 800 000 personnes déménagent chaque année, soit plus d'une personne sur dix. Dans la tranche d'âge des 25–30 ans, cette part atteignait même 25% en 2021. Sans surprise, ce sont les jeunes adultes entre 18 et 34 ans qui sont les plus nombreux à déménager. Bien que leur part dans la population est de seulement 21%, ils totalisent 43% des déménagements. Nos analyses montrent que nous devenons plus sédentaires avec l'âge. Cela dit, l'âge n'est pas la seule déterminante pour la fréquence et le lieu de déménagement. Les ressortissants étrangers déménagent ainsi plus souvent que les Suisses et les femmes quittent en moyenne le foyer parental plus tôt que les hommes. La distance moyenne de déménagement depuis 2018 s'inscrit généralement entre 12 et 13 kilomètres et reste donc assez modeste. Seulement 28% de la population dépassent une distance de 10 km. Pour les promoteurs, cela signifie qu'en moyenne 72% de la demande proviennent d'un rayon de seulement 10 km autour de l'objet.

## Surfaces de bureau

Page 33

### Sprint intermédiaire

Presque déjà donné pour mort par certains acteurs après la pandémie de COVID-19, l'immobilier de bureaux a jusqu'à récemment profité d'une vigoureuse demande de surfaces liée à la robuste croissance de l'emploi. Et ce sprint intermédiaire est venu à point nommé, puisque le recul des taux de vacance et la hausse des loyers permettent au secteur d'envisager le présent ralentissement avec un peu plus de sérénité. Seul point négatif, le taux d'offre relativement élevé: s'il s'est certes replié de 5,8% à 5,6% en glissement annuel, la robuste croissance de l'emploi laissait espérer une baisse bien plus marquée. La tendance au télétravail affecte donc effectivement l'absorption, de sorte que l'offre de surfaces diminue moins fortement que durant les phases de rebond précédentes. Et les investisseurs semblent l'avoir anticipé, puisque les projets d'expansion demeurent environ 11% en dessous de leur moyenne à long terme. Les réaffectations restent un sujet d'actualité en pareil contexte, mais ils sont bien plus difficiles à concrétiser que l'on pourrait peut-être croire.

**Halte à la confusion**

L'investissement durable est une discipline récente et les standards ad hoc sont encore source de confusion. La multitude d'initiatives et de notations semble inversement proportionnelle au progrès effectivement réalisé en matière de développement durable. Sans connaissance approfondie de la méthodologie sous-jacente, les utilisateurs de ces notations sont dans l'impossibilité d'interpréter correctement les dizaines d'indicateurs qui les composent, et encore moins d'en tirer un quelconque avantage. La base même des critères ESG est bien trop vaste, comme le déplore le magazine *The Economist*, arguant qu'il serait plus judicieux de se concentrer sur quelques indicateurs environnementaux clés, comme la consommation d'énergie absolue et les émissions de gaz à effet de serre des biens-fonds. Si leurs propriétaires peuvent démontrer qu'ils apportent une contribution significative à la lutte contre le réchauffement climatique, ils sortiront automatiquement de la ligne de mire. La Real Estate Investment Data Association (REIDA), une organisation suisse à but non lucratif s'engageant pour la centralisation des données immobilières, souhaite faire évoluer les choses et a élaboré une norme pour le calcul des principaux chiffres clés environnementaux dans l'immobilier – une initiative pour plus de transparence également soutenue par les associations sectorielles AMAS et CAFF. Pour y parvenir, les chiffres clés doivent être vérifiables et comparables, ce qui requiert une base de données et une méthode de calcul standardisées. La première comparaison des chiffres clés des portefeuilles immobiliers établie à l'aide de la norme REIDA fournit des résultats intéressants et permet d'identifier les mesures ménageant les rendements sur la voie de l'objectif zéro net.

**Placements immobiliers – Placements directs**

Page 43

**L'or en béton perd de son éclat**

Les placements immobiliers ne sont plus le seul choix possible depuis la hausse des taux initiée en 2022. Le différentiel de rendement par rapport aux emprunts de la Confédération à 10 ans a fortement baissé et s'inscrit en dessous de sa moyenne à long terme. En fonction des attentes inflationnistes de l'investisseur et du potentiel de répercussion, le repli réel de l'écart de rendement se révèle toutefois plus modeste, parce que les placements immobiliers offrent, en fonction du segment d'affectation, une protection partielle, voire presque intégrale, contre l'inflation. Cela dit, les placements immobiliers ont néanmoins perdu leur aura d'irremplaçabilité. De plus, il faut s'attendre à ce que les taux d'escompte augmentent dans le courant de l'année 2023, et donc à une pression accrue sur les valorisations des immeubles de rapport. Les valorisations résisteront mieux à cette pression si les revenus locatifs nets augmentent. Or, les perspectives se révèlent réjouissantes en la matière, surtout dans le segment résidentiel. La tendance à la raréfaction sur le marché du logement en location se traduit en effet par une hausse des loyers proposés. Cette évolution se manifeste aussi dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, où les pertes de revenu locatif généralement liées aux vacances ont été divisées par deux en seulement trois ans. Grâce au relèvement du taux de référence attendu cette année, il sera en outre possible avec un certain décalage de répercuter une partie de l'augmentation des coûts d'emprunt et de l'inflation sur les locataires. La stabilité économique de la Suisse et l'évolution positive des marchés d'utilisateurs préserveront donc les placements immobiliers d'un atterrissage brutal.

**Placements immobiliers – Placements indirects**

Page 46

**Recalibrage en cours**

Les fonds immobiliers cotés en bourse et les actions immobilières ont fortement réagi à la hausse des taux en 2022 et clôturé l'année boursière sur une performance globale de  $-15,2\%$  et  $-9,0\%$  respectivement. Piètre consolation pour les investisseurs immobiliers, la performance s'est révélée encore bien pire à l'échelle internationale. Les transactions sur le marché des capitaux se sont également effondrées. Le volume desancements et augmentations de capital de fonds immobiliers a reculé de  $50\%$  par rapport à l'année précédente en 2022 et le dévissage des emprunts de nouveaux capitaux par le biais d'émissions d'obligations a même été encore plus violent. Après la correction, le marché a commencé à se recalibrer et les valorisations de nouveau plus réalistes ouvrent de nouvelles opportunités, surtout dans l'immobilier commercial, qui offre un rendement direct conséquent de  $4,1\%$  en moyenne et une certaine protection contre l'inflation.

**Dix sur dix**

Page 49

**Dix questions, dix réponses**

En guise de conclusion, nous vous proposons dix réponses brèves et concises aux dix questions sur le marché immobilier suisse qui nous semblent les plus pertinentes.

# Le zéro net encore loin

**Le parc de logements suisse doit atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050. Selon la présente analyse, le cap est bon et l'objectif est réalisable, mais de nombreux efforts seront nécessaires pour l'atteindre effectivement.**

## La Suisse souhaite atteindre la neutralité climatique d'ici à 2050

Les Suisses sont très inquiets quant à la situation écologique et l'environnement est devenu pour la première fois l'inquiétude numéro un de la population selon le dernier Baromètre des préoccupations du Credit Suisse. Malgré le rejet de la loi sur le CO<sub>2</sub>, cette thématique reste aussi très présente sur la scène politique, puisque la Suisse a décidé de réduire ses émissions de gaz à effet de serre (GES) au niveau zéro net d'ici 2050. Dans une première étape, il est prévu de diminuer de 50% les émissions par rapport à leur niveau de 1990 d'ici 2030.

## L'immobilier responsable de près d'un quart des émissions

Cette démarche aura aussi d'importantes répercussions sur le parc immobilier existant, puisque le secteur est le troisième émetteur de GES dans notre pays avec une part de 23,9%, après les transports (31,6%) et l'industrie (24,8%) (Fig. 1). L'immobilier se retrouve donc en première ligne et les propriétaires n'auront d'autre choix que d'agir. Les logements sont responsables de plus des deux tiers des émissions du secteur, principalement par le chauffage avec des combustibles fossiles et la production d'eau chaude. Réduire les émissions des bâtiments est donc essentiel pour espérer atteindre la neutralité climatique et réaliser cet objectif n'est possible qu'en réduisant massivement la consommation d'énergie et en renonçant aux énergies fossiles. Il s'agit également de favoriser une économie circulaire et de consommer le moins d'énergie (grise) possible lors de la réalisation et du démantèlement de bâtiments.

## Scénarios pour le parc de logements existant d'ici à 2050

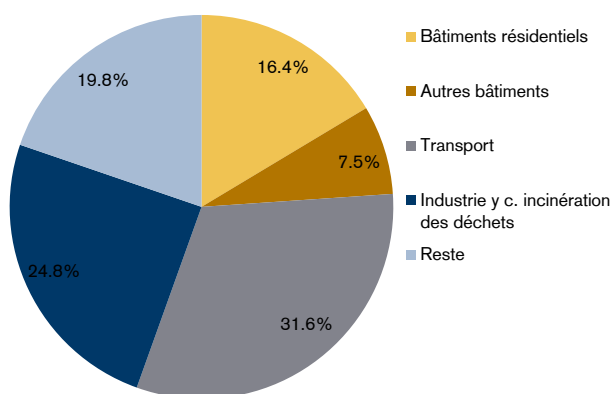
Dans ce qui suit, nous anticipons la possible évolution du parc de logements suisse en vue d'atteindre la neutralité climatique. Pour ce faire, nous nous fondons notamment sur les scénarios développés par l'Office fédéral de l'énergie dans le cadre des Perspectives énergétiques 2050+. Nous avons également élaboré nos propres scénarios et tentons d'identifier les éventuelles pierres d'achoppement sur la voie de la neutralité carbone. En tant que banque, cette analyse nous permet de comprendre les moteurs de l'évolution et de mieux évaluer à la fois les risques climatiques auxquels nos portefeuilles de crédits sont exposés et l'impact de nos portefeuilles sur le climat lui-même.

## Les nouvelles constructions se passent presque entièrement d'énergies fossiles

La construction neuve a été le théâtre de nombreuses avancées. Les chauffages d'une bonne partie des logements individuels et collectifs construits cette dernière décennie se passent ainsi d'énergies fossiles. Et cette évolution s'est encore renforcée ces dernières années en raison du durcissement des dispositions légales. En 2022, 97% des maisons individuelles et 96% des appartements en immeubles collectifs autorisés à la construction étaient planifiés avec des systèmes n'utilisant pas d'énergies fossiles (Fig. 2). La plupart des maisons individuelles sont aujourd'hui

**Fig. 1: L'immobilier troisième émetteur de gaz à effet de serre**

Émissions de gaz à effet de serre en Suisse, par secteurs

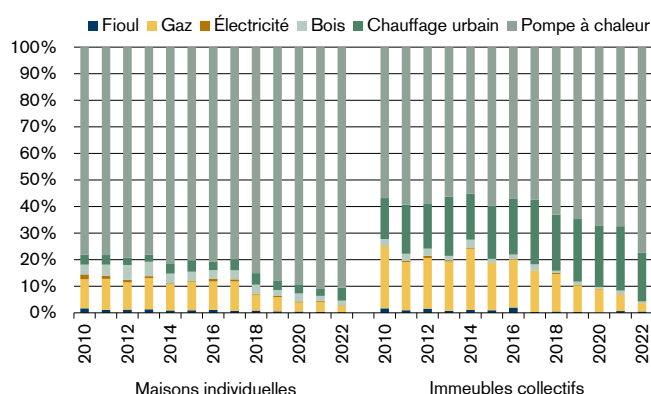


Source: Office fédéral de l'environnement

Dernières données: 2020

**Fig. 2: Constructions neuves presque sans chauffages fossiles**

Permis de construire logements (nombre d'unités d'habitat) par type de chauffage, en %



Source: Baublat, Credit Suisse

Dernières données: 10/2022

dotées de pompes à chaleur (90,4%). Dans les immeubles collectifs, l'on utilise outre les pompes à chaleur (77%) également des systèmes de chauffage urbain (18%). La sensibilisation croissante à la situation environnementale et la forte hausse des prix des énergies fossiles vont sans doute bientôt faire disparaître les chauffages au fioul et au gaz des constructions neuves – hormis quelques exceptions pour raison technique ou réglementaire.

### La durée de vie principal obstacle à la rénovation de l'existant

La situation dans l'immobilier existant est tout autre. La longue durée d'amortissement de nombreux éléments constitue ici le principal obstacle à la création d'un parc plus durable. La durée de vie d'un bâtiment atteint bien souvent 100 ans et plus dans notre pays. Si celle d'un chauffage n'est certes que de «seulement» 15 à 25 ans<sup>1</sup>, la durée de vie des façades, fenêtres et toitures, qui revêtent également une importance capitale lors d'une rénovation énergétique, atteint 30 à 50 années. En raison des coûts d'amortissement élevés survenant en cas de remplacement anticipé, les rénovations n'interviennent que rarement bien plus tôt que nécessaire et les programmes de subventions étatiques ne suffisent pas à résoudre ce problème. Le processus de prise de décision au sein des copropriétaires est un autre obstacle de taille à la rénovation. Le consensus faisant bien souvent défaut lorsqu'il s'agit d'une réhabilitation complète, l'on parle même d'un véritable blocage dans la propriété par étages.

### Importantes lacunes de connaissance dans l'existant

De plus, il existe d'importantes lacunes de connaissance s'agissant de l'état énergétique des bâtiments en Suisse. Aucune donnée n'est en effet disponible sur le moment et l'étendue des rénovations entreprises jusqu'à présent, à l'exception des systèmes de chauffage (Fig. 4). Les informations fournies par le Registre fédéral des bâtiments et logements (RegBL) doivent toutefois être considérées avec une certaine prudence, puisque 49% des données datent du recensement de la population de 2000 (Fig. 3). En tablant sur une durée de vie moyenne de 15 à 25 ans, bon nombre des chauffages ont sans doute déjà été renouvelés. Il est en revanche impossible de dire s'ils ont été remplacés par un nouveau système fossile ou p. ex. par une pompe à chaleur. Les communes ont certes été appelées à actualiser leurs données, mais il reste encore beaucoup à faire dans de nombreux cantons, raison pour laquelle la part des chauffages fossiles est probablement surestimée.

### 60% des bâtiments encore chauffés aux énergies fossiles

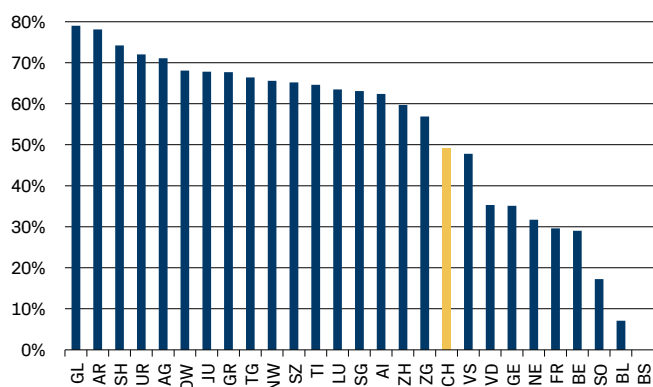
Et la comparaison avec une enquête menée en 2017 par l'Office fédéral de la statistique sur le chauffage des bâtiments résidentiels semble le confirmer (Fig. 4). Dans cet échantillon, le nombre de chauffages au fioul était en effet bien plus faible que dans le RegBL 2022. Selon les résultats de l'enquête de 2017, 39% des logements étaient équipés de chauffages au fioul, 21% de chaudières au gaz et 7% de chauffages électriques. La part des pompes à chaleur était alors de 18%, celle du bois de 10% et celle du chauffage urbain de 4%.

### Grande disparité cantonale en matière d'approches énergétiques

Les instances politiques sont conscientes des défis que pose la part importante de bâtiments non optimisés sur le plan énergétique et a réagi en conséquence. Les dispositions applicables en la matière ont été durcies dans le cadre du MoPEC – Modèle de prescriptions énergétiques des cantons, décidé en 2014. La transposition dans les lois cantonales sur l'énergie reste toutefois un processus lent et la mise en œuvre du MoPEC 2014 avait été ratifiée ou planifiée dans

Fig. 3: Lacunes quant aux types de chauffage dans le RegBL

Part des informations sur le chauffage dans le Registre fédéral des bâtiments et logements (RegBL) se basant encore sur le recensement de 2000

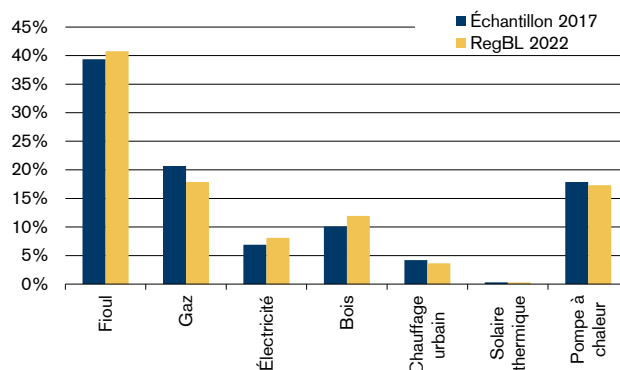


Source: Office fédéral de la statistique

Dernières données: 09/2022

Fig. 4: 60% des logements encore chauffés aux énergies fossiles

Parc existant par type de chauffage, échantillon



Source: Office fédéral de la statistique

Dernières données: 06/2022

<sup>1</sup> Les tableaux de durée de vie diffèrent d'une source à l'autre. Nous nous appuyons sur les données de hausinfo.ch.



seulement 21 cantons à la fin septembre 2022. De plus, chaque canton décide de manière autonome de la rigueur d'application des lois sur l'énergie. Dans le canton de Zurich il est par exemple interdit depuis septembre 2022 de remplacer un chauffage au fioul par un nouveau même dans les anciens bâtiments. La proposition de loi partiellement révisée du canton d'Argovie, dont la procédure de consultation a débuté à la mi-2022, autorise en revanche toujours le remplacement des chauffages au fioul et la production d'électricité par énergie solaire reste facultative dans les nouvelles constructions.

### Taux de remplacement aussi limité par le manque de capacités dans la construction

Le durcissement progressif des dispositions légales et la hausse des prix des énergies fossiles ont fortement accéléré le remplacement des systèmes de chauffage conventionnels par des solutions durables et cette tendance devrait encore se renforcer dans les années à venir. Comme il dépend aussi grandement de l'état énergétique d'éléments à longue durée de vie comme la façade, la toiture et les fenêtres, le renouvellement du chauffage s'en trouve cependant ralenti. S'il est certes possible d'installer une pompe à chaleur dans une maison mal isolée, il faut opter pour une solution plus performante. Et lorsque l'isolation est ensuite améliorée, la pompe devient trop puissante. Selon les Perspectives énergétiques 2050+, le nombre de rénovations de façades de bâtiments collectifs devrait augmenter de 40% sur la période 2015–2035 pour atteindre les objectifs ambitieux. À cela viennent s'ajouter les limites de capacité de la branche de la construction: en 2022, le délai d'attente pour une pompe à chaleur était de plus d'un an. Par ailleurs, hormis la santé et le commerce de détail, aucun autre secteur n'affiche actuellement autant de postes vacants que la construction, ce qui va sans doute encore ralentir la conversion pour des systèmes de chauffage plus durables.

### L'avenir appartient aux pompes à chaleurs et systèmes de chauffage urbain

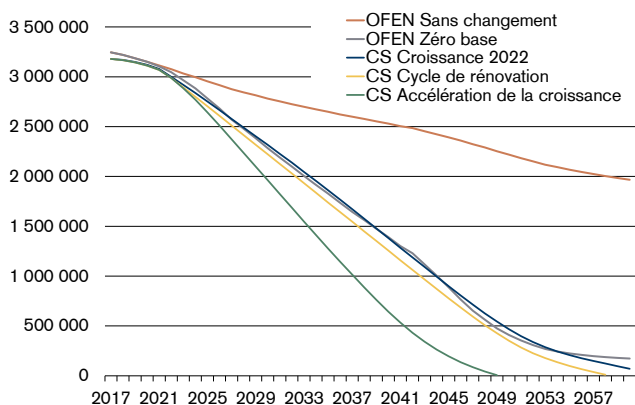
À l'avenir, le choix devrait de plus en plus se porter sur les pompes à chaleur. Selon les scénarios de l'Office fédéral de l'énergie (OFEN), plus de 90% des futures maisons individuelles en seront équipées. Dans les immeubles collectifs, les pompes à chaleur représenteront 69% des installations et le chauffage urbain 30%. Dans ce domaine, l'accent devrait se déplacer de la chaleur produite par l'incinération des déchets vers l'utilisation thermique des eaux lacustres, qui offre un énorme potentiel à long terme et un meilleur bilan CO<sub>2</sub>. Exploiter ce potentiel demandera toutefois un certains temps. Quelques projets en ce sens ont été initiés récemment. À Zoug, un système produisant de la chaleur avec les eaux du lac éponyme doit ainsi alimenter toute la ville ainsi que les quartiers limitrophes de Baar d'ici à 2040. Le canton de Thurgovie s'est fixé pour objectif de couvrir 10% des besoins actuels de chauffage fossile par un système puisant la chaleur dans le lac de Constance et le Rhin. Et ce n'est que la pointe de l'iceberg: selon les estimations de l'Institut fédéral suisse des sciences et technologies aquatiques eawag, le potentiel thermique des lacs de Constance et Léman est massivement supérieur à la demande régionale maximale.<sup>2</sup> Malgré quelques déboires à Bâle et Saint-Gall, la géothermie recèle elle aussi encore un certain potentiel et le canton de Genève a récemment révélé des projets ambitieux en la matière.

### Scénario OFEN «Zéro base»

Au vu de la part importante d'énergies fossiles et des restrictions susmentionnées, la voie vers un parc de logements intégralement durable en Suisse sera encore longue et l'objectif à moyen terme fixé pour 2030 sera tout sauf facile à atteindre.

Fig. 5: Nombre de logements dotés d'un chauffage fossile

Courbe de réduction par scénario

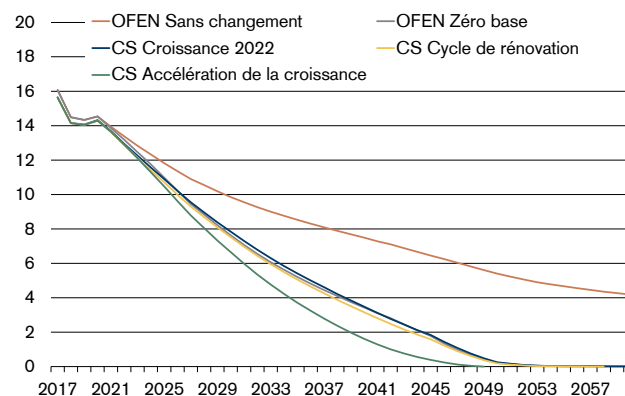


Source: Credit Suisse, Office fédéral de l'énergie

Dernières données: 2017

Fig. 6: Évolution de l'intensité d'émission de CO<sub>2</sub>

Courbe de réduction par scénario, équivalents CO<sub>2</sub> en kg par m<sup>2</sup> de surface de référence énergétique (émissions directes/scope 1 uniquement)



Source: Credit Suisse, Office fédéral de l'énergie

Dernières données: 2017

<sup>2</sup> Gaudard A., Schmid M., Wüest A. (2018). Utilisation thermique des eaux superficielles – Potentiel des lacs et rivières suisses. Aqua & Gas 2/2018.

Dans son scénario de base «Zéro base», l'OFEN table sur une réduction des chauffages fossiles de 25% entre 2022 et 2030 (Fig. 5). D'ici 2050, seulement 6% des logements devraient encore être chauffés au gaz et 1% au fioul. Il s'agira alors surtout de bâtiments dans lesquels il se sera révélé impossible d'intégrer une pompe à chaleur ou une solution de chauffage urbain. L'objectif d'un parc de logements sans émissions de gaz à effet de serre devrait donc être presque atteint d'ici 2050, puisque les chauffages au gaz seront alors alimentés par biométhane. Les émissions en équivalent CO<sub>2</sub> des logements seront de 0,22 kg par m<sup>2</sup> de surface de référence énergétique en 2050 (Fig. 6). Et comme les derniers chauffages au fioul auront sans doute disparu d'ici 2060, les émissions devraient ensuite baisser à presque zéro (0,03 kg/m<sup>2</sup>).

### **La durée de vie résiduelle pèse sur les courbes de réduction**

L'analyse des courbes de réduction de nos propres scénarios montre que l'objectif zéro net est ambitieux, puisqu'il faudrait accélérer le rythme des remplacements de chauffages pour pouvoir l'atteindre. Par rapport à 2021, les ventes annuelles de pompes à chaleur devraient ainsi augmenter de 69% d'ici à 2027. Si nous maintenons le niveau de 2022 (scénario CS «Croissance 2022») les chauffages fossiles n'auront selon nos estimations disparu des bâtiments résidentiels qu'en 2063 (Fig. 5). En revanche, si nous parvenons à accélérer la cadence, il est possible que l'objectif 2050 puisse effectivement être atteint et que les chauffages fossiles aient d'ici là disparu hormis quelques exceptions (scénario CS «Accélération de la croissance»). En tenant compte des restrictions découlant de la durée de vie résiduelle de la façade, des fenêtres et de la toiture lors du remplacement du chauffage, la courbe de réduction se décale de huit années (scénario CS «Cycle de rénovation»). En partant de l'hypothèse d'une amélioration de l'efficacité énergétique et d'une utilisation du biométhane, le parc de logements existant dans notre scénario principal «Cycle de rénovation» générerait en moyenne encore 0,19 kg d'équivalent CO<sub>2</sub>/m<sup>2</sup> en 2050 (Fig. 6).

### **Les incertitudes autour de la situation actuelle entraînent d'importantes différences**

En dépit des restrictions affectant les rénovations, notre scénario principal prévoit une baisse plus rapide du nombre de logements utilisant des énergies fossiles que le scénario «Zéro base» de l'OFEN. Mais cela est principalement imputable aux différences des situations initiales. Il s'agit là d'ailleurs de l'un des principaux problèmes qui se dressent pour obtenir une courbe de réduction la plus réaliste possible. En l'absence de données détaillées sur le nombre de logements dotés aujourd'hui d'un chauffage fossile, il nous faudra plusieurs années pour déterminer si nous sommes effectivement sur la bonne voie pour atteindre les objectifs fixés dans le délai imparti. Il est donc d'autant plus important de créer le plus rapidement possible toute la transparence requise.

### **Les objectifs pour 2030 en danger en raison de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et des délais de livraison**

Selon notre analyse, les objectifs fixés pour 2050 sont certes ambitieux, mais restent réalisables au vu de l'évolution du contexte sociétal et politique. En revanche, atteindre les objectifs intermédiaires de 2030 devrait se révéler beaucoup plus compliqué. Les principaux obstacles sont ici les capacités limitées de la branche de la construction liées à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et les délais de livraison importants de différents éléments. Si les derniers chiffres témoignent d'une impressionnante croissance, celle-ci sera sans doute insuffisante pour atteindre les objectifs 2030.

### **Poursuivre «sans changement» n'est guère une option**

Les récents efforts en matière de durabilité, l'accélération du passage à des systèmes de chauffage durables et la pression politique persistante devraient contribuer à ouvrir la voie à un parc résidentiel exempt de toute émission de gaz à effet de serre. Le scénario «Sans changement», dans lequel l'on se contenterait de poursuivre les mesures de politique énergétique et climatique mises en place ces dernières années est donc peu susceptible de survenir (Fig. 5).

### **Conclusion: faisable, mais compliqué**

Pour résumer, nous constatons que l'objectif d'une neutralité carbone du parc de logements suisse d'ici à 2050 est ambitieux. Mais parce que la durabilité gagne en importance dans de plus en plus de ménages et que l'utilisation de pompes à chaleur et de panneaux solaires a fortement augmenté ces dernières années, l'atteindre nous semble néanmoins possible. Pour y parvenir effectivement, des efforts supplémentaires sont en revanche indispensables. Se pose ici surtout la question de comment accélérer la rénovation énergétique des façades, toitures et fenêtres. Au vu du modeste succès des efforts d'économie et des compensations volontaires (comme la compensation CO<sub>2</sub> pour les trajets en avion), il sera sans doute nécessaire d'augmenter la pression réglementaire. Pour éviter les éventuels effets indésirables, il faudrait en outre augmenter directement le prix des énergies fossiles par le biais d'une taxe carbone.

# Demande en baisse

**La hausse des taux d'intérêt a entraîné un net recul de la demande de logements en propriété. En outre, en raison du récent envol des prix la part des ménages pouvant se permettre d'accéder à la propriété a encore diminué.**

## Inversion de la tendance dans le sillage de la hausse des taux

Le marché du logement en propriété à usage propre doit faire face à une inversion de la tendance, déclenchée par la forte hausse des taux hypothécaires en 2022. Après une décennie de niveaux plancher sans précédents, ces taux ont en effet plus que doublé l'année dernière. Le taux d'une hypothèque fix à 5 ans est par exemple passé de 1,0% fin 2021 à 2,7% fin 2022. Cela dit, cette progression doit être relativisée. Au vu du taux moyen à long terme de 4,0% pour ce type d'hypothèque, le niveau actuel certes en hausse ne peut pas être considéré comme particulièrement élevé.

## Forte augmentation des coûts hypothécaires

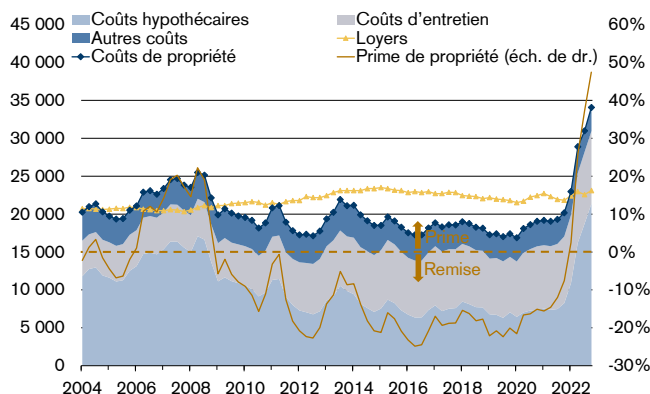
La hausse des taux d'intérêt a un impact tant sur les nouvelles conclusions que sur les prolongations d'hypothèques et entraîne des coûts nettement plus importants. À la conclusion d'une hypothèque fix à 5 ans, la charge d'intérêt pour l'acquisition d'un appartement moyen de 4,5 pièces a bondi de 8250 CHF à 21 380 CHF entre la fin 2021 et 2022 (Fig. 7). Et la situation se révèle similaire s'agissant des hypothèques monétaires: depuis la fin des taux négatifs à l'été 2022, la charge d'intérêt pour le même bien est passée de 7390 CHF à 17 110 CHF. Mais l'envolée de la charge d'intérêt n'est pas le seul facteur ayant entraîné les coûts de financement à la hausse, puisque les prix de l'immobilier ont également augmenté.

## Acheter est devenu beaucoup plus cher que louer

Lorsque l'on calcule les coûts globaux, la charge financière liée à l'achat d'un logement tel que mentionné ci-dessus s'établit aujourd'hui à 34 060 CHF par an pour une hypothèque fix à 5 ans. Outre l'entretien (1% de la valeur du bien), il convient ici aussi de tenir compte des aspects fiscaux (valeur locative et déduction des intérêts), des coûts d'opportunité sous forme d'alternatives de placement du capital propre, ainsi que des risques (accumulation de risques financiers et illiquidité à court terme de l'objet), mais aussi du rendement potentiel lié à la plus-value à long terme du bien-fonds. Au bout du compte, les charges annuelles d'un logement en propriété sont aujourd'hui 47% plus élevées que celles d'un logement locatif comparable (Fig. 7). Après 13 années pendant lesquelles l'achat était plus intéressant que la location, il faut donc désormais composer avec une prime de propriété très élevée. Entre 1993 et 2008, avant la phase de taux plancher, cette prime n'atteignait en moyenne que 29%.

**Fig. 7: Prime de propriété à un niveau historiquement élevé**

Charge financière: comparatif logement en propriété et en location, en tenant compte de tous les coûts pertinents

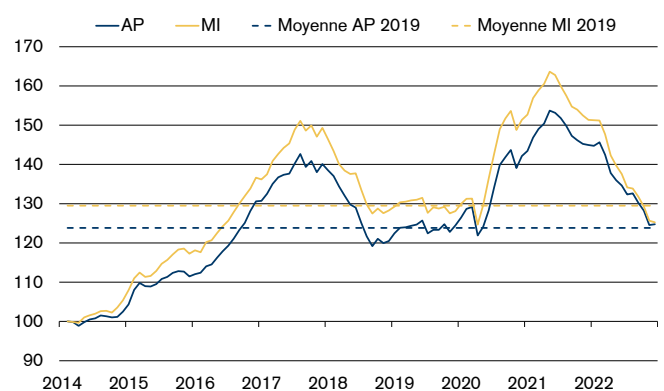


Source: Credit Suisse

Dernières données: T4 2022

**Fig. 8: Net recul de la demande de logements en propriété**

Indices de la demande logement en propriété (AP = appartement, MI = maison individuelle); indice: février 2014 = 100



Source: Realmatch360

Dernières données: 12/2022

## La demande a diminué au niveau de sa moyenne à long terme

L'envolée de la charge d'intérêt a entraîné une forte baisse de la demande de logements en propriété en 2022. En une année, les indices de la demande de Realmatch360, qui analysent les abonnements de recherche de tels biens, se sont repliés de 14% pour les appartements (AP) et de 17% pour les maisons individuelles (MI) (Fig. 8). Malgré ce dévissage, les indices pour les deux segments restent cependant proches de leurs moyennes à long terme ou de leurs niveaux pré-pandémiques. Il ne peut donc être question d'un effondrement de la demande, mais le boom enregistré en 2020 et 2021 est bel et bien terminé.

## Repli de la demande particulièrement marqué dans les régions onéreuses

Une certaine dichotomie s'observe sur le front de la taille des logements: si l'intérêt pour les grands appartements a diminué plus fortement que pour les plus petites superficies, les grandes maisons individuelles sont toujours prisées. La recherche de surfaces habitables plus généreuses dans le sillage de la pandémie ne se dément donc pas. La récente envolée des prix a toutefois réduit la superficie abordable pour de nombreux ménages. Et le fait que les indices de la demande dans les régions onéreuses autour du lac de Zurich et ses environs ainsi que dans l'Arc lémanique aient connu les plus forts replis vient confirmer ce constat.

## La demande de logements de vacance résiste mieux

L'intérêt pour les logements en propriété situés dans les régions alpines a en revanche moins diminué et demeure supérieur à la moyenne à long terme dans de nombreux secteurs. Cela s'explique par l'engouement toujours marqué pour les logements de vacance, surtout au sein des ménages plus fortunés qui recherchent un pied-à-terre dans les destinations les plus prisées. Ces ménages sont moins sensibles aux taux d'intérêt que les ménages seules, qui ne peuvent que difficilement se permettre d'accéder à la propriété. À cela vient s'ajouter la certitude qu'aucune résidence secondaire sans restriction d'utilisation ne pourra être construite avant longtemps, qui attise la propension à acheter.

## Pas de hausse des charges avant 2023 pour les propriétaires existants

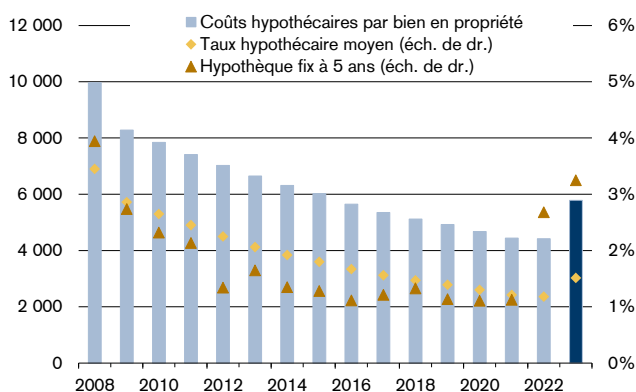
Les personnes qui étaient propriétaires de leur logement en 2022 ne sont en général pas encore confrontées à la hausse des charges (Fig. 9). Comme les hypothèques arrivant à échéance ont parfois pu être renouvelées à des taux avantageux, ces charges ont même légèrement diminué. Cette année, le nombre de prolongations à des taux plus élevés va cependant augmenter et nous anticipons en moyenne une hausse des intérêts hypothécaires annuels pour les propriétaires existants de 4421 CHF à 5785 CHF. Les charges augmenteraient ainsi à un niveau proche de celui de 2016, tout en restant nettement inférieures à celui de 2008.

## L'admissibilité théorique devient un obstacle insurmontable

La demande est aussi impactée par le problème de l'admissibilité théorique. La forte croissance des prix surtout depuis le début de la pandémie de COVID-19 a réduit le nombre de ménages pouvant se permettre d'accéder à la propriété. Avec un taux de financement par emprunt de 80% et un taux d'intérêt théorique de 5%, un ménage disposant d'un revenu moyen de 119 000 CHF devrait ainsi allouer pas moins de 40% de ses revenus à l'acquisition d'un logement neuf du segment intermédiaire, et même 59% pour une maison individuelle neuve de taille moyenne. Or, ces deux chiffres sont bien supérieurs au seuil usuel, qui s'établit à un tiers du revenu brut. Le principe de l'admissibilité théorique que les banques sont tenues d'appliquer pour tout financement devient par conséquent un obstacle insurmontable pour un nombre croissant de ménages.

**Fig. 9: Hausse des charges pour les propriétaires existants en 2023**

Intérêts hypothécaires par bien en propriété, en CHF; taux hypothécaire moyen au 30 septembre de chaque année, 2023: prévision

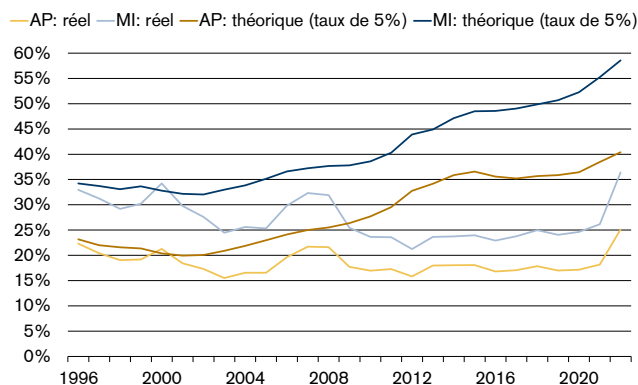


Source: Credit Suisse, OFL, BNS

Dernières données: 2022

**Fig. 10: Admissibilité théorique – un obstacle toujours plus grand**

Admissibilité pour un ménage moyen, en % du revenu (hypothèses: logement neuf, entretien 1%, nantissement 80%, amortissement aux 2/3 en 15 ans)



Source: Credit Suisse

Dernières données: 2022



## L'admissibilité est un problème dans de plus en plus de régions

Fin 2022, seuls 22% des objets proposés à la vente en Suisse étaient accessibles pour les ménages disposant d'un revenu moyen. Ce problème de l'admissibilité théorique est le plus marqué dans le canton de Zurich, dans l'Arc lémanique et dans la région de Bâle, ainsi qu'en Suisse centrale (Fig. 11). Cela dit, il concerne aussi de plus en plus les cantons de Thurgovie et d'Argovie, depuis lesquels les centres de Zurich et Bâle sont rapidement accessibles.

## Perspectives toujours assombries pour 2023

Nous anticipons une poursuite du repli de la demande en 2023. Mais comme les taux hypothécaires ne devraient plus guère augmenter, cette baisse devrait rester limitée. La situation réjouissante sur le marché de l'emploi a un effet stabilisateur sur la demande. Dans l'éventualité d'une récession durable, cette situation se dégraderait toutefois sensiblement et il faudrait alors s'attendre à une diminution plus marquée de la demande – un scénario qui nous semble cependant peu probable.

## L'investissement locatif n'est plus intéressant financièrement

## La hausse des taux rend l'investissement locatif peu attractif

Ces dernières années, presque 20% de appartements en propriété et maisons individuelles nouvellement construits n'étaient pas occupés par leurs acheteurs, mais proposés à la location. L'un des principaux moteurs de ces investissements locatifs étaient les taux d'intérêt très bas pendant la période 2009–2021. Or, la récente envolée des taux a changé cette situation du tout au tout: la hausse des coûts de financement s'accompagne de rendements en baisse, puisque les prix des logements en propriété ont progressé bien plus fortement que les loyers.

## Exemple de calcul à Dietikon (ZH)

Compte tenu de l'intégralité des coûts, les investissements locatifs ne sont aujourd'hui plus intéressants. La figure 12 le démontre à l'aide d'un exemple de calcul à Dietikon (ZH). Dans cet exemple, nous considérons un appartement neuf moyen de 4,5 pièces d'une surface habitable de 110 mètres carrés. Après déduction de tous les frais, un tel investissement générerait un bénéfice annuel de 9100 CHF en 2019, soit un rendement des fonds propres de 2,7% après impôts.<sup>3</sup> En 2022, le même investissement se soldait en revanche par un résultat de -2820 CHF pour le propriétaire.

## Net repli des crédits pour des investissements locatifs attendu

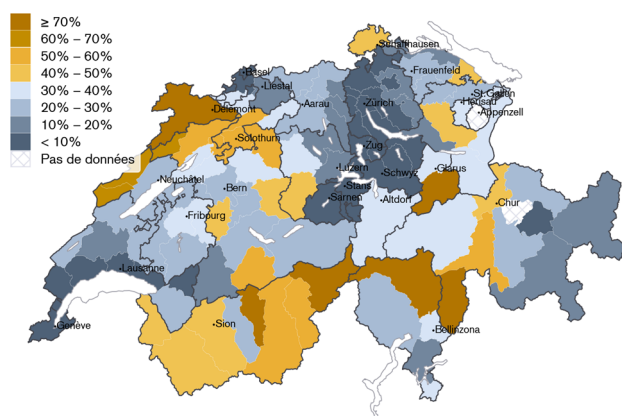
La part des investissements locatifs dans le total des nouvelles conclusions hypothécaires est restée à peu près stable à presque 20% ces dernières années. Or, nous pensons qu'elle va sensiblement diminuer dans le sillage de la remontée des taux et de la disparition des taux négatifs. Dans les faits, cette diminution est d'ailleurs déjà sensible sur les deux derniers trimestres de 2022.

## Les propriétaires existants sont souvent mieux lotis

Pour de nombreux propriétaires existants d'objets de rapport, l'investissement devrait en revanche continuer de porter ses fruits. Bon nombre d'entre eux ont en effet conclu leurs hypothèques fix à des taux très avantageux et acheté leurs biens à des prix nettement plus bas. Cela dit, la hausse des taux d'intérêt va ici aussi réduire les rendements, puisque les loyers des baux existants ne pourront être augmentés qu'avec un certain décalage du fait de l'inertie du taux de référence.

Fig. 11: Admissibilité problématique dans de plus en plus de régions

Part des biens proposés (MI et AP) de quatre pièces et plus accessible pour les ménages disposant d'un revenu (moyen) de 119 000 CHF

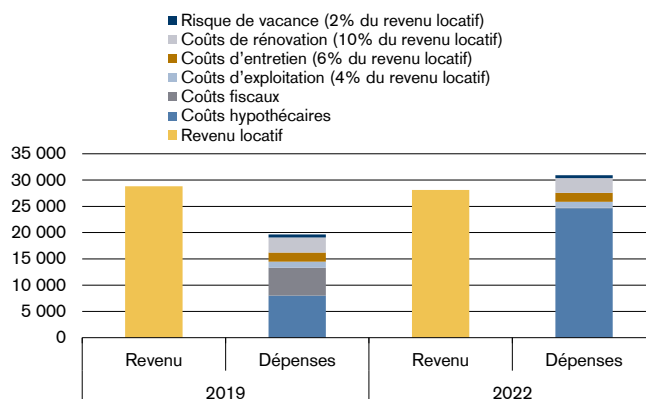


Source: Credit Suisse, OFS, Meta-Sys, Geostat

Dernières données: T4 2022

Fig. 12: Investissements locatifs bien souvent plus rentables

Étude de cas simplifiée pour la commune de Dietikon (ZH), en CHF par an



Source: Credit Suisse

Dernières données: T3 2022

<sup>3</sup> Autres hypothèses: financement par emprunt: 66,7%; revenu du ménage: 250 000 CHF; coût d'exploitation: 4% du revenu locatif; coûts d'entretien: 6% du revenu locatif; coûts de rénovation: 10% du revenu locatif; risque de vacance: 2% du revenu locatif.

# Activité de construction en berne

**La construction de logements en propriété continue de s’inscrire en repli et cette situation ne devrait guère changer en 2023. Cela dit, la perte d’attractivité des investissements locatifs va sans doute faire en sorte que le nombre d’objets disponibles augmente en glissement annuel.**

## Repli des constructions neuves en 2022 également

Les nouvelles constructions de logements en propriété poursuivent leur repli. L’année dernière, seulement 11 600 appartements et 6600 maisons individuelles ont ainsi été réalisés, soit une baisse de 3% par rapport à l’année précédente. Depuis le plus haut de 2011, le recul atteint pas moins de 41%. Mesurée à l’aune du parc existant, l’expansion était de 1,0% au sein des appartements en propriété et de 0,6% pour les maisons individuelles.

## Une évolution qui va se poursuivre en 2023

Malgré la pénurie de logements en propriété, aucune inversion de la tendance n’est en vue, puisque le nombre de permis de construire délivrés a encore baissé en 2022. Quelque 10 560 appartements en propriété ont été autorisés à la construction, soit une baisse de 5,6% en glissement annuel (Fig. 13). Comme l’année dernière, le nombre de maisons individuelles autorisées a en revanche de nouveau légèrement augmenté (6340 unités, soit +0,7%). Le volume de demandes déposées jusqu’à présent laisse penser que le repli de l’activité va se poursuivre en 2024.

## Les opportunités d’achat se multiplient pourtant

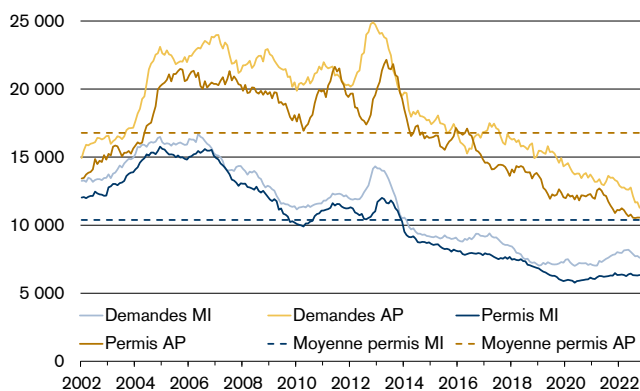
En raison de la perte d’attractivité des investissements locatifs, le nombre de logements proposés à l’achat devrait néanmoins augmenter cette année. En partant de l’hypothèse que le volume de tels financements (dont la part atteignait presque 20% ces dernières années) va être divisé par deux en 2023, le nombre de logements en propriété à usage propre disponibles devrait dépasser de 1500 unités celui de l’année dernière. Au vu de l’effondrement de l’activité de construction, cela ne représentera toutefois qu’une goutte d’eau dans la mer.

## Disparités à l’échelon régional

L’expansion du parc de logements en propriété dépassera 1% dans seulement 29 des 110 régions en 2023. Ces régions se répartissent sur l’ensemble du territoire national, de sorte qu’aucun secteur particulièrement dynamique n’est discernable en matière d’activité de construction (Fig. 14). Dans la plupart des régions alpines, l’expansion est très faible du fait de l’interdiction de créer de nouvelles résidences secondaires sans restriction d’utilisation. Dans l’ensemble, le rapport entre les centres et la périphérie reste à peu près inchangé: 55% des appartements en propriété et 77% des maisons individuelles planifiés concernent des communes en dehors des grands et moyens centres et de leurs agglomérations.

**Fig. 13: Permis de construire à un plancher record**

Permis demandés et octroyés en nombre d’unités d’habitat, somme mobile sur 12 mois

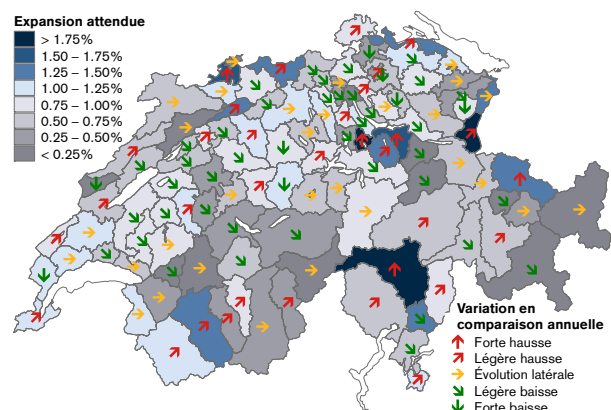


Source: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 10/2022

**Fig. 14: Activité la plus faible dans les régions alpines**

Expansion attendue logement en propriété 2023, en % du parc existant



Source: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Dernières données: 10/2022

# La pénurie dope les prix

**Grâce à l'activité de construction très faible, le repli de la demande n'a pour l'heure guère impacté la commercialisation. La croissance des prix devrait fortement ralentir en 2023, sans pour autant devenir négative.**

## L'activité de construction en berne évite la suroffre

Dans le contexte de marché actuel, la baisse de l'activité de construction neuve depuis plusieurs années s'inscrit de fait en soutien, puisque le tassement de la demande aurait pu engendrer une suroffre. Les demandes et permis de construire étant toujours en baisse, nous tablons pour l'année en cours sur une poursuite de la pénurie de logements en propriété.

## Commercialisation un peu plus longue

Les taux d'offre restent proches de leurs planchers historiques et atteignent 1,6% (appartements en propriété) et 1,5% (maisons individuelles) du parc respectif au 4<sup>e</sup> trimestre 2022. La comparaison avec le marché locatif permet de mesurer toute l'étendue de cette pénurie: pour un logement en propriété proposé par voie d'annonce, l'on compte aujourd'hui 5,9 logements en location. Et cette pénurie concerne presque toutes les régions. Seuls le Tessin, le Bas-Valais, le Jura et l'Arc lémanique enregistrent des taux d'offre supérieurs à 2%. La durée d'annonce moyenne est passée de 70 à 81 jours pour un appartement en propriété et de 60 à 78 jours pour une maison individuelle au 2<sup>e</sup> semestre 2022.

## Légère hausse des taux de vacance attendue en 2023

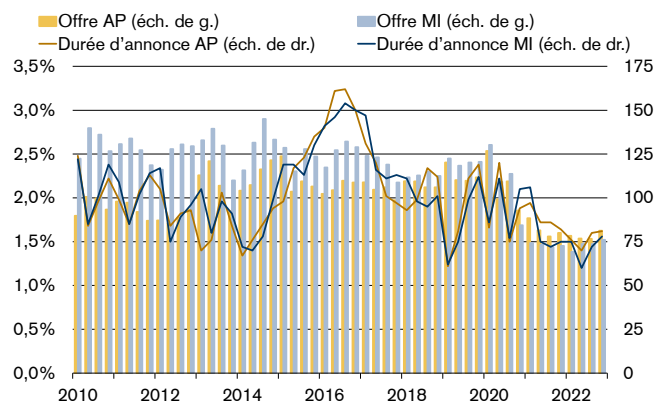
Au vu du repli persistant de la demande, nous anticipons une légère hausse des taux de vacance et de la durée d'annonce dans les prochains trimestres. Les objets arrivant sur le marché devraient continuer de trouver preneur, sous réserve que les prix restent raisonnables. Toutefois, la commercialisation se révélera sans doute plus compliquée et plus longue que ces dernières années. Les taux de vacance vont légèrement augmenter, passant de leurs niveaux planchers actuels de 0,37% pour les appartements et 0,44% pour les maisons individuelles à plus de 0,45% et 0,50% respectivement.

## Net tassement de la croissance des prix en 2023

Sur fond de pénurie, les prix des logements en propriété à usage propre ont certes fortement augmenté jusqu'à récemment, mais le zénith de cette évolution a été dépassé dès l'été 2022. Avec un plus de 5,2% pour les appartements et de 5,5% pour les maisons individuelles, la croissance des prix s'est stabilisée à un niveau toujours élevé au 4<sup>e</sup> trimestre 2022. Pour les trimestres à venir, nous tablons sur un net tassement dans le sillage du repli persistant de la demande. L'offre très restreinte va toutefois s'inscrire en soutien des prix, raison pour laquelle nous n'anticipons aucune baisse dans l'immédiat. Pour l'année en cours, nous attendons une hausse des prix de 0,5% pour les appartements et de 1,5% pour les maisons individuelles.

**Fig. 15: L'offre stagne à un niveau plancher**

Objets existants, taux d'offre en % du parc, durée d'annonce en jours

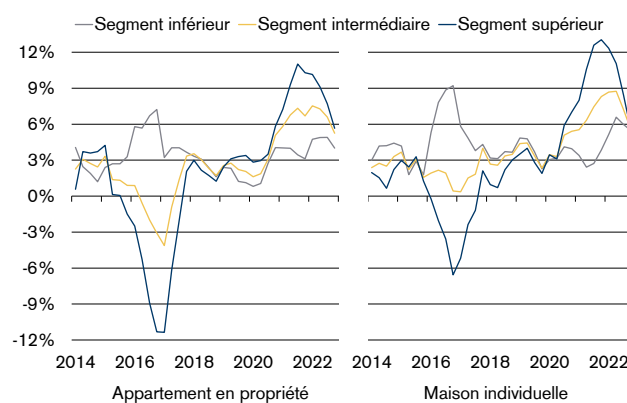


Source: Meta-Sys, Credit Suisse

Dernières données: T4 2022

**Fig. 16: Faible tassement de la croissance des prix à ce jour**

Taux de croissance annuels par segment de prix



Source: Wüest Partner

Dernières données: T4 2022

## Nette accentuation des déséquilibres sur le marché

Après leur progression de 17,7% depuis le début 2020 se pose aujourd'hui la question de la pérennité de l'évolution des prix dans le segment du logement en propriété. L'écart entre les revenus et les prix s'est sensiblement creusé en 2021 et 2022 (Fig. 17) et les prix ont augmenté 3,4 fois plus vigoureusement que les revenus depuis 1996. Or, cette évolution ne peut être durable et nécessitera tôt ou tard une correction.

## Aucune bulle immobilière décelable

Cette évolution s'explique surtout par l'environnement de taux bas qui a prédominé jusqu'à récemment et qui a dopé la demande de logements en propriété. En l'absence de certaines caractéristiques typiques, il ne peut selon nous toutefois pas être question de bulle spéculative (Fig. 18). L'activité de construction a baissé à un plancher record et nous n'observons pas de croissance démesurée du volume hypothécaire. Bien au contraire: à 2,9%, la croissance hypothécaire reste nettement en dessous de la moyenne à long terme de 5,0%. De plus, la Suisse possède l'un des processus d'examen de crédit les plus strictes au monde pour l'octroi d'hypothèques. Les achats de biens en propriété dans un but spéculatif restent très rares, tandis que la hausse des taux d'intérêt et le climat de consommation morose s'opposent à toute liquidité trop importante et propension au risque.

## Baisse des prix néanmoins probable à moyen terme

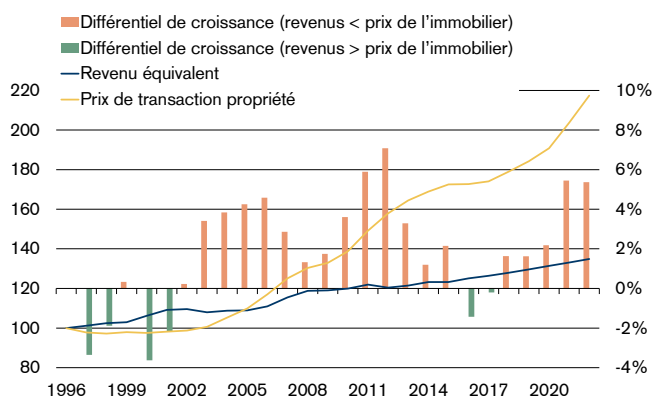
Au vu de la détérioration de l'environnement de marché et du niveau des prix qui n'est plus pérenne, il faut néanmoins s'attendre à une baisse des prix à moyen terme. La survenue et l'étendue d'une telle correction dépendront dans une grande mesure de l'évolution des taux d'intérêt et de l'économie. L'offre restreinte et les règles de financement très strictes en vigueur pour l'octroi de crédits vont dans tous les cas réduire la marge baissière et nous tablons par conséquent sur une faible diminution à un chiffre chaque année. Bien que cette correction pourrait s'étendre sur plusieurs années en fonction de l'évolution conjoncturelle, accéder à la propriété restera onéreux: même après l'éclatement de la bulle immobilière du début des années 1990, les prix de transaction n'ont en effet jamais baissé de plus de 3,9% par an et le repli global sur neuf années n'a atteint que 13,7%. Les prix des maisons individuelles ont même encore mieux résisté.

## La propriété reste prisée

En dépit d'éventuelles baisses des prix, l'acquisition d'un logement en propriété continuera de rester l'un des vœux les plus chers de bon nombre de ménages. L'objectif est de disposer de son propre chez-soi et de nombreux ménages opteront pour un achat une fois l'objet adapté trouvé, sous réserve que leur situation financière le permette. En outre, il faut s'attendre à ce que les prix des terrains continuent d'augmenter à plus long terme. Il y a quelques années, les données fournies par CIFI nous avaient permis de démontrer que les prix fonciers ont en moyenne progressé de 4,0% par an entre 1978 et 2014, alors que l'inflation atteignait 2,6% par an sur la même période. Les acquéreurs d'aujourd'hui doivent néanmoins être conscients du fait que les prix actuels sont élevés et qu'une correction, qu'il s'agira de surmonter, est susceptible de survenir à moyen terme. Il est donc d'autant plus important de ne pas pas allouer l'intégralité de ses moyens financiers à l'achat d'un logement en propriété.

**Fig. 17: L'évolution des prix n'est plus pérenne**

Évolution des prix du logement en propriété et des revenus; indice: 1996 = 100 ; différentiel de croissance: échelle de droite



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

Dernières données: 2022

**Fig. 18: Critères d'une bulle immobilière**

État: 4<sup>e</sup> trimestre 2022

- ✓ S'observe ~ Pas assez marqué(e) ✗ Ne s'observe pas
- Liquidité trop abondante
  - Appétit du risque trop prononcé
  - Phase prolongée de hausse des prix de l'immobilier
  - Découplage des prix de l'immobilier et de l'évolution des revenus
  - Part élevée de transactions immobilières spéculatives
  - Croissance élevée/excessive des volumes hypothécaires liée à la pression sur les marges des établissements hypothécaires
  - Examen insuffisant lors de l'octroi des crédits hypothécaires (incitatifs erronés)
  - Activité de construction excessive et suroffre

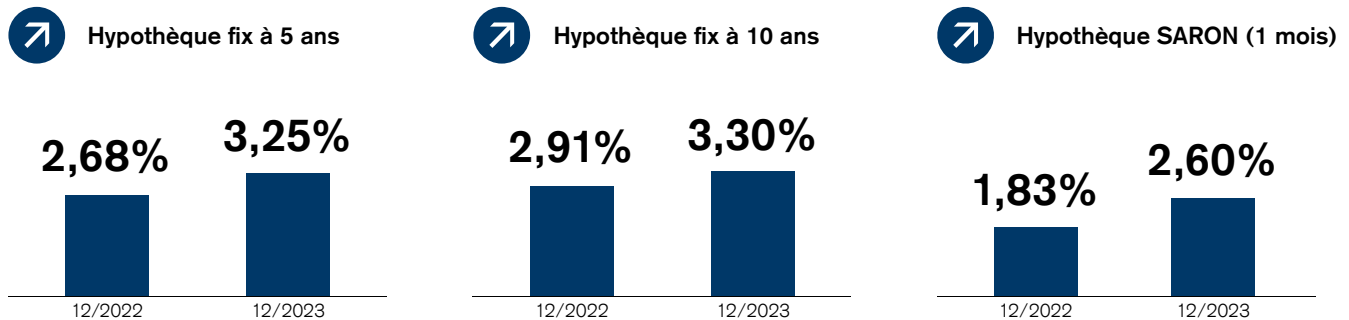
Source: Credit Suisse

Dernières données: 12/2022



# Fin du boom de la propriété

## Taux hypothécaires (moyenne)



## Demande

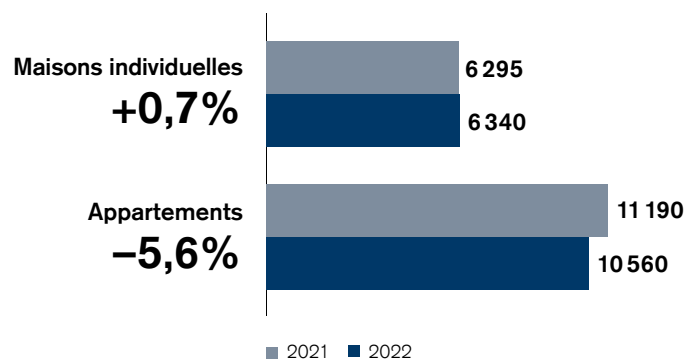


- Acheter de nouveau plus cher que louer
- La hausse des taux fait grimper les prix de la propriété
- Les exigences de financement sont un obstacle de taille

2023: poursuite du repli de la demande

## Offre

Permis de construire en nombre d'unités

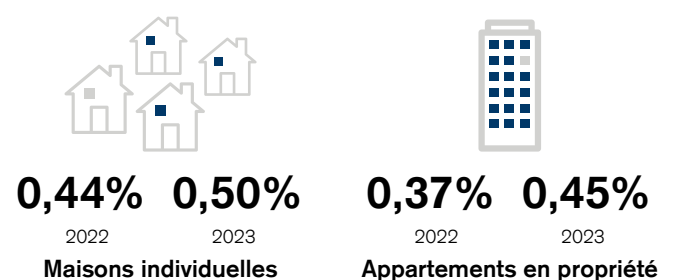


2023: activité de construction toujours en berne

## Vacances

- Offre accrue par crainte d'un retournement des prix
- Moins d'investissements locatifs
- La demande recule plus que l'offre

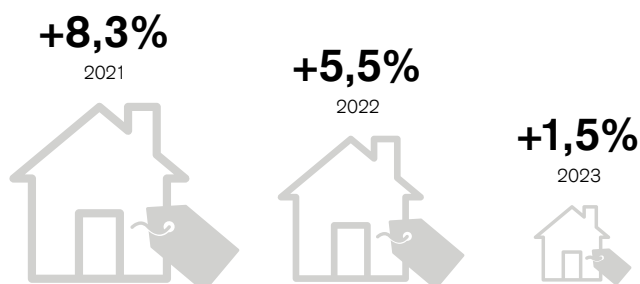
2023: légère augmentation des taux de vacance



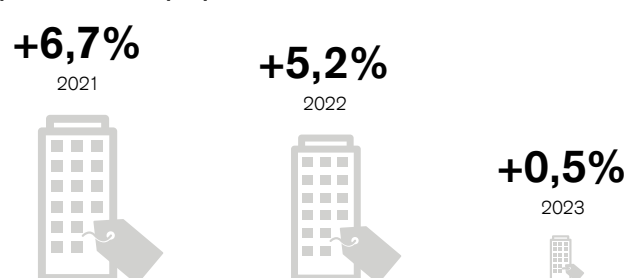
## Croissance des prix

Croissance des prix de transaction en %

Maisons individuelles



Appartements en propriété



2023: croissance moins marquée, mais toujours positive

# Iceberg droit devant!

**L'activité de construction en berne dans notre pays risque d'entraîner une pénurie de logements dans les années à venir. Le changement de paradigme voulu en matière d'aménagement du territoire mise sur la densification, mais les conditions nécessaires n'ont toujours pas été créées. Le besoin d'agir augmente et des mesures d'urgence vont s'imposer.**

## De la suroffre à la pénurie en un temps record

Le marché du logement suisse a connu un renversement total de la tendance ces deux dernières années. Le temps de la suroffre locative omniprésente et du spectre de villes fantômes est révolu. Aujourd'hui, les acteurs du marché et les médias parlent de plus en plus souvent de pénurie de logements et même de situation d'urgence.

## Construction de logements en berne: étendue et moteurs

### L'on construit tout simplement pas assez

Le principal motif du renversement de la tendance sur le marché du logement est l'activité de construction, qui s'inscrit en repli depuis 2016/2017 (hormis quelques parenthèses passagères) (Fig. 19). Si le nombre de logements réalisés sur la période 2015–2018 atteignait encore en moyenne 54 000 unités, ce chiffre a baissé à environ 45 000 en 2022. Le volume de nouveaux logements planifiés a diminué de 5%, raison pour laquelle la production devrait encore fléchir davantage en 2023 et 2024, à un niveau d'environ 42 000 unités (Fig. 20).

### La pénurie de logements va s'aggraver considérablement

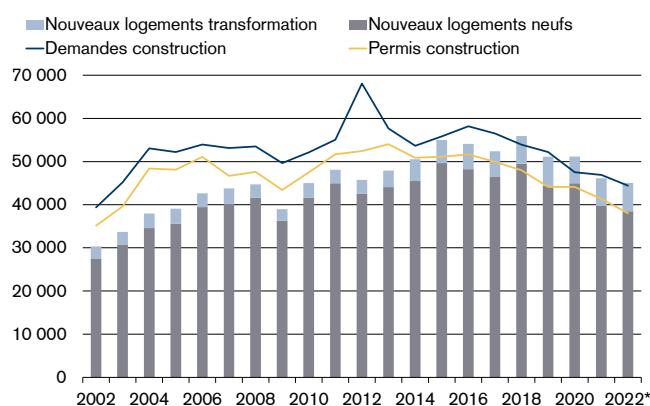
La demande a également contribué à la rapide diminution du nombre de locations vacantes, une évolution encore alimentée par les effets de la pandémie depuis 2020 et la hausse de l'immigration. Dans son scénario principal «élevé» de 2021, l'Office fédéral de la statistique (OFS) table sur une croissance annuelle d'environ 45 000 ménages. D'ici à 2024, ce seront donc pas moins de 15 000 logements qui feront défaut (Fig. 20). En se fondant sur la croissance réelle des ménages, cette carence devrait toutefois se révéler deux fois plus importante – sans même considérer les quelque 62 000 réfugiés ukrainiens dans les calculs. Nous pensons que le taux de vacance va chuter en dessous de 1% dès 2024 et qu'aucune inversion rapide de la tendance n'est en vue. La Suisse se dirige donc vers une pénurie de logements d'une ampleur inédite depuis la fin des années 1980.

### Pourquoi construit-on aussi peu?

Au vu de l'évolution des trois dernières années se pose de plus en plus la question de savoir pourquoi aussi peu de logements sont réalisés et pourquoi le secteur ne semble pas réagir à la pénurie qui se dessine. En l'absence de réponses simples à ces questions, nous sommes néanmoins en mesure d'identifier un suspect potentiel. Si nous avons raison, résoudre la pénurie de logements va se révéler ardue et prendre plusieurs années, même dans le meilleur des cas.

**Fig. 19: Construction de logements toujours en berne**

Nouveaux logements nets (à partir de 2021: estimation Credit Suisse); demandes et permis de construire en unités d'habitat (\* 2022: somme sur 12 mois, état 11/2022)

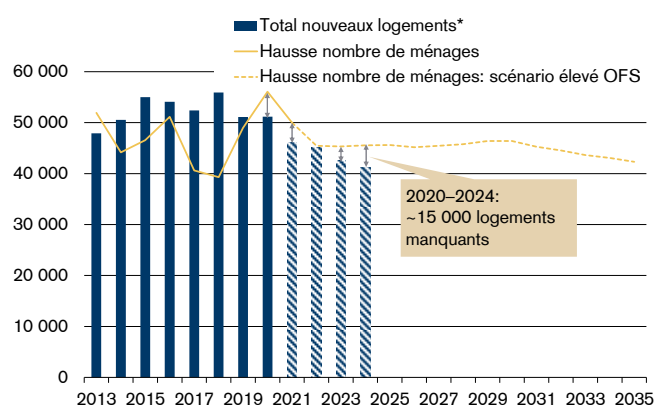


Source: OFS, Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 11/2022

**Fig. 20: Activité de construction insuffisante pour la demande**

Nouveaux logements nets par an et évolution du nombre de ménages (\* à partir de 2021: prévisions Credit Suisse)



Source: OFS, Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 2021

## **Quel a été le déclencheur du repli de l'activité de construction?**

L'examen de l'activité de planification révèle que tant les demandes déposées que les permis de construire octroyés ont commencé à baisser dès 2017, ce qui s'est répercuté sur le nombre de logements réalisés à partir de 2019. Quelles ont été les causes de cette évolution? Les taux de vacance dans le logement locatif, qui ont augmenté de 5000 à 8000 unités par an pendant la période 2014–2018, ont-ils pesé sur la propension à investir? D'autant plus que l'immigration nette s'est également repliée sur cette période pour passer de 80 000 personnes à seulement 50 000? C'est possible, mais certains éléments parlent contre cette hypothèse.

## **Des conditions presque optimales pour les maîtres d'ouvrage**

Les capitaux étaient p. ex. disponible à profusion pendant cette période et les volumes levés par les fonds immobiliers et sociétés immobilières par le biais d'émissions et d'augmentations du capital s'est accru de presque 70% entre 2016 et 2021. Les conditions de financement étaient en outre particulièrement intéressantes, les taux hypothécaires ayant atteint des plateaux et les primes de rendement s'étant hissées à des niveaux record entre l'automne 2015 et l'automne 2020. Les placements immobiliers étaient devenus incontournables pour les investisseurs – sur fond de croissance conjoncturelle supérieure à la moyenne entre 2016 et 2018 et de perspectives prometteuses sur le front de la demande, il n'existait pas de meilleure alternative malgré la hausse des taux de vacance. Les prix de transaction sur le marché des immeubles de rapport ont en outre atteint des sommets jusqu'en mai 2022. Il est donc difficile d'imaginer que les investisseurs immobiliers puissent avoir délaissé le segment résidentiel en pareil contexte.

## **Le COVID-19 a-t-il été un facteur?**

Si nous ne pouvons exclure que la crise du coronavirus ait pesé sur l'évolution, l'importance croissante attribuée au logement peu après le début de la pandémie et la forte hausse de la demande de biens attrayants dans son sillage rend cette hypothèse peu plausible. Autre fait surprenant dans ce contexte, ni le volume de demandes ni celui des permis de construire octroyés n'a montré une quelconque réaction pendant cette période, et ce, en dépit de la chute des taux de vacance et des premières inquiétudes quant à une éventuelle pénurie de logements.

## **Changement de paradigme en matière d'aménagement du territoire**

Il doit donc exister une autre raison expliquant le manque de réaction de l'offre aux signaux évocateurs d'une pénurie croissante. De fait, la politique d'aménagement du territoire a traversé un processus de mutation fondamentale pendant cette période et c'est sans doute ce facteur structurel qui est à l'origine de l'atonie dans l'activité de construction. L'aménagement du territoire étant un domaine hautement complexe, nous souhaitons examiner son rôle plus en détail dans ce qui suit.

### **Rôle de l'aménagement du territoire**

## **Le changement de cap stoppe le mitage...**

La lutte contre le mitage et l'utilisation mesurée de la ressource sol sont devenues des priorités absolues de la politique d'aménagement depuis l'entrée en vigueur de la loi sur l'aménagement du territoire (LAT) en mai 2014. Plutôt que de continuer à étendre les zones constructibles, l'objectif est de favoriser le développement vers l'intérieur en impliquant davantage les cantons. La mise en œuvre de la loi fédérale par les cantons et les communes doit se dérouler sur plusieurs étapes et une période prolongée. La première étape, l'adaptation des plans directeurs et des lois sur la construction des cantons aux exigences de la Confédération, n'a été achevée qu'en octobre 2022, avec la validation du plan directeur tessinois. Dans une deuxième étape, ce sont désormais les communes qui sont appelées à adapter leur planification et leurs propres dispositions en matière de construction aux nouveaux plans directeurs. Ce processus de mise en œuvre de la LAT dans l'ensemble des communes devrait lui aussi se révéler assez long.

## **... en limitant les classements en zone à bâtir**

La LAT révisée et sa mise en œuvre par les cantons et les communes ont un impact direct sur la disponibilité de terrains constructibles. D'une part, l'entrée en vigueur de la loi sur l'aménagement du territoire révisée partiellement au 1<sup>er</sup> mai 2014 a instauré un moratoire sur les classements en zone à bâtir jusqu'à la validation des plans directeurs cantonaux par le Conseil fédéral. Pendant la durée de ce moratoire, la superficie des zones à bâtir n'a donc pas augmenté. D'autre part, les cantons qui n'ont pas réussi à respecter le délai de cinq ans fixé pour la mise en œuvre de la LAT révisée (1<sup>er</sup> mai 2019) ou qui n'ont pas présenté de plan directeur conforme aux exigences du Conseil fédéral se sont vus sanctionnés par un gel des classements en zone à bâtir. Huit cantons ont ici été concernés (GL, OW, TI, GE, LU, SZ, ZH, ZG). Si cette mesure a depuis été abrogée, les conditions pour les nouveaux classements en zone à bâtir se sont globalement durcies. Ils ne sont désormais autorisés que s'ils sont conformes aux prescriptions du plan directeur cantonal et que les terrains en question «seront probablement nécessaires à la construction dans les quinze prochaines années même si toutes les possibilités d'utilisation des zones à bâtir réservées ont été épuisées et ils seront équipés et construits à cette échéance» (art. 15, al. 4b LAT). Or, cela ne sera sans doute pas le cas dans les cantons disposant de vastes zones à bâtir, raison pour laquelle les nouveaux classements seront susceptibles d'y être contestés.

## Il existe encore des réserves de zones constructibles, ...

### ... mais elles diminuent de manière généralisée ...

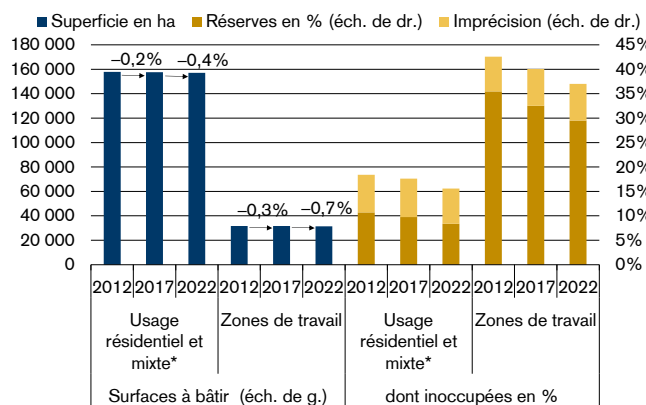
Dans les faits, les zones à bâtir affectées à la construction de logements (zones d'habitation, mixtes et centrales) ne se sont pas étendues ces dix dernières années (Fig. 21) et elles ont même diminué de 0,5% selon la statistique établie par l'Office fédéral du développement territorial (ARE). Les zones constructibles non utilisées (réserves) ont quant à elles diminué plus rapidement. Si leur part atteignait 8,4% au sein des zones d'habitation, mixtes et centrales en 2022 (15,6% en tenant compte des terrains inoccupés dans les zones d'habitation existantes), ce chiffre était encore de 17,6% en 2017. Selon l'ARE, les zones à bâtir restantes pourraient, même en cas de densité inchangée, accueillir jusqu'à 1,6 million d'habitants supplémentaires.

Les disparités régionales en matière de réserves de zones à bâtir restent très importantes, mais elles ont dans l'ensemble diminué (Fig. 22). Ce sont surtout les cantons de Suisse romande qui disposent d'importantes réserves pour la construction de logements, la part des zones non utilisées atteignant parfois plus de 20%, ce qui devrait couvrir voire dépasser les besoins des 15 prochaines années. Cela dit, les besoins dépendent de la croissance démographique, raison pour laquelle les réserves pourtant importantes dans le bassin lémanique ne semblent pas surdimensionnées. Dans le même temps, les plans directeurs de certains cantons prévoient explicitement des dézonages. C'est notamment le cas dans le Jura et le Valais, mais aussi dans quelques communes des cantons de Neuchâtel, des Grisons, de Schaffhouse, Bâle-Campagne ou encore Lucerne – parfois sans compensation financière. Le processus se révèle donc bien souvent très long et les propriétaires des terrains sont nombreux à se pourvoir en justice.

**Fig. 21: Stagnation des zones à bâtir, baisse des réserves**

Évolution des zones à bâtir par type et degré d'équipement

\* Zones d'habitation, mixtes et centrales



Source: Office fédéral du développement territorial, Credit Suisse  
Dernières données: 2022

### ... et toutes ne se prêtent pas à une utilisation rapide

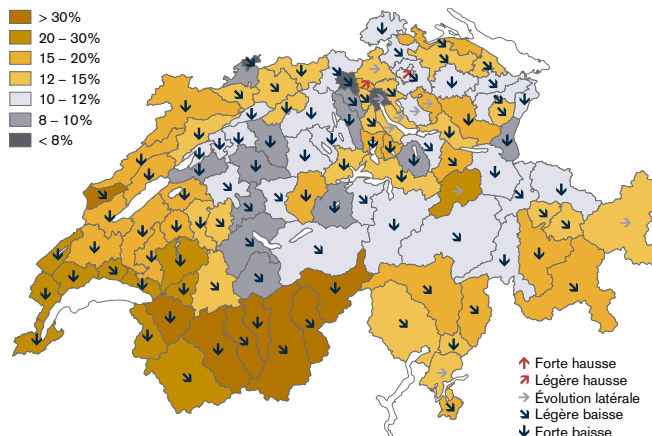
Le classement de terrains en zone à bâtir s'est donc considérablement compliqué depuis l'entrée en vigueur de la LAT révisée et était même devenu temporairement impossible dans certains cantons. Cette situation a sans aucun doute pesé sur la construction de logements et continuera de le faire dans les années à venir. Si la Suisse dispose toujours de nombreuses zones à bâtir inutilisées, le risque d'un éventuel dézonage devrait avoir incité un certain nombre de propriétaires à lancer des travaux sur des terrains constructibles gardés en réserve. Mais la quantité de terrains constructibles est une chose, leur qualité en est une autre. Les principales réserves se situent souvent en dehors des agglomérations dans lesquelles elles seraient les plus nécessaires (Fig. 22). Bon nombre des zones non utilisées sont en outre mal desservies et équipées. Soit la qualité de la localisation est donc assez médiocre, soit des moyens financiers et temporels considérables doivent être investis pour leur viabilisation. Près de 40% des zones constructibles dans les communes rurales et périurbaines en dehors des grandes agglomérations ne sont ainsi pas ou insuffisamment desservies par les transports publics (Fig. 23). Cette part atteint même plus de 50% pour les zones non utilisées.

### Les terrains attractifs sont gardés en réserve

L'offre de zones constructibles est également limitée par un autre problème: les terrains sont souvent gardés en réserve. Dans certains cas, les terrains constructibles sur des localisations attractives ne sont pas exploités par leurs propriétaires, p. ex. par manque de moyens ou parce que le sol doit rester en propriété familiale. Et cette tendance est sans doute encore favorisée par l'imposition des gains immobiliers. Le montant de cet impôt prélevé par les cantons ou les communes diminue en effet plus la durée de détention augmente. Cette disposition découle d'une exigence de la Confédération (loi fédérale sur l'harmonisation des impôts) et a pour but de lutter contre la

**Fig. 22: Repli généralisé des réserves de terrains à bâtir**

Zones à bâtir non utilisées\* en % du total: zones d'habitation, mixtes et centrales; \* y c. petites parcelles inoccupées dans les zones d'habitation, 2022



Source: Office fédéral du développement territorial, Credit Suisse, Geostat  
Dernières données: 2022



spéculation. Auparavant, les communes pouvaient procéder à des zonages supplémentaires en périphérie du territoire communal lorsque les parcelles les mieux adaptées n'étaient pas disponibles. Avec la nouvelle obligation de se développer vers l'intérieur, cette option a généralement disparu. Le législateur a toutefois conscience de ce dilemme et la LAT révisée autorise les cantons à prévoir des mesures de mobilisation de terrains constructibles dans leurs lois sur la construction. Ces mesures peuvent aller d'un droit d'emption des communes (BS, BL, GE, LU, SG) jusqu'à la perception d'une taxe d'incitation sur les terrains constructibles non utilisés (AG, BE), en passant par le dézonage (LU, VD).<sup>4</sup> Dans de nombreux cantons, ces instruments n'existent cependant que depuis peu. Ils ne devraient donc déployer leurs effets que prochainement, sous réserve d'une mise en œuvre rigoureuse.

## La densification comme seule issue du trilemme politique

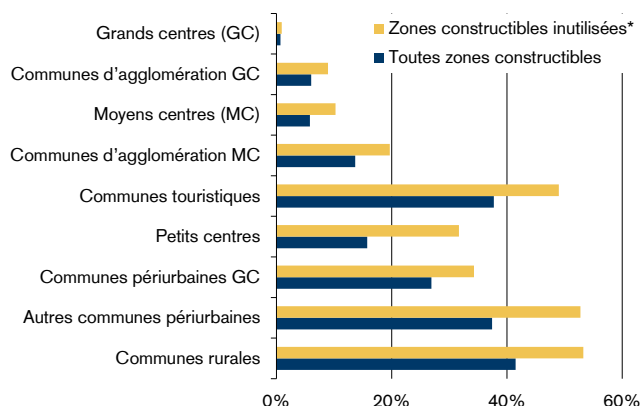
La Suisse est un pays d'immigration et s'engage pour la libre circulation des personnes. Cette ouverture apporte la prospérité à notre pays, mais a aussi considérablement accentué la pression sur la ressource sol au fil du temps. Le récent changement de paradigme en matière d'aménagement du territoire doit freiner le mitage et donc la croissance extensive, sans compromettre la disponibilité d'espace habitable. La seule issue à ce «trilemme politique» est la densification.

## La densification progresse, ...

Différents indicateurs suggèrent que la densification a progressé avec succès ces dernières années. Après des décennies de croissance, l'utilisation par habitant des surfaces d'habitat s'est inscrite en repli ces dix dernières années (Fig. 24). Cette baisse s'est révélée la plus forte dans les grandes régions à dominance urbaine comme Zurich (-9,3%) et l'Arc lémanique (-5,2%). Outre la densification urbaine, l'on observe également une augmentation du nombre de logements par bâtiment (Fig. 25) et une hausse constante du nombre moyen d'étages.

**Fig. 23: Zones non utilisées souvent mal desservies**

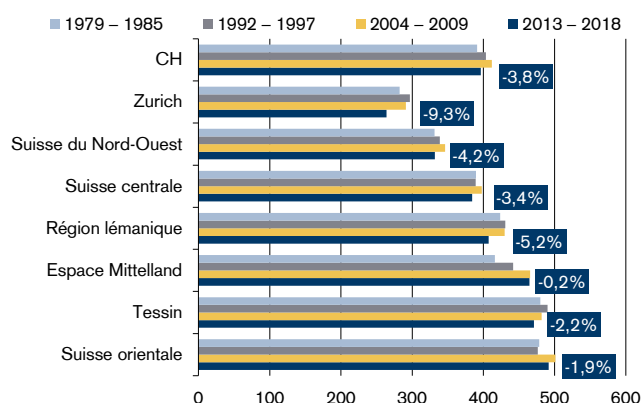
Part des terrains constructibles (tous types confondus) pas ou mal desservis par les TP 2022; \* hors petites parcelles inoccupées



Source: Office fédéral du développement territorial, Credit Suisse  
Dernières données: 2022

**Fig. 24: Inversion de la croissance des surfaces d'habitat**

Surface d'habitat par habitant en m<sup>2</sup>, par année de recensement, statistique et grande région



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse  
Dernières données: 2018

## ... mais marque le pas dans de nombreux endroits

Cela dit, la densification vers l'intérieur rencontre aussi de nombreuses oppositions. Si le consensus politique semble ne faire aucun doute, la situation est souvent tout autre à l'échelle des projets. De nombreux acteurs plus ou moins concernés introduisent des recours et empêchent ou retardent ainsi leur réalisation. Il existe en outre des conflits d'intérêts politiques substantiels, p. ex. entre les objectifs de la densification et ceux de la protection du patrimoine ou de la prévention du bruit. L'allongement des procédures de demande de permis de construire (Fig. 26) suggère également que les grands projets résidentiels doivent faire face à des obstacles de plus en plus conséquents, notamment dans les grands centres où plus d'une année s'écoule en moyenne entre l'introduction de la demande et l'autorisation de construire. Les cantons et communes enregistrent un nombre croissant de contestations et de recours. Le volume de recours traités par le tribunal compétent à Zurich sur la période 2020–2021 atteignait ainsi plus de 950 dossiers par an, soit une progression de 25% par rapport à celle de 2012–2019.<sup>5</sup> La nouvelle jurisprudence en matière de nuisances sonores dans le canton de Zurich à elle seule a entraîné le blocage de la construction d'un millier de logements par voie de recours.

<sup>4</sup> EspaceSuisse (2022): Disponibilité des zones à bâtir – Comparaison des réglementations cantonales (état au 12.01.2022).

<sup>5</sup> Tribunal administratif du canton de Zurich: rapport 2021

## Accélération de la densification vers l'intérieur: les champs d'action

### Conclusion: mauvais départ du tournant en matière d'aménagement du territoire

Le changement de paradigme en matière d'aménagement du territoire était plus que nécessaire, puisqu'une majorité d'électeurs s'était prononcée à plusieurs reprises contre une poursuite du mitage. La mise en œuvre de ce changement de cap s'est toutefois révélée au mieux hasardeuse, et parfois même négligente. Le classement de terrains en zone à bâtir se trouvant considérablement compliqué, toute la pression urbanistique s'est reportée sur la densification et il est devenu évident que celle-ci ne parviendrait pas à fournir les résultats escomptés dans les délais prévus. Le législateur a tout simplement omis de soutenir la densification à l'aide de mesures d'accompagnement adéquates. Il aurait dû être clair dès le début que les cantons et communes auront besoin de plusieurs années pour développer des outils efficaces pour accélérer la densification. La pénurie de logements qui s'annonce est donc «faite maison», même si elle a encore été aggravée par la crise en Ukraine.

### Il est urgent d'agir

Le problème n'est que partiellement appréhendé, et ce, d'autant plus que les loyers n'ont p. ex. commencé à augmenter que l'année dernière. Il serait pourtant essentiel d'initier rapidement des mesures afin d'être en mesure de prévenir au moins les évolutions les plus néfastes. Mais comme les lois doivent être révisées, la détente se fera attendre plusieurs années dans le meilleur des cas. Le risque de pénurie de logements devrait en outre s'inscrire en soutien des revendications exigeant une régulation plus stricte du marché du logement, comme à Genève ou Bâle.

### Champs d'action

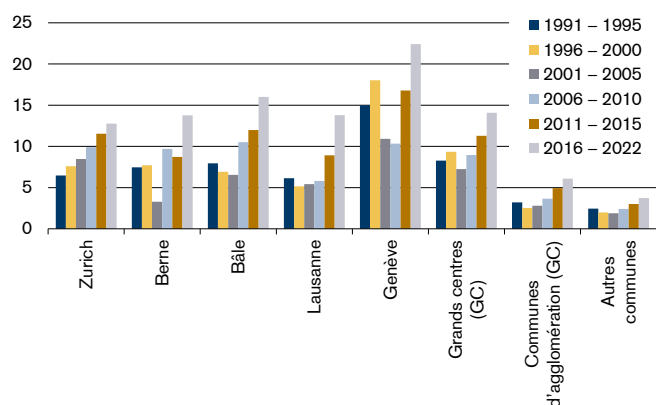
Dans ce qui suit, nous identifions les champs d'action envisageables pour accélérer la densification et pallier la pénurie de logements qui se profile, et dans lesquels des mesures ciblées pourraient se révéler efficaces assez rapidement:

- **Lutter contre le maintien en réserve de terrains constructibles:** Les cantons peuvent prendre des mesures efficaces pour lutter contre cette évolution, p. ex. par le biais de taxes d'incitation ou de droits d'emption. Mais il faut supprimer les incitatifs qui la favorise, comme la baisse de l'imposition des gains immobiliers avec la durée de détention.
- **Axer davantage les lois sur la densification dans les centres:** Les indices d'utilisation et hauteurs maximales de construction devraient être revus à la hausse. Un bonus d'utilisation, tel que proposé dans la loi sur le CO<sub>2</sub> rejetée, devrait être instauré.
- **Désamorcer les conflits d'intérêt politiques:** La densification devrait avoir la pré-séance sur la protection du patrimoine et la lutte contre les nuisances sonores. La pratique dite de la fenêtre d'aération devrait être inscrite dans la LPE, comme l'a proposé le Conseil fédéral (message au Parlement du 16 décembre 2022).
- **Favoriser les réaffectations:** La réaffectation d'immeubles de bureau ou d'hôtels en logements devrait être favorisée par la modification du zonage de localisations urbaines.
- **Accélérer la procédure d'autorisation:** Favoriser l'introduction des demandes et leur traitement par voie numérique et, le cas échéant, étoffer les ressources en personnel des offices de la construction.

Dans l'ensemble, il s'agit de rendre la construction de logements de nouveau plus attractive. Le passé a en effet montré que l'action étatique seule ne suffisait pas à résoudre les problèmes sur le marché du logement.

Fig. 25: Hausse du nombre de logements par bâtiment

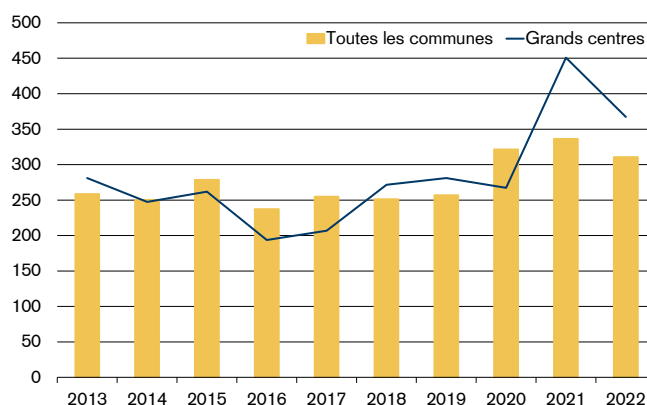
Nombre de logements par bâtiment à usage principalement résidentiel, par année de construction



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse. Dernières données: 04/2022

Fig. 26: Les grands projets résidentiels demandent de la patience

Délai s'écoulant entre l'introduction de la demande et l'octroi du permis de construire en jours: projets de 50 logements et plus, construction, transformation et rénovation



Source: Baublat, Credit Suisse

Dernières données: 10/2022

# Locations très recherchées

**La demande de logements en location a encore augmenté l'année dernière, notamment sous l'impulsion de la plus forte immigration mesurée ces huit dernières années. Cette demande accrue devrait se maintenir malgré la détérioration conjoncturelle en 2023.**

## Vigoureuse augmentation de l'immigration

Plusieurs facteurs ont alimenté l'envolée de la demande de logements locatifs. La conjoncture helvétique est restée globalement robuste en dépit d'une nette tendance au ralentissement l'année dernière. Dans le même temps, louer est redevenu moins cher qu'acheter en raison de la hausse des taux hypothécaires (cf. p. 11). L'immigration a de plus connu une nette progression et comme le nombre de ressortissants étrangers quittant la Suisse est toujours inférieur aux niveaux pré-pandémiques, le solde migratoire enregistré en 2022 est selon nos estimations le plus élevé depuis 2014 (78 000 personnes, soit +29% en glissement annuel) (Fig. 27).

## Forte dépendance de la main-d'œuvre étrangère

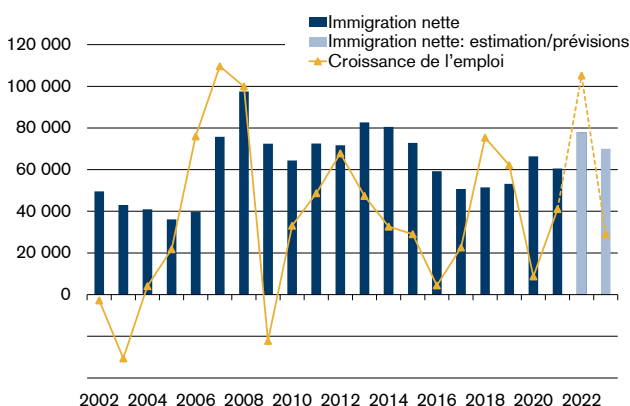
Les répercussions du vigoureux rebond qui a suivi la crise pandémique sont aujourd'hui encore sensibles sur le marché de l'emploi. En 2022 et pour la première fois depuis 15 ans, plus de 100 000 postes à plein temps ont ainsi été créés (Fig. 27). Répondre à cette forte demande de main-d'œuvre n'a été possible qu'avec la contribution des travailleurs étrangers et leur part dans le total de l'immigration est d'environ 90%. Les branches planification/conseil/informatique, hôtellerie-restauration et santé ont été très actives sur le front du recrutement. Souffrant toutes d'une pénurie chronique de main-d'œuvre qualifiée, elles ont été à l'origine de plus de 50% de la hausse de l'immigration de travail en 2022.

## «Nouvelle vague allemande»

Le nombre de ressortissants allemands s'étant installés en Suisse l'année dernière est particulièrement élevé. Avec 12 000 personnes, un tel solde n'avait plus été enregistré depuis plus de dix ans (Fig. 28). C'est sans doute lié au fait que l'économie allemande ne se relève que lentement de l'effondrement lié au coronavirus et qu'elle souffre beaucoup de la crise énergétique et de la forte inflation. Les soldes migratoires des personnes originaires de Roumanie, Pologne et Croatie ont également fortement augmenté. Si les Croates profitent de la libre circulation complète depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2022, le Conseil fédéral a décidé d'activer la clause de sauvegarde à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2023 et d'instaurer temporairement un contingentement.

**Fig. 27: Immigration nette record depuis 2014**

Solde migratoire population résidente permanente (hors corrections de registres, y c. ressortissants suisses); croissance de l'emploi en EPT



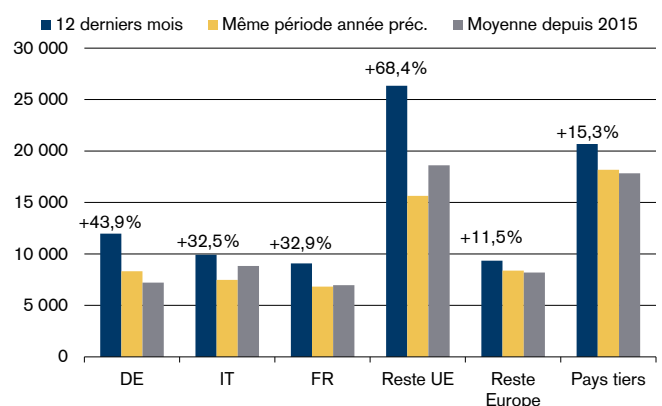
Source: Secrétariat d'État aux migrations, OFS, Credit Suisse  
Dernières données: 11/2022

## L'immigration dope la demande de logements dans les centres

La demande supplémentaire générée par ces nouveaux arrivants s'est surtout fait ressentir dans les centres et les communes touristiques. Dans les grands centres, c'est la migration intérieure vers d'autres régions du pays qui s'étaient sensiblement renforcée depuis le début de la pandémie de COVID-19 (passant de 8000 personnes nettes en 2019 à 17 400 en 2021). En 2021, l'immigration de l'étranger ne suffisait plus à compenser les départs des centres, ce qui s'y est traduit par un effondrement de la croissance démographique. Le vigoureux rebond de l'année dernière

**Fig. 28: Large éventail de pays d'origine**

Immigration nette de la population résidente permanente étrangère par nationalité (hors corrections de registres)



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse  
Dernières données: 11/2022

(avec un solde migratoire international dans les grands centres de +21 500) a inversé la tendance et cela se répercute aussi sur le nombre de logements inoccupés. Si les taux de vacance avaient encore progressé en 2021 (contrairement à la tendance à l'échelon national), ils s'étaient réorientés à la baisse en 2022.

### 2023: léger repli de l'immigration, ...

Pour 2023, nous anticipons un léger tassement de l'immigration nette à environ 70 000 personnes (Fig. 27), d'autant plus que la croissance de l'emploi devrait réagir avec un certain décalage à la détérioration conjoncturelle et baisser de 2,6% à 0,7%. Pour la Suisse (prévision de PIB 2023 : +1,0%), nous nous attendons à un ralentissement moins marqué que pour la zone euro (+0,5%). Cette avance conjoncturelle va sans doute limiter la baisse de l'immigration et réduire le nombre de départs. Et la pénurie de main-d'œuvre toujours sévère dans de nombreuses branches ainsi que le nombre croissant de départs à la retraite devraient également maintenir à un niveau élevé la demande de travailleurs étrangers.

### ... mais croissance démographique record

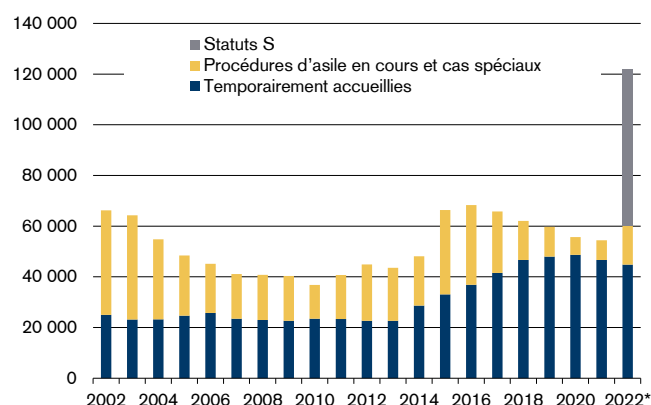
Un autre facteur expliquant la forte demande de logements en location est le nombre croissant de demandeurs d'asile en général et de réfugiés ukrainiens en particulier (Fig. 29). Depuis le début de la guerre en février 2022, la Suisse a accueilli quelque 62 000 personnes ayant fui le conflit en Ukraine. Bien qu'elles finiront certes par pouvoir regagner leur pays, le statut de protection S qui a été octroyé à ces personnes leur permet de rester en Suisse au moins jusqu'au 4 mars 2024. Or, la fin de ce conflit particulièrement brutal semble encore bien loin. Le statut S permet aux réfugiés d'exercer une activité lucrative. Il faut donc s'attendre à ce que le nombre d'entre eux qui louent ou emménagent dans un logement mis à leur disposition par une commune augmente avec la durée de séjour. À partir d'une durée de séjour d'un an, les réfugiés entrent en outre dans les chiffres officiels de la population, raison pour laquelle l'Office fédéral de la statistique (OFS) devrait enregistrer la plus forte croissance démographique depuis le début des années 1960 en 2023, avec un plus d'environ 140 000 personnes. La Suisse pourrait ainsi dépasser le seuil des neuf millions d'habitants dès 2024.

### La pandémie laisse des traces durables dans la structure de la demande

Mesurée à l'aune du nombre d'abonnements de recherche, la demande de logements locatifs en 2022 a augmenté de 4,1% par rapport à l'année précédente. Après un réel engouement pour les grands logements pendant les deux années de pandémie, ce sont les petites superficies qui sont aujourd'hui de nouveau plébiscitées. Et le climat de consommation en berne ainsi que la hausse des loyers et des charges vont sans doute accentuer cette tendance aux compromis en matière de surfaces et d'équipement des logements dans les prochains trimestres. La hausse de la demande est certes sensible dans de nombreuses régions du pays, mais ce sont surtout les communes rurales, périurbaines et touristiques qui enregistrent une croissance supérieure à la moyenne (Fig. 30). Comme nous l'avions anticipé, la percée du télétravail semble avoir entraîné un décalage un peu plus homogène de la demande vers la campagne, même après la fin de la crise du coronavirus.

**Fig. 29: Doublement du nombre de demandeurs d'asile**

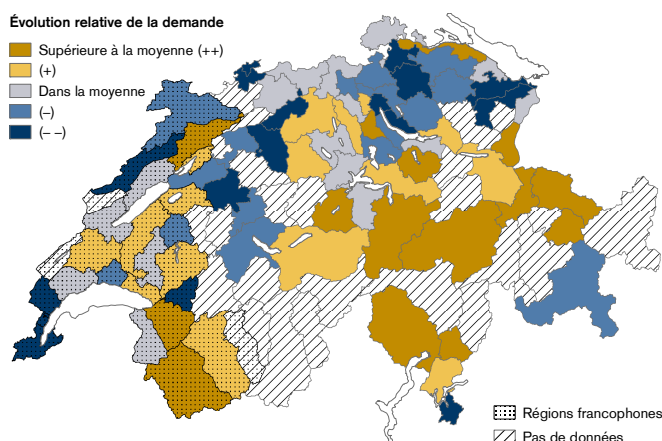
Évolution du nombre de demandeurs d'asile  
\* Somme sur 12 mois à la fin novembre 2022



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse  
Dernières données: 11/2022

**Fig. 30: Demande plus soutenue en dehors des centres**

Évolution du nombre d'abonnements de recherche en 2022 par rapport à la moyenne à 5 ans (les valeurs des régions francophones sont standardisées différemment et ne peuvent donc être comparées avec celles des autres régions)



Source: Realmatch360, Credit Suisse, Geostat  
Dernières données: 12/2022



# Construction insuffisante

**L'activité de construction reste en repli malgré une demande importante. Le creux de la vague n'a pas encore été atteint dans la plupart des régions et aucune inversion de la tendance n'est donc en vue.**

**Creux persistant dans la construction et aucun renversement de la tendance à attendre**

En un an, le nombre de logements locatifs autorisés à la construction a encore baissé de 2800 unités pour atteindre le plus bas niveau enregistré ces dix dernières années (Fig. 31). Et l'examen des demandes de permis de construire introduites ne laisse pas présager de renversement rapide de la situation, puisque les chiffres sont ici aussi en repli (-900 unités d'habitat en glissement annuel). Cela dit, l'espoir est permis, puisque deux des principaux facteurs ayant temporairement renforcé l'atonie de l'activité de construction ont aujourd'hui disparu, à savoir les mesures contre le coronavirus et les difficultés d'approvisionnement de certains matériaux.

**Trop faible activité de construction dans la plupart des régions**

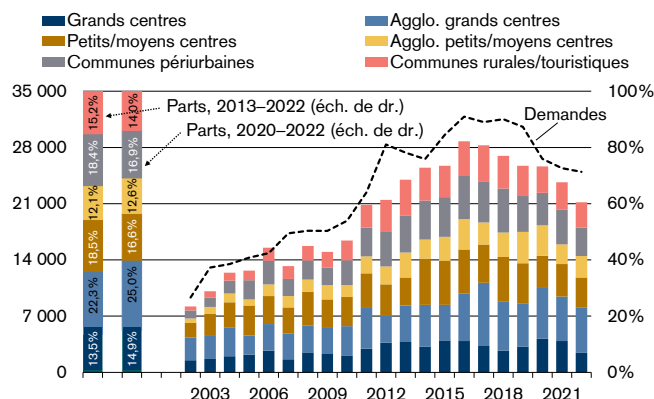
L'activité de construction s'est déplacée vers les grands centres et leurs agglomérations ces trois dernières années. Mais c'est aussi dans les grands centres que la baisse du nombre de logements locatifs autorisés à la construction s'est révélée la plus forte en 2022 (-38% en comparaison annuelle) (Fig. 31). Mesurée à l'aune de l'absorption de ces dernières années, la production de logements dans les deux prochaines années devrait se révéler insuffisante dans 65 des 110 régions du pays (Fig. 32). Citons à titre d'exemple une grande partie du Mittelland et de nombreux secteurs plutôt ruraux, qui par le passé se distinguaient par une activité de construction trop élevée. En revanche, les constructions sont toujours trop nombreuses dans le sud du Tessin, ainsi que dans certaines régions proches des centres comme Furttal, Zimmerberg ou encore Nyon, où l'expansion attendue dépasse l'absorption. Cependant, ces secteurs affichent tous un potentiel d'absorption élevé, qui n'a par le passé pas été pleinement exploité.

**Construire est devenu sensiblement plus cher**

Le changement de paradigme en matière d'aménagement du territoire et les obstacles qui s'opposent à la densification figurent sans doute parmi les principaux facteurs expliquant l'atonie actuelle (cf. p. 18 ss.). Au vu de l'évolution de l'année dernière, faite de forte inflation et de hausse des taux d'intérêt, toute détente rapide de la situation semble devenue peu probable. Les coûts de financement ont fortement augmenté pour les maîtres d'ouvrage, tout comme les coûts de construction, qui en octobre 2022 avaient p. ex. progressé de 8,7% en glissement annuel pour la construction d'un immeuble collectif. Si nous tablons certes sur une accalmie dans le courant 2023, les prix ne devraient pas retomber à leurs niveaux pré-pandémiques de sitôt.

**Fig. 31: Permis de construire à un plancher depuis 10 ans**

Logements locatifs autorisés à la construction neuve, par type de commune (2022: somme sur 12 mois à la fin novembre)

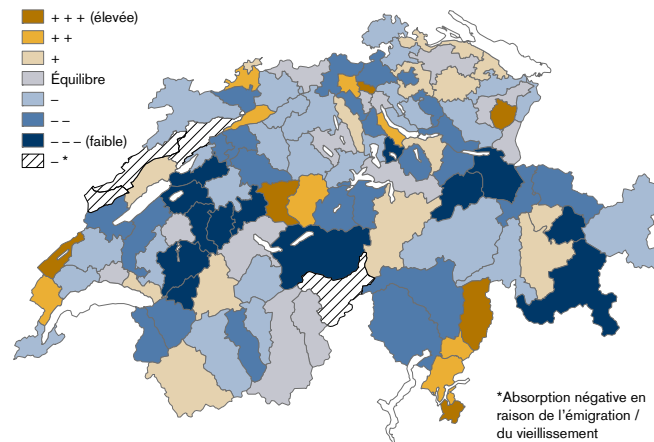


Source: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 11/2022

**Fig. 32: Production de logements généralement trop faible**

Expansion attendue du parc de logements locatifs 2023, par rapport à l'absorption dans le passé (2016-2020)



Source: Baublatt, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat  
Dernières données: 10/2022

# Les locataires ont cédé la barre

**Initié avant même le début de la pandémie de coronavirus, l'essor du logement locatif s'est encore accéléré. Les logements se raréfient dans la plupart des régions et les loyers devraient fortement augmenter en 2023.**

**Renversement de tendance en un temps record, ...**

Habituellement empreint d'une certaine inertie, le marché du logement locatif a connu un renversement de tendance pour le moins rapide ces deux dernières années. Grâce à la hausse de la demande et au repli de l'activité de construction, le taux de vacance est tombé de son niveau record de 2,75% à 2,13% pendant cette période (Fig. 33). Cela correspond à un recul du nombre de logements inoccupés de 17 300 unités – soit plus que l'ensemble du parc de la ville de Zoug. Le terme de pénurie est aujourd'hui de plus en plus utilisé et l'examen d'autres indicateurs du marché semble confirmer cette situation. Le taux d'offre, qui dépassait parfois 6,0% en 2020, a récemment chuté à 3,7%. Et s'il fallait en moyenne 48 jours pour qu'un logement proposé par voie d'annonce trouve un locataire entre la mi-2019 et 2020, ce délai a fondu à 32 jours ces quatre derniers trimestres.

**... surtout en Suisse alémanique**

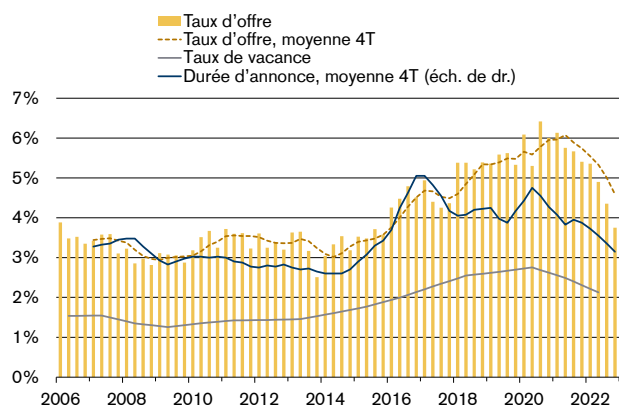
L'inversion de la tendance est généralisée et concerne toutes les superficies et catégories de prix, dans les constructions neuves comme dans l'ancien. Elle touche la grande majorité des régions – même si certaines disparités sont observables. La comparaison régionale des taux de vacance 2022 par rapport aux moyennes à long terme (Fig. 34) révèle ainsi l'existence d'une «frontière de rösti». Dans la plupart des régions de Suisse alémanique, ces taux ont baissé au niveau de leur moyenne à long terme – et l'ont dépassé en Suisse centrale et dans quelques secteurs de l'agglomération zurichoise. Six régions de Suisse centrale, le Haut-Valais et les cantons de Glaris et des Grisons affichent même des planchers historiquement bas.

**Vacances en Suisse latine encore supérieures à la moyenne à long terme**

La situation est différente en Suisse latine, où les taux de vacance restent généralement au-dessus des moyennes à long terme et se sont même hissés à de nouveaux records dans cinq régions en 2022. Outre la forte activité de construction dans le Tessin et certaines parties de Suisse romande, cette évolution est aussi attribuable à l'immigration. Nous avons déjà pointé, dans l'édition 2019 de la présente étude, l'existence d'une «frontière de rösti» en matière d'immigration, qui s'explique jusqu'à aujourd'hui par le retour dans leur pays d'origine de nombreux ressortissants portugais.

**Fig. 33: Essor du marché du logement locatif**

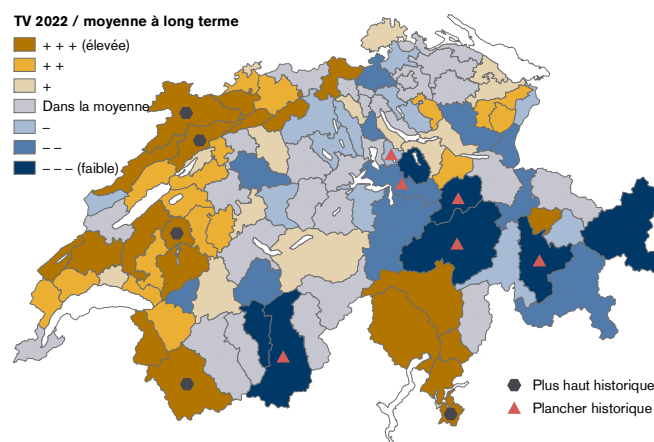
Indicateurs marché des logements locatifs: Taux d'offre en % du parc existant, durée d'annonce en jours (médiane), taux de vacance



Source: Meta-Sys AG, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse  
Dernières données: T4 2022

**Fig. 34: Net repli du taux de vacance en Suisse alémanique**

Taux de vacance (TV) logements locatifs 2022 par rapport à la moyenne à long terme (depuis 2003)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat  
Dernières données: 06/2022

## Recherche d'un logement dans les centres: il faut être réactif

La forte poussée de l'immigration l'année dernière a entraîné une baisse des taux de vacance dans les grands centres également – un an plus tard que dans le reste du pays –, de sorte que la ville de Zurich est aujourd'hui même confrontée à une réelle pénurie de logements (taux de vacance de 0,07%). Cette tendance se fait aussi ressentir dans les délais de location des grands et moyens centres (Fig. 35). La durée d'annonce moyenne (médiane) s'inscrit en repli dans 32 centres et seule Mendrisio a enregistré un allongement très modeste. À Zurich (15 jours) comme ailleurs, une bonne dose de réactivité et de chance est donc indispensable pour trouver un logement. Le délai de commercialisation a chuté à dix jours à Coire, et même à six à Zoug. Un quart des annonces proposant des logements en location à Zoug disparaît après seulement deux jours ou moins des sites des agences immobilières. Le marché est tout aussi asséché dans certaines régions touristiques, comme Davos (15 jours) et Viège (22 jours).

## Les loyers augmentent avec la rareté

La tendance à la pénurie sur le marché du logement locatif se répercute de plus en plus sur les loyers (Fig. 36). Après plusieurs années de baisse, les loyers proposés ont affiché un taux de croissance annuel de 1,6% au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, soit la plus forte progression depuis sept ans. Et cette évolution se retrouve aussi dans d'autres indicateurs, comme les loyers à la conclusion ou l'indice des loyers de l'OFS. Les indices cantonaux de Homegate sont également en hausse dans les 26 cantons du pays – Zoug, les Grisons et Appenzell en tête, Soleure, Bâle-Campagne et Fribourg fermant la marche.

## 2023: aggravation de la pénurie, ...

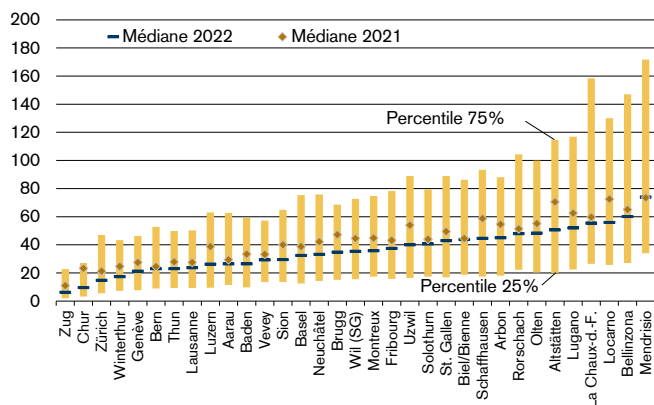
Le marché du logement en location va poursuivre son rebond en dépit du ralentissement conjoncturel en 2023. L'immigration devrait légèrement diminuer sans pour autant s'effondrer et les réfugiés ukrainiens devenir une composante à part entière de la demande. Dans le même temps, il faut s'attendre à une baisse du nombre de logements neufs d'environ 2000 unités. Par conséquent, nous anticipons un nouveau repli sensible du taux de vacance des logements locatifs à 1,75%.

## ... et hausse marquée des coûts pour les locataires

La pénurie croissante va sans doute encore accentuer la pression haussière sur les loyers. Jusqu'à la fin 2023, nous tablons sur une accélération de l'augmentation des loyers à environ 3%. En raison du relèvement du taux de référence hypothécaire de 1,25% à 1,5%, que nous attendons en septembre, les loyers des baux existants peuvent être augmentés de 3% – sous réserve que les baisses précédentes aient été répercutées sur les locataires. Mais comme ce n'est pas toujours le cas, moins de la moitié des bailleurs pourront faire valoir la hausse des coûts d'intérêt en 2023. Cela dit, les bailleurs sont autorisés à répercuter 40% de l'inflation ainsi que l'augmentation générale des coûts sur leurs locataires, ce qui au final pourrait se traduire par des hausses de loyer de 4% dans l'existant. La majorité de cette augmentation ne prendra effet qu'en 2024 en raison du respect des délais de la loi sur le bail. Mais ce n'est pas tout. Les locataires dont les logements sont chauffés aux énergies fossiles doivent s'attendre à une flambée des charges, à laquelle viendront s'ajouter de sensibles hausses de l'électricité dans certaines communes. Tout cela va peser sur les budgets des ménages et bon nombre d'entre eux n'auront sans doute d'autre choix que de faire des concessions quant à la taille du logement ou la qualité de la localisation.

Fig. 35: Difficile recherche de logement dans les centres

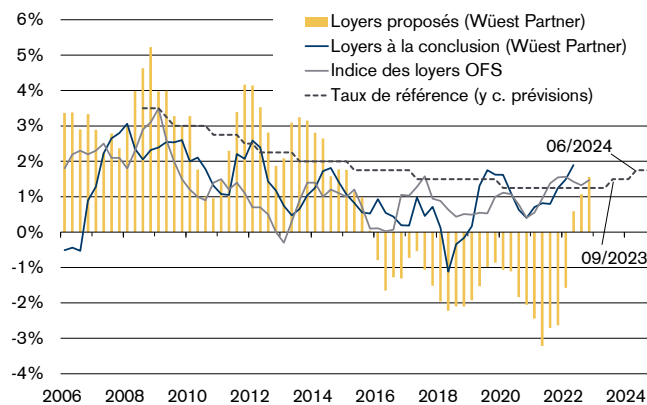
Marchés des grands et moyens centres: durée d'annonce en jours



Source: Meta-Sys, Credit Suisse  
Dernières données: T4 2022

Fig. 36: Sensible augmentation des loyers

Taux de croissance annuels des indices des loyers et évolution du taux de référence

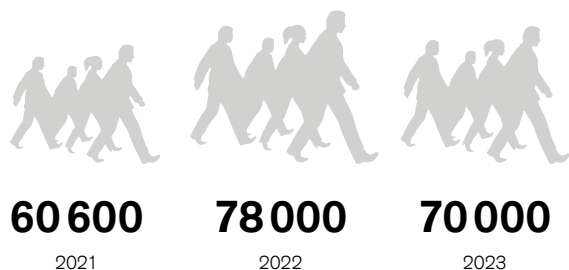


Source: Wüest Partner, Office fédéral du logement, Credit Suisse  
Dernières données: T4 2022

# Bailleurs aux commandes

## ↘ Demande

### Immigration nette

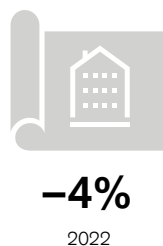


- La croissance en berne ne ralentit guère l'immigration
- Les réfugiés ont dopé la demande de logements

**2023: léger tassement de la demande**

## ↘ Offre

### Demandes de permis



### Permis de construire

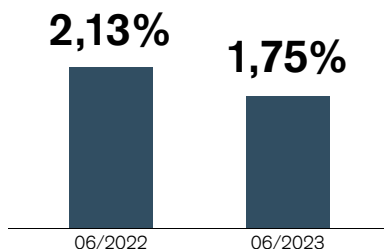


- Nombre de logements locatifs autorisés en berne
- Trop faible activité de construction dans 60% des régions

**2023: nouvelle baisse du nombre de logements neufs**

## ↘ Vacances

En % du parc de logements locatifs

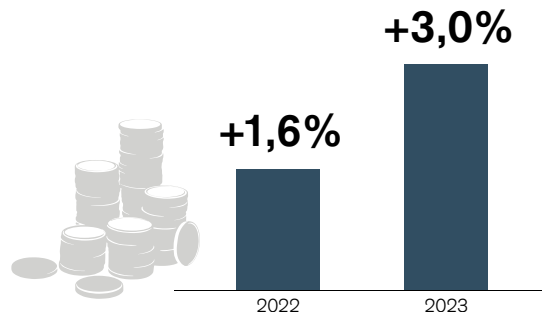


- Nouveau repli de 8 000 à 9 000 logements
- Tendence à la pénurie bien au-delà des centres

**2023: poursuite de la baisse des taux de vacance**

## ↗ Croissance des loyers (fin d'année)

Croissance loyers proposés en % (en glissement annuel)

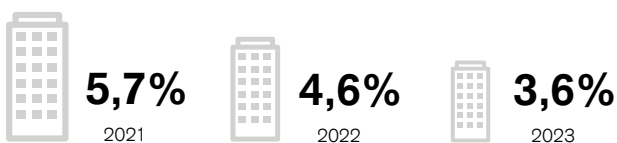


- Croissance toujours plus rapide des loyers
- Hausse des loyers existants (inflation, taux de référence)

**2023: progression généralisée des loyers**

## ↘ Taux d'offre

En % du parc de logements locatifs



- Taux d'offre inf. à 4% pour la première fois depuis 2015
- Délais de commercialisation en repli sur tout le territoire

**Pouvoir de marché de nouveau chez les bailleurs**

## ↘ Performance

Rendement total des immeubles de rapport<sup>1</sup>



- Première hausse des taux d'actualisation
- Plus-values seulement sur la création de valeur active
- Le cash-flow devient essentiel

**Placements immobiliers minés par les taux**

<sup>1</sup>Ces prévisions ne constituent pas des indicateurs fiables des résultats futurs

# Migration annuelle

**En Suisse, plus de 800 000 personnes déménagent chaque année, soit plus d'une personne sur dix. Dans la tranche d'âge des 25-30 ans, cette part atteignait même 25% en 2021. L'analyse du comportement en matière de déménagement montre aussi que nous devenons plus sédentaires avec l'âge. Cela dit, l'âge n'est pas la seule déterminante pour la fréquence et le lieu de déménagement. Pour les bailleurs, il est donc intéressant de connaître les autres facteurs entrant en ligne de compte.**

## Combien de fois avez-vous déménagé ces dernières années?

En 2021, quelque 845 000 personnes ont déménagé dans notre pays, soit une légère baisse de 10,3% à 10,1% de la population totale par rapport aux années précédentes (Fig. 37). Précisons qu'il s'agit ici de déménagements de personnes individuelles et non de ménages. Sans surprise, ce sont les jeunes adultes entre 18 et 34 ans qui sont les plus nombreux à déménager. Bien que leur part dans la population est de seulement 21%, ils totalisent 43% des déménagements et affichent ici la plus forte probabilité. Jusqu'à l'âge de 27 ans, cette probabilité de déménager atteint plus de 26%, avant de diminuer progressivement jusqu'à l'âge de 64/65 ans (Fig. 38). La propension à changer de domicile augmente ensuite de nouveau brièvement après le départ à la retraite.

## Les principaux motifs de déménagement

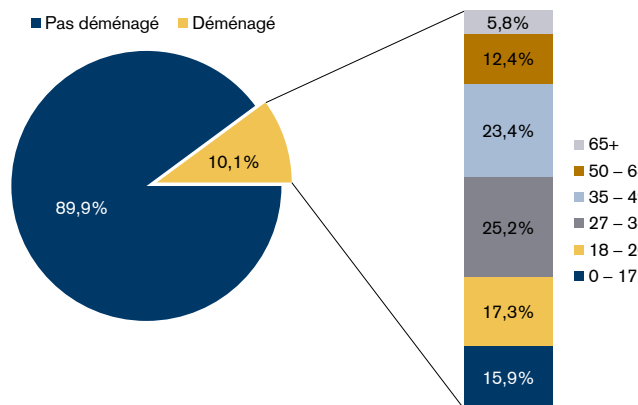
Mais pourquoi déménageons-nous? Reposant sur une enquête, le baromètre immobilier publié par la NZZ en 2020 a permis d'identifier les trois principaux motifs de déménagement: un «changement de la situation de vie», généralement lié à la création d'un ménage ou la séparation du partenaire, l'«insatisfaction concernant l'ancien logement» et un «logement ou une maison trop petit(e)». Sont également citées des «raisons professionnelles» et l'«insatisfaction concernant la localisation». La propension latente à déménager est également intéressante: 63% des sondés sont disposés à déménager, c.-à-d. prévoient ou jouent du moins avec l'idée de changer de domicile.

## Les changements de canton sont rares

Bien que l'insatisfaction concernant la localisation arrive en cinquième place des motifs les plus cités, la plupart des personnes semblent satisfaites de leur canton. Plus de 80% déménagent au sein du même canton, dont plus de la moitié dans la même commune (Fig. 39). Et le nombre de déménagements dans une même commune semble sous-évalué, puisque les changements de domicile dans un même bâtiment ne sont pas comptabilisés dans la statistique. L'analyse des mouvements d'une commune à une autre montre que la majeure partie d'entre eux intervient au sein de la même région économique. Cela signifie que même en cas de changement de localité, ce sont les communes voisines qui sont plébiscitées, et moins celles à l'autre bout du canton.

**Fig. 37: Les moins de 50 ans représentent plus de 80% des déménagements**

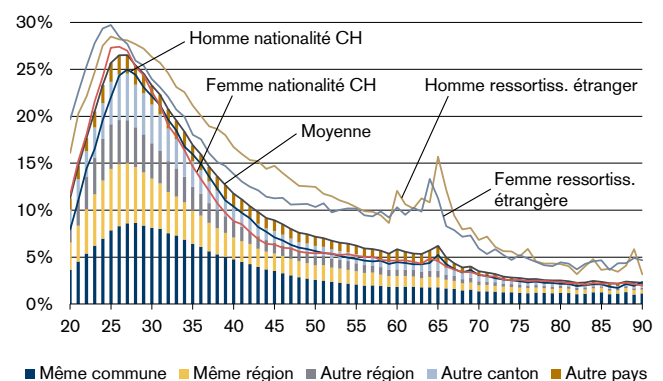
Déménagements en Suisse en 2021, par tranches d'âge, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse      Dernières données: 2021

**Fig. 38: La probabilité de déménager diminue après l'âge de 27 ans**

Probabilité de déménager par âge, en %; répartition géographique des déménagements



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse      Dernières données: 2021



## Distance moyenne de déménagement de seulement 13 km

L'analyse des mouvements confirme la faible distance de déménagement prévalant dans notre pays. La distance moyenne de déménagement depuis 2018 s'inscrit généralement entre 12 et 13 kilomètres. Fait notable, ce sont les enfants et adolescents (0–17 ans) qui affichent la distance moyenne la plus réduite (Fig. 39). L'intégration des enfants dans leur environnement social et l'existence de l'infrastructure correspondante sont des aspects importants lors d'un déménagement, raison pour laquelle les familles avec enfants sont plus enclines à changer de domicile dans le voisinage immédiat (< 50 mètres) ou le même quartier (50–500 mètres). La distance de déménagement augmente avec l'âge. Comme pour la probabilité de déménager, c'est ici la tranche des 18–34 ans qui s'éloigne en moyenne le plus de la localité initiale et qui fournit la part en pourcentage la plus élevée de changements de commune ou de canton.

## 72% de la demande de logements émanent d'un rayon de seulement 10 km

La figure 40 montre la part cumulée de la population par distance de déménagement pour les différentes tranches d'âge. Ces informations peuvent p. ex. être utilisées pendant la planification de projets afin de mieux évaluer la demande potentielle et les catégories d'âge à cibler. 60% de la population déménagent dans un rayon de 5,5 km maximum et seulement 28% à une distance de plus de 10 km. Pour les promoteurs, cela signifie qu'en moyenne 72% de la demande provient d'un rayon de seulement 10 km autour de l'objet. Même si cette valeur diffère sensiblement d'une région à l'autre, elle reste relativement facile à calculer. Connaître cette valeur clé est quoi qu'il en soit essentiel pour les promoteurs comme pour les chargés de commercialisation.

## Déménagements bien plus fréquents chez les ressortissants étrangers

L'âge et la distance ne sont pas les seuls facteurs à influencer sur le comportement en matière de déménagement. Les ressortissants étrangers vivant dans notre pays déménagent presque deux fois plus souvent que les Suisses. Cela s'explique par le fait que les immigrés modifient plus rapidement leur situation résidentielle après avoir souvent élu domicile à proximité de leur lieu de travail dans un premier temps. Lorsqu'ils décident de rester en Suisse, ils connaissent un peu mieux le marché du logement et optimisent alors leur situation. De plus, la propension à immigrer fait aussi augmenter la probabilité de déménager pour les ressortissants étrangers. Pour finir, à 38 ans, l'âge médian de cette population est sept ans plus bas que celui des Suisses.

## Les femmes quittent le foyer parental plus tôt que les hommes

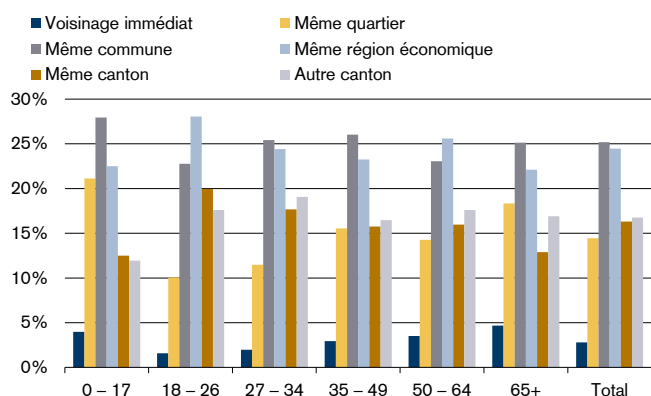
Le sexe joue également un certain rôle. Deux aspects sont ici particulièrement intéressants: premièrement, les hommes de la tranche d'âge des plus de 50 ans déménagent plus loin que les femmes. Deuxièmement, la probabilité de déménager augmente et diminue plus tôt chez les femmes que chez les hommes (Fig. 38). Les femmes quittent donc en général bien plus précocement le foyer parental que les hommes.

## L'âge est le meilleur indicateur de la probabilité de déménager

Tant du point de vue de la nationalité que du sexe, le facteur le plus important influant sur notre comportement en matière de déménagement reste par conséquent l'âge. Et ce n'est guère surprenant, puisque c'est le changement de situation de vie qui est cité le plus souvent en tant que motif de déménagement. Or, la situation de vie évolue avec l'âge, ainsi que les exigences posées à l'habitat. Dans ce qui suit, nous analysons plus en détail les différences existant entre les tranches d'âge.

Fig. 39: Les familles avec enfants déménagent le moins loin

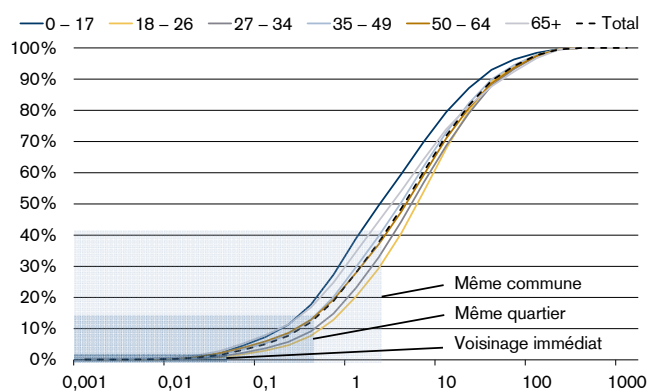
Déménagements à l'intérieur du pays par type, en % par tranche d'âge



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse Dernières données: 2021

Fig. 40: 60% déménagent dans un rayon de 5,5 km maximum

Parts cumulées de la population par distance de déménagement, en km, toutes tranches d'âge confondues



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse Dernières données: 2021

## Jeunes adultes: mobiles et flexibles

Moins de responsabilités et de patrimoine, plus de flexibilité et de mobilité: les jeunes déménagent bien plus facilement. Que ce soit pour s'installer dans une colocation étudiante ou le premier logement après l'apprentissage, le départ du foyer parental constitue toujours la première étape du voyage. Les données montrent p. ex. que les 18–26 ans déménagent plus que quatre fois plus souvent de la maison parentale vers un immeuble collectif qu'inversement (Fig. 41). Pour ceux et celles qui quittent leur commune, les grands centres et leurs agglomérations sont des destinations particulièrement prisées – les villes continuent donc d'attirer de nombreux jeunes. Abstraction faite de l'immigration, les 18–26 ans sont la seule tranche d'âge affichant un solde de déménagement positif dans les grands centres. Ce solde devient négatif dès la tranche d'âge des 27–34 ans dans tous les grands centres du pays (2021). La situation est similaire dans les centres moyens.

## Après 30 ans: fondation d'une famille et besoin de plus d'espace

Comme nous l'avons démontré dans notre étude sur le marché immobilier de 2022, le COVID-19 a freiné l'urbanisation. Et le paragraphe ci-dessus montre que les grands centres urbains ont perdu de leur attractivité auprès de la plupart des tranches d'âge pendant la pandémie. L'analyse des chiffres absolus pour 2021 permet de déterminer que ce sont surtout les 35–49 ans qui quittent les grands centres. L'âge moyen lors de la naissance du premier enfant étant de 32,3 ans pour la mère et de 35,2 ans pour le père en 2021 selon les chiffres de l'Office fédéral de la statistique, il semble plausible que l'agrandissement de la famille soit l'un des principaux motifs de déménagement dans cette tranche d'âge. La fondation d'une famille fait aussi évoluer le comportement en matière de déménagement: la probabilité diminue et les appartements ou maisons recherchés sont plus spacieux. Accéder à la propriété devient alors, si les finances le permettent, un objectif très fréquent. Cela se reflète aussi dans le fait que les 35–49 ans constituent le principal groupe de demande pour les maisons individuelles (Fig. 41).

## Le niveau des prix est un facteur en cas de changement de commune

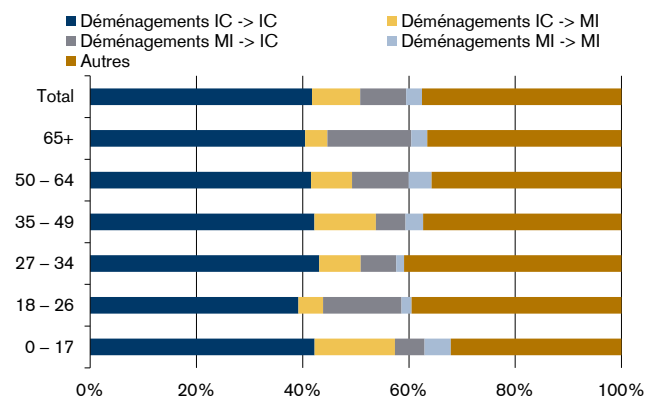
Les prix évoluant uniquement à la hausse depuis un certain temps déjà, les personnes désireuses d'accéder à la propriété n'ont d'autre choix que de rechercher leur bien aussi (voire surtout) en dehors des centres. Selon la statistique, 48,8% des nouveaux occupants d'une maison individuelle déménagent dans une commune affichant un niveau des prix au moins inférieur de 10%, et seulement 16,2% dans une commune plus onéreuse. Cette tendance est un peu moins marquée pour les déménagements dans des immeubles collectifs: 22,9% optent pour des communes plus avantageuses, tandis que 20,8% choisissent des communes plus chères et 56,3% des localités au niveau de prix similaire. C'est sans doute lié au fait que de nombreux ménages déménagent ici d'un logement locatif dans un autre, et que le niveau des loyers est considéré comme moins important que celui des prix du logement en propriété.

## À partir de 50 ans et après le départ à la retraite: moins de surface habitable

La propension à déménager diminue encore sensiblement à partir de 50 ans. La tendance à s'installer dans des logements plus spacieux s'inverse et les personnes de cette tranche d'âge optant pour un déménagement choisissent généralement des objets plus petits. Après le départ à la retraite, la probabilité de déménager augmente surtout chez les ressortissants étrangers (Fig. 38), qui choisissent bien souvent d'émigrer ou de retourner dans leur pays d'origine. Les déménagements de personnes de plus de 65 ans ne représentent que 6% du total. La part des départs de maisons individuelles est également plus élevée qu'au sein des autres tranches d'âge (Fig. 41). C'est chez les 75–79 ans que cette part se révèle la plus importante (presque 18%) – la tendance à réduire la surface habitable se renforce donc avec l'âge.

Fig. 41: Les déménagements dans des maisons individuelles fluctuent fortement selon les tranches d'âge

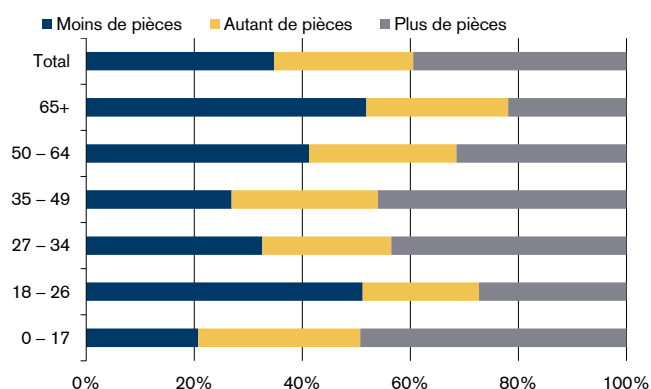
Déménagements par type de bâtiment, en % par tranche d'âge



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse | Dernières données: 2021

Fig. 42: L'âge joue aussi un rôle pour le choix du nombre de pièces

Déménagements par modification de la surface habitable, en % par tranche d'âge



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse | Dernières données: 2021

## À quoi doivent veiller les maîtres d'ouvrage et investisseurs?

Comme indiqué dans les chapitres qui précèdent, la distance de déménagement et la structure démographique aux alentours d'un bien sont des indicateurs décisifs pour évaluer la demande. Pour les maîtres d'ouvrage et investisseurs, cela signifie que la demande provient essentiellement de la même commune. Il est donc d'autant plus important de connaître non seulement l'intensité de déménagement, mais aussi d'intégrer les objets concurrents à proximité dans la planification. Il est également important de savoir d'où les nouveaux arrivants peuvent venir. La figure 43 montre que la demande au-delà de la propre commune peut fortement varier en fonction du type de localité. Elle permet notamment de constater que les mouvements entre grands centres et agglomérations sont particulièrement fréquents. Nous voulons analyser cet état de fait à l'exemple de la ville de Berne.

## Analyse des déménagements à Berne

En 2021, Berne a enregistré quelque 25 000 déménagements (arrivées et départs), dont un tiers à l'intérieur des limites de la ville. En tenant compte des déménagements internationaux, environ 7800 personnes se sont installées à Berne et 8700 l'ont quitté pendant cette année. Ce solde négatif est assez atypique et sans doute attribuable à la pandémie de COVID-19.

## D'où viennent les nouveaux arrivants?

Sur les 7800 nouveaux arrivants, près d'un quart venaient de l'étranger. À l'échelon national, les principaux bassins de provenance sont les autres grands centres Zurich, Bâle et Lausanne ainsi que les communes de l'agglomération bernoise (Fig. 44). Les hypothèses de déménagements sur de faibles distances et de déménagements dans des communes du même type lorsque la distance augmente se confirment donc. L'analyse des tranches d'âge montre que plus de la moitié des nouveaux arrivants sont âgés de 20 à 34 ans. Le solde migratoire se révèle surtout positif pour les 20–30 ans, ce qui s'explique par le fait que de nombreuses personnes de cette tranche d'âge rejoignent Berne pour leur formation ou pour y travailler.

## Où partent les personnes qui déménagent?

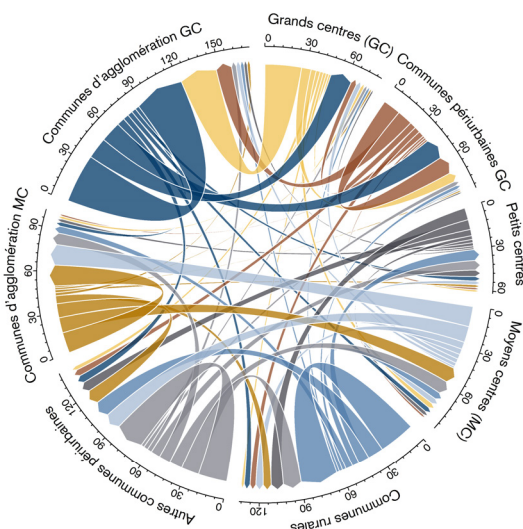
Les départs prédominent pour toutes les tranches d'âge de plus de 30 ans. Ce sont surtout les familles avec enfants qui choisissent de quitter la ville, la destination étant alors généralement l'une des communes de l'agglomération. Il ne peut donc pas être question d'une fuite vers la campagne pendant la pandémie, puisque le nombre de nouveaux arrivants en provenance des communes rurales dépasse celui des personnes ayant au contraire quitté Berne.

## Conclusions importantes pour les bailleurs et gestionnaires immobiliers

Pour les bailleurs et gestionnaires, il est intéressant de pouvoir évaluer la durée de séjour d'un locataire potentiel dans un logement. La probabilité de déménagement par âge, sexe et nationalité que nous avons calculé dans le cadre de notre analyse peut ici fournir des estimations pertinentes. La probabilité moyenne de déménagement d'une ressortissante suisse âgée de 25 ans est par exemple de 27,3%, celle d'un homme de 50 ans de nationalité étrangère en revanche de seulement 12,5% (Fig. 38). L'exemple de Berne montre en outre comment une analyse détaillée à l'échelon communal peut fournir des informations importantes pour la planification, l'achat ou la location d'un immeuble résidentiel.

**Fig. 43: Nombreux déménagements vers le même type de commune**

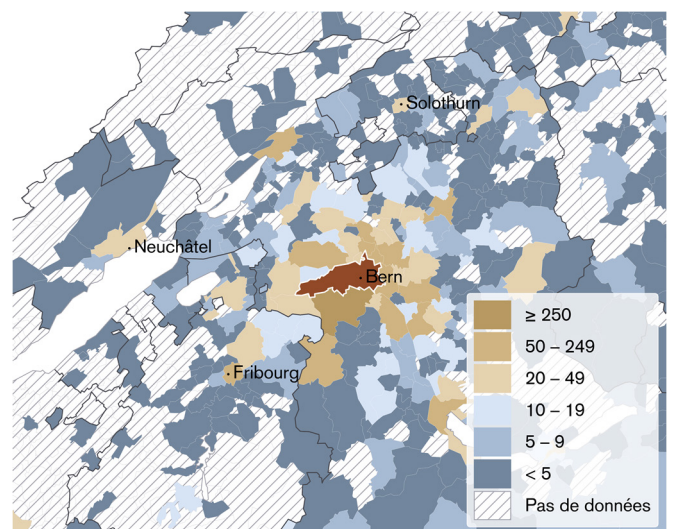
Flux entre différents types de commune, hors déménagements au sein d'une même commune, chiffres absolus en milliers



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse Dernières données: 2021

**Fig. 44: Principaux bassins versants de Berne**

Nombre de déménagements à destination de Berne



Source: OFS, Credit Suisse, Geostat Dernières données: 2021

# Sprint intermédiaire

**La bonne santé du marché de l'emploi l'année dernière a entraîné une accélération de la demande dans l'immobilier de bureau. Le ralentissement conjoncturel partout dans le monde devrait toutefois se traduire par un net tassement de la dynamique.**

## Emploi à un niveau record

Bien que sa croissance ait commencé à ralentir dès le 2<sup>e</sup> semestre 2022, l'emploi s'est maintenu à un réjouissant niveau jusqu'à la fin de l'automne, dépassant de 2,4% celui du même trimestre 2021. Le taux de chômage est resté faible jusqu'en fin d'année, ce qui témoigne d'un marché du travail étonnamment vigoureux qui continuera de s'inscrire en soutien de la demande en 2023.

## Solide croissance de l'emploi de bureau

Pour la demande de surfaces, l'évolution des emplois de bureau se révèle plus importante que la situation générale sur le marché du travail. Or, la part de ces emplois ne cesse de progresser dans toutes les branches du fait de la digitalisation croissante, ce qui se traduit par une croissance supérieure à celle de l'emploi général. Mais comme ce sont surtout les secteurs où la part de postes de bureau est plus faible qui se sont redressés récemment après la pandémie, l'emploi de bureau a pour une fois progressé au même rythme que celui dans le reste de l'économie (2,4%).

## Le travail à domicile appelé à s'installer dans la durée

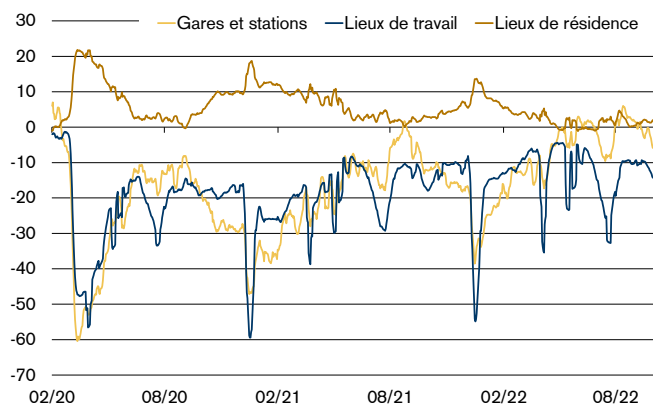
Bien que de nombreuses entreprises ont abandonné leur retenue en matière de location de nouvelles surfaces après la levée des mesures contre la COVID-19, les formes de travail hybrides et surtout le travail à domicile laissent toujours leurs traces, comme en témoignent les données de mobilité pour la Suisse (Fig. 45). La fréquentation des sites de travail à l'automne 2022 reste en effet presque 10% en dessous de son niveau d'avant-crise. Dans un contexte marqué par la pénurie de personnel qualifié, les entreprises proposent de plus en plus des modèles de travail flexibles pour rester attractives en tant qu'employeurs. Le télétravail reste donc un facteur à prendre en considération, puisqu'il réduit le taux d'occupation dans les bureaux, renforce la tendance au partage de postes et pèse par conséquent sur la demande de surfaces.

## Sprint intermédiaire avant ralentissement annoncé

Malgré cet état de fait, l'immobilier de bureau a brièvement profité d'effets de rattrapage et d'une forte progression de l'emploi s'accompagnant d'une demande de surfaces très dynamique. Bon nombre d'entreprises n'ont eu d'autre choix que d'agir et de louer des surfaces supplémentaires. Nous estimons la demande supplémentaire totale à 840 000 m<sup>2</sup> en 2022. La croissance devrait toutefois s'atténuer dans le sillage des perturbations économiques liées à la guerre en Ukraine, ce qui devrait aussi entraîner une dégradation sur le marché de l'emploi. Le zénith sur ce dernier ayant été dépassé, nous tablons pour 2023 sur une stabilisation de la demande supplémentaire à un niveau nettement plus modeste d'environ 130 000 m<sup>2</sup> (Fig. 46).

**Fig. 45: Données de mobilité pour la Suisse**

Moyenne mobile sur 7 jours; 0 = valeur de référence avant la pandémie

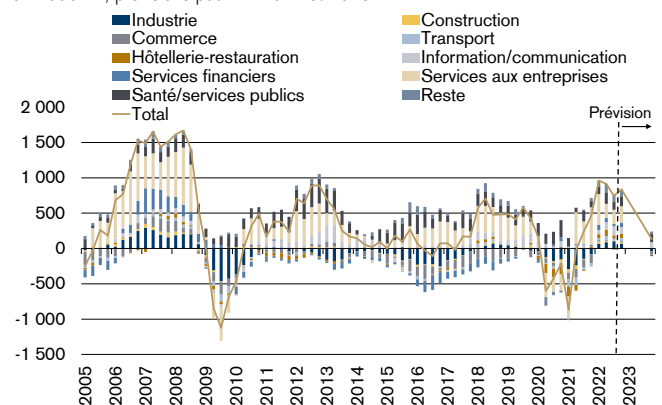


Source: Google

Dernières données: 15.10.2022

**Fig. 46: Demande supplémentaire de surfaces de bureau**

Demande supplémentaire estimée par rapport au même trimestre année précédente en 1000 m<sup>2</sup>; prévisions pour T4 2022 et 2023



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Dernières données: T3 2022

# Absorption et télétravail

**Au vu de la vigoureuse croissance de l'emploi, l'offre de surfaces devrait théoriquement baisser. Or, l'examen des données agrégées avec soin témoigne d'un recul seulement modéré des surfaces proposées, ce qui signifie que la tendance au télétravail ne réduit pas outre mesure les besoins de surfaces, mais les impacte néanmoins sensiblement.**

**Dans quelle mesure la croissance de l'emploi accélère-t-elle l'absorption?**

La croissance étonnamment vigoureuse de l'emploi enregistrée depuis la mi-2021 dans le sillage du rebond postpandémique a entraîné une hausse substantielle de la demande de surfaces de bureau. De nombreux demandeurs ayant fait preuve de prudence pendant la pandémie ont été obligés d'agir et de concrétiser certaines décisions longtemps repoussées. Les bureaux ont commencé à se remplir à nouveau après la crise du coronavirus et la crainte de locaux inoccupés à progressivement diminué. Les annonces de commercialisations réussies se sont multipliées, ce qui a incité les locataires à passer aux actes dans certains secteurs, de peur de se retrouver les mains vides. Cette évolution s'est également traduite par un regain d'espoir quant à une baisse des taux d'offre, qui avaient encore augmenté pendant la pandémie.

**L'offre de surfaces diminue, mais faiblement**

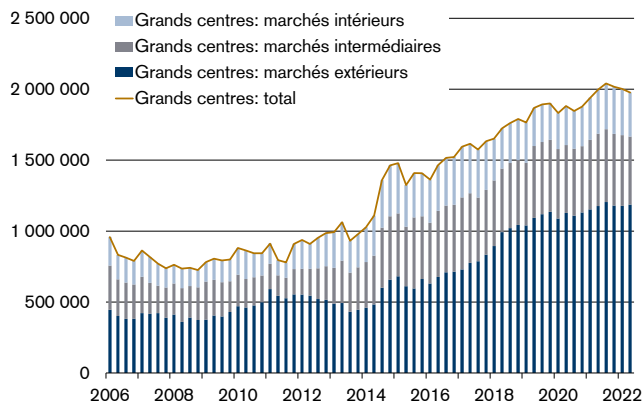
Cette attente s'est révélée exacte: 54% des objets de plus de 1000 m<sup>2</sup> proposés par voie d'annonces ont effectivement vu leurs surfaces disponibles diminuer au cours des douze derniers mois, ce qui se traduit par la première baisse du taux d'offre depuis trois trimestres (Fig. 47). Toutefois, ce repli demeure assez faible, parce qu'outre les nouveaux projets dont les surfaces sont proposées à l'avance, des surfaces existantes reviennent sur le marché après le départ de leurs anciens locataires. La diminution des surfaces disponibles n'est donc que partielle et l'on assiste souvent à un report d'un objet à un autre. Cette absorption somme toute médiocre – au vu de la dynamique de la demande et de la croissance de l'emploi – suggère que la tendance au télétravail a bel et bien fait baisser la demande de surfaces.

**L'écart se creuse encore entre le centre et la périphérie**

Si l'offre de surfaces n'a que légèrement diminué en glissement annuel dans les Central Business Districts (marchés intérieurs) et reculé de quelques points de pourcentage dans les quartiers limitrophes (marchés intermédiaires), elle a continué d'augmenter à la périphérie des grands centres (Fig. 48). C'est notamment le cas à Genève et Bâle. La thèse tablant sur une meilleure absorbabilité des localisations en centre-ville du fait de la tendance aux modèles de travail flexibles semble donc se confirmer. Et comme les nouveaux projets de construction se concentrent sur les marchés extérieurs, l'écart continue de se creuser. La commercialisation de surfaces de bureau se révèle donc très disparate d'un marché à l'autre – en fonction de la proximité ou de l'éloignement du centre du marché immobilier concerné.

**Fig. 47: Offre de surfaces de bureau dans les grands centres**

Somme des surfaces (existantes et nouvelles) proposées par trimestre (sur Internet), en m<sup>2</sup>

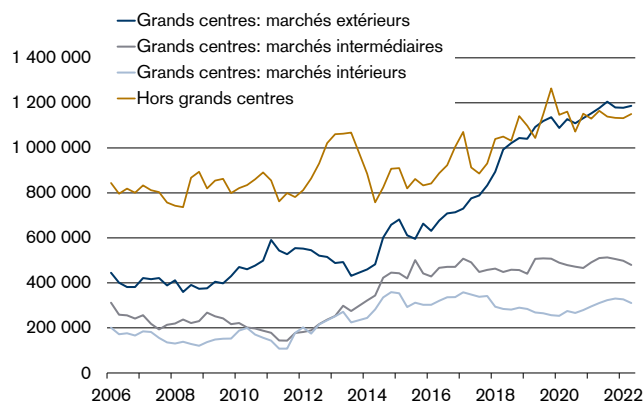


Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG

Dernières données: T2 2022

**Fig. 48: Offre de surfaces de bureau en Suisse**

Somme des surfaces (existantes et nouvelles) proposées par trimestre (sur Internet), en m<sup>2</sup>



Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG

Dernières données: T2 2022



# Faible activité de construction

**Les demandes et permis de construire pour des immeubles de bureaux restent en dessous de leur moyenne à long terme. Dans le même temps, les projets de transformation se multiplient, ce qui suggère des travaux de rénovation énergétique et d'adaptation à l'évolution du monde du travail.**

## Faible dynamique s'agissant des demandes et permis de construction neuve

Si la demande de surfaces de bureau s'est rapidement rétablie de son effondrement durant la pandémie, les investisseurs restent prudents sur le front des nouvelles constructions. Au cours des douze derniers mois, le volume nominal de surfaces de bureau autorisées à la construction atteignait seulement 1710 mio. CHF (Fig. 49). Bien que cette valeur témoigne d'une légère amélioration par rapport à l'année précédente, elle demeure inférieure de pas moins de 11% à la moyenne à long terme depuis 1995, l'écart atteignant presque 13% pour les demandes de permis déposées. En tenant compte de la hausse des prix de la construction, l'expansion réelle attendue des surfaces se révèle même encore plus faible. D'une part, les incertitudes autour des futurs besoins en surfaces sur fond de modèles de travail hybrides n'ont toujours pas été complètement écartées, ce qui pèse sur les nouvelles constructions. D'autre part, la hausse des coûts de financement et des prix n'est guère de nature à favoriser les investissements.

## En revanche, les projets de transformation se multiplient

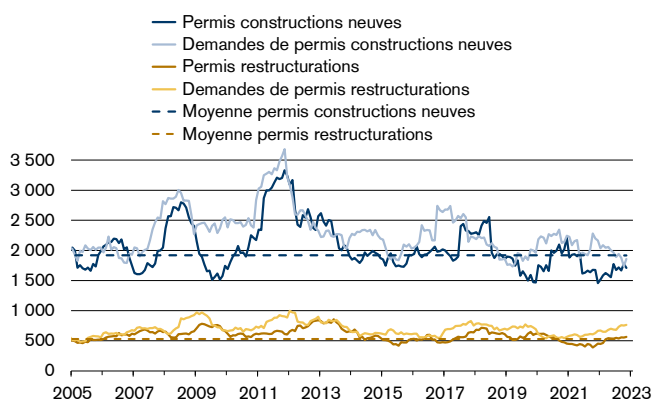
Les projets de transformation dans l'immobilier de bureau se sont inscrits en repli dans le sillage de la pandémie de COVID-19, mais se sont à peu près rétablis depuis le début de l'année 2022. Avec un volume de 563 mio. CHF, les permis octroyés ces douze derniers mois pour de tels projets n'ont été que modérément supérieures à la moyenne des 27 dernières années (532 mio. CHF). Le volume des demandes de permis déposées s'est en revanche révélé supérieur de 23% à la moyenne à long terme. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette évolution. Premièrement, la hausse massive des charges favorise les projets de réhabilitation énergétique. Deuxièmement, les modèles de travail hybrides rendent nécessaire l'adaptation des immeubles de bureaux plus anciens à de nouvelles exigences. Et, troisièmement, sur fond de risque de vacances de bureaux et de pénurie de terrains constructibles et de logements, les réaffectations gagnent en popularité.

## Faible activité de construction dans la plupart des grands et moyens centres

Les différents marchés de l'immobilier de bureau des grands et moyens centres sont représentés dans la figure 50. L'axe vertical montre l'expansion attendue des surfaces par rapport à la moyenne à long terme. À l'exception de Lausanne, l'expansion se révèle inférieure à la moyenne dans tous les grands centres et demeure à faible niveau également dans une majorité de moyens centres. Simultanément, la prudence affichée des investisseurs contribue à améliorer la situation sur le marché, la hausse du taux d'offre des dernières années ayant été bien souvent liée à une activité de construction supérieure à la moyenne. Il n'est donc guère probable que des déséquilibres dignes de ce nom apparaissent sur la plupart des marchés dans les trimestres à venir.

**Fig. 49: Expansion prévue des surfaces de bureau**

Demandes et permis de construire, somme mobile sur 12 mois; en mio. CHF

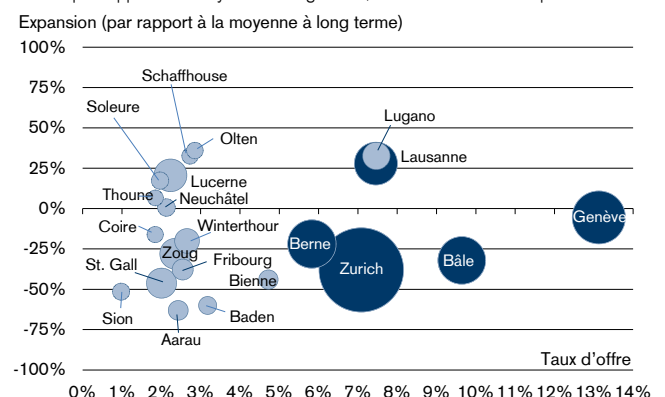


Source: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 11/2022

**Fig. 50: Expansion et offre dans les grands et moyens centres**

Circonférence du cercle: parc existant; expansion: permis délivrés ces cinq dernières années par rapport à la moyenne à long terme; taux d'offre en % du parc 2020



Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG, Baublatt

Dernières données: 06/2022

# Fortification avant repli

**Le sprint intermédiaire de la demande lié à la bonne santé du marché du travail entraîne une baisse des taux de vacance et une hausse des loyers à la conclusion dans l'immobilier de bureau des grandes villes.**

## Les taux de vacance s'inscrivent en repli

L'accélération conjoncturelle permet à l'immobilier de bureau des centres de se remettre des répercussions de la pandémie de COVID-19. Les taux de vacance ont diminué dans toutes les régions dans lesquelles ils ont été recensés<sup>6</sup> (Fig. 51). Certaines baisses se sont révélées faibles, comme dans la région de Lausanne (-2%) et le canton de Neuchâtel (-1%). Et là où les replis étaient plus importants, par exemple à Genève (-16%) et dans les deux cantons bâlois (-14%), cette évolution pourrait ne pas être durable, puisque les taux d'offre augmentent, ce qui – avec un certain décalage – va aussi se répercuter sur les taux de vacance. Le niveau des vacances recensées demeure globalement assez élevé, alors que le prochain fléchissement conjoncturel se dessine déjà.

## Nette augmentation des loyers

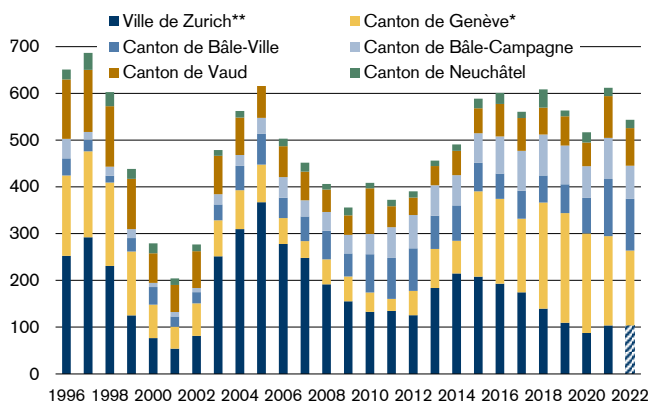
Les deux grands centres Lausanne et Zurich, qui outre une solide progression de l'emploi ont également enregistré une baisse du taux d'offre, caracolent aussi en tête en matière de hausse des loyers (Fig. 52). À Lausanne, ces derniers ont augmenté de 7,1% l'année dernière, donc bien plus vigoureusement qu'en moyenne dans les grands centres (4,4%). Zurich occupe la deuxième place avec +4,5%. Cela dit, les loyers à la conclusion ont augmenté de plus de 3% dans tous les grands centres, une évolution qui s'explique sans doute par la disposition des entreprises à payer davantage pour des surfaces de qualité, à haute efficacité énergétique et situées en centre-ville – aussi sur fond de possible diminution des besoins futurs en surfaces. Les conditions spéciales et autres incitatifs ne sont toutefois pas pris en considération dans ces chiffres et les baux conclus reflètent uniquement les surfaces commercialisées avec succès. Le repli moyen de 2,6% des loyers proposés par rapport à l'année précédente semble donc indiquer que la situation est plus complexe lorsque l'on examine l'ensemble des surfaces proposées.

## Perspectives divergentes selon la qualité et la localisation

La forte croissance de l'emploi que nous enregistrons actuellement devrait se traduire par une réjouissante demande de surfaces au moins jusqu'à l'année prochaine. Cependant, la multiplication des modèles de travail flexibles va aussi laisser des traces à plus long terme et compliquer la commercialisation, notamment des surfaces en périphérie, des surfaces existantes à faible efficacité énergétique et des objets dont la structure même rend difficile l'adaptation des locaux à de nouvelles formes de travail. Au vu du ralentissement économique qui s'annonce, nous tablons par conséquent sur une augmentation des taux de vacance en dehors des centres, alors qu'ils devraient continuer de baisser dans les centres-villes. Nous anticipons une stagnation des loyers (loyers à la conclusion et loyers proposés confondus).

**Fig. 51: Surfaces de bureau inoccupées**

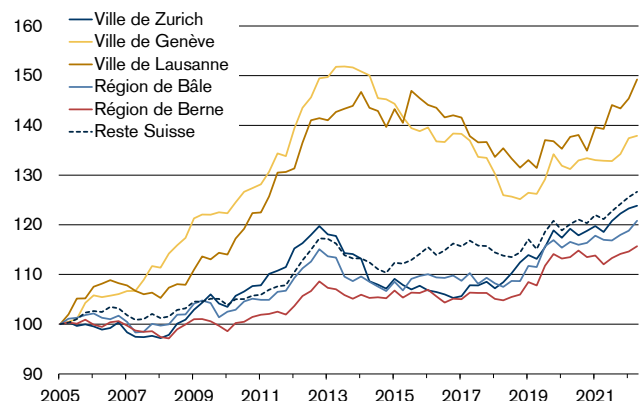
Surfaces de bureau vacantes au 1<sup>er</sup> juin, en milliers de m<sup>2</sup>



Source: Divers offices de statistique, Credit Suisse. Dernières données: 06/2022

**Fig. 52: Loyers de bureaux à l'échelle régionale**

Indice hédoniste des loyers sur la base des baux conclus; indice: 2005 = 100



Source: Wüest Partner, Credit Suisse. Dernières données: T2 2022

<sup>6</sup>La Ville de Zurich n'a pas publié de chiffres pour l'immobilier commercial en 2022. Berne a décidé de mettre un terme à cette statistique.

\*Fig. 51 : la valeur 2020 pour Genève a été interpolée. \*\*La valeur pour Zurich est celle de 2021, ceci afin de permettre une comparaison.

# Travail à la maison, vie au bureau

**Au vu de la pénurie de logements dans les villes et de bureaux souvent vacants, les réaffectations semblent une démarche logique. Or, elles se révèlent souvent complexes et doivent être conformes au plan de zone. Il s'agit ensuite de relever certains défis architecturaux et surtout de rentabiliser les investissements par des rendements plus élevés – ce qui est loin d'être simple.**

## De nombreuses conditions doivent être remplies

Avant de transformer des bureaux vacants en logements, il convient de procéder aux vérifications nécessaires quant à la conformité au plan de zone et de s'assurer que le site est adapté à une utilisation résidentielle, p. ex. s'agissant des nuisances sonores et de l'infrastructure existante. Lorsque le cadre légal et les spécificités du site ne s'opposent pas à la transformation, il s'agit ensuite de déterminer si le bâtiment se prête à la création de logements. Les exigences statiques peuvent en effet empêcher le déplacement des murs extérieurs et intérieurs. Les bâtiments plus anciens constituent des défis importants surtout sur le plan de la protection incendie et phonique, les matériaux utilisés lors de leur construction n'étant plus conformes aux normes actuelles. À cela vient s'ajouter la protection des monuments historiques, qui complique bien souvent la donne.

## Des obstacles de taille

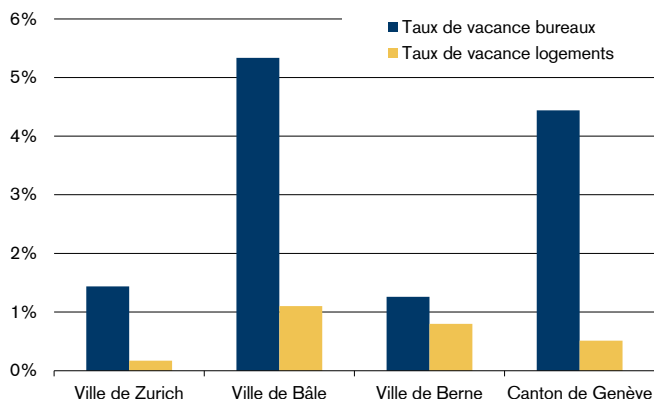
Indépendamment de l'âge de l'édifice, la réaffectation d'un bâtiment de bureaux en logements rend nécessaire une nouvelle approche en matière de rapport avec l'extérieur et d'aménagement. Les bureaux sont p. ex. souvent dotés d'une profondeur qui rend insuffisante la lumière naturelle en cas d'utilisation résidentielle. Pour améliorer le rapport avec l'extérieur, il est possible de réduire la hauteur des rebords de fenêtre ou de créer des balcons. Les bâtiments résidentiels étant composés d'unités beaucoup plus petites, la question des voies d'accès doit être réglée différemment, ce qui implique souvent la création de cages d'escalier supplémentaires, qui réduisent la surface à louer. Même chose pour l'infrastructure sanitaire: si les bâtiments de bureaux sont dotés de quelques colonnes centrales pour l'alimentation des kitchenettes et locaux sanitaires, l'espace requis pour les cuisines et les salles de bains des logements est beaucoup plus important.

## La rentabilisation est essentielle

Le problème de la rentabilité est majeur, car les coûts d'une transformation représentent plus de 50% de ceux d'une construction neuve, de sorte que les rendements des futurs logements doivent être supérieurs à ceux des bureaux existants. Ce sont donc surtout les objets touchés par un taux et une durée de vacance très élevés qui sont reconvertis et ce n'est que lorsque les rendements deviennent insuffisants que les propriétaires se résolvent à la réaffectation, en général pour créer des logements locatifs ou en propriété du segment supérieur. La localisation d'un projet est donc déterminante, puisque la conversion en logements doit non seulement réduire les vacances, mais aussi faire augmenter les loyers bien au-dessus de ceux des bureaux. En dépit des taux de vacance parfois élevés dans l'immobilier de bureau et de la pénurie de logements, toutes ces conditions rendent les projets de réaffectation extrêmement exigeants, ce qui explique leur rareté.

**Fig. 53: Vacances plus nombreuses que pour les logements**

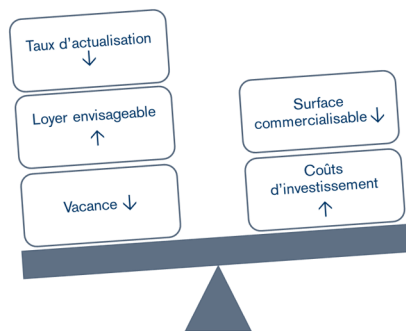
Taux de vacance bureaux et logements dans une sélection de centres



Source: Divers offices régionaux de la statistique, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse  
Dernières données: 06/2021

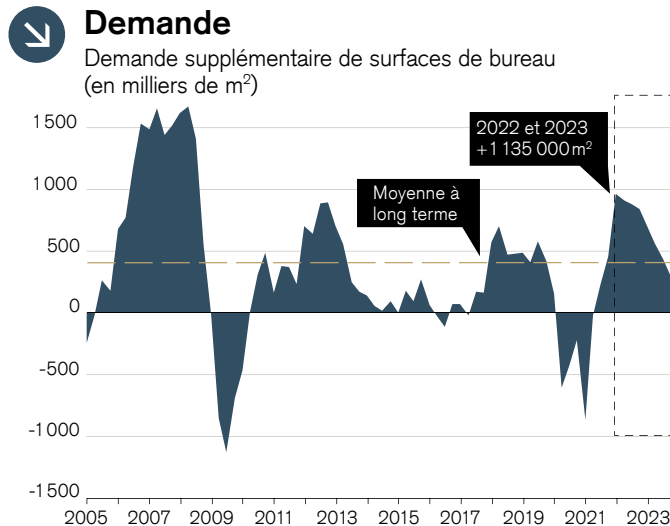
**Fig. 54: Facteurs influant sur la décision de réaffectation**

Représentation schématique pour la réaffectation de bureaux en logements

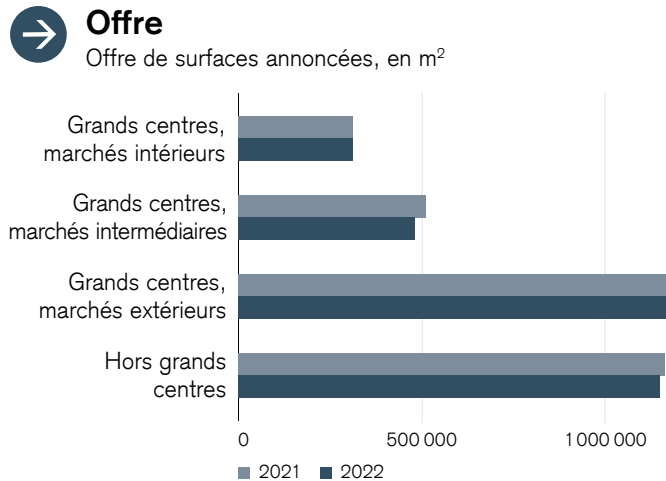


Source: Credit Suisse

# Tassement après le rebond intermédiaire de 2022

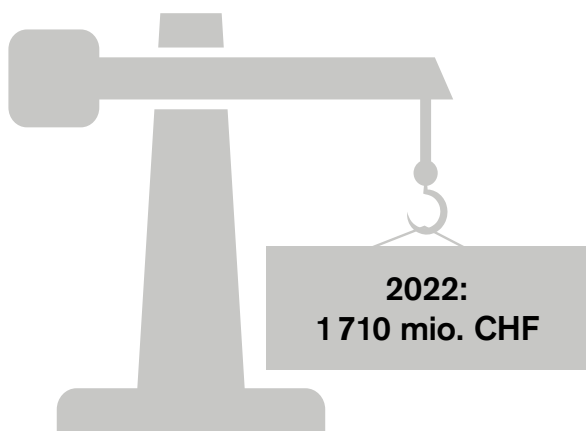


**2023: la demande faiblit dans le sillage du tassement conjoncturel, mais devrait rester positive**



**2023: l'écart de demande continue de se creuser entre le centre et la périphérie**

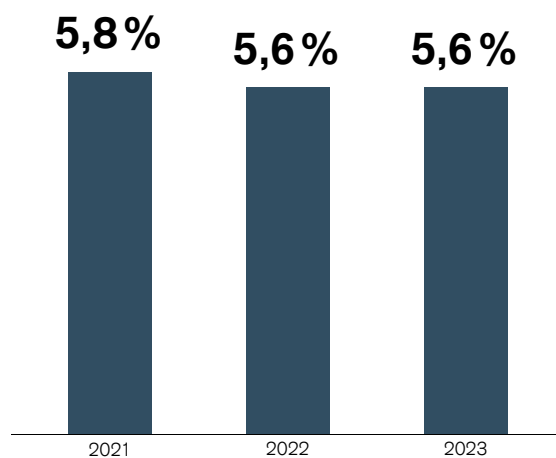
**↘ Surfaces de bureau avec permis de construire**



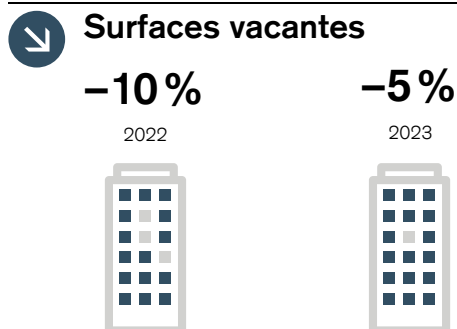
Surfaces de bureau avec permis de construire: 11% en deçà de la moyenne à long terme

**2023: la prudence persistante des investisseurs empêche l'envolée des taux d'offre**

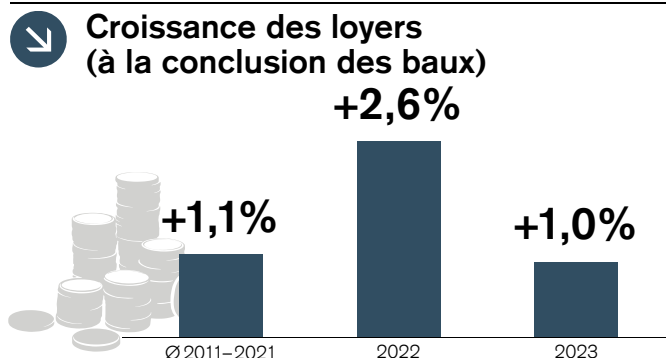
**→ Taux d'offre**



Taux d'offre plus élevés dans les régions qui ont récemment connu une forte expansion



**2023: vacances en baisse dans les centres et en hausse en dehors**



**2023 : Croissance plus faible des loyers**

# Halte à la confusion

**L'investissement durable est une discipline récente et les standards ad hoc sont encore source de confusion. La multitude d'initiatives et de notations semble inversement proportionnelle au progrès effectivement réalisé en matière de développement durable. Les chiffres clés devraient davantage se fonder sur le climat et la transparence – une approche résolument poursuivie par l'organisation à but non lucratif REIDA.**

## Dispersion plutôt que focalisation

Pour torpiller un projet, il suffit de favoriser un activisme de façade sur une multitude de fronts pour détourner l'attention des réelles préoccupations. La lutte contre le réchauffement climatique a longtemps été victime de ce genre de dérive, non pas par volonté affichée, mais souvent par pure affliction quant à l'absence de données pertinentes et donc du manque de repères. La diffusion des critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) a encore favorisé cette tendance. Ce concept très large d'investissement responsable a donné naissance à une pléthore de systèmes de notation et d'évaluation, qui diffèrent fortement tant en termes de focalisation, d'objectifs que de groupes cibles. Les divergences dans l'immobilier sont par exemple si importantes que les notations ne sont que très difficilement comparables.<sup>7</sup> Sans connaissance approfondie de la méthodologie sous-jacente, les utilisateurs de ces notations sont dans l'impossibilité de les interpréter correctement, et encore moins d'en tirer un quelconque avantage.

## Moins serait plus

De nombreuses notations englobent des dizaines d'indicateurs, qui rendent difficile de comprendre ce qu'elles sont censées représenter en définitive. Le Global Real State Sustainability Benchmark (GRESB), un procédé d'évaluation qui s'est imposé dans l'immobilier partout dans le monde, repose par exemple sur plus de 90 indicateurs agrégés pour former un score global. Une industrie entière du conseil a vu le jour dans son sillage pour aider les investisseurs immobiliers à améliorer leurs notations. Mais comme bon nombre de notations évaluent non seulement les performances en matière de durabilité, mais aussi l'organisation en elle-même, de nombreux acteurs sont en mesure de les améliorer sans avancée notable sur le front du développement durable. Un autre défaut est que des notations telles que GRESB ne récompensent que les améliorations, mais pas les meilleures valeurs absolues en soi.

## Manque de précision des notations

Certaines études aujourd'hui bien connues ont comparé les notations ESG des principales agences et identifié d'importantes disparités.<sup>8</sup> Les corrélations se répartissent dans une fourchette allant de 0,38 à 0,71, une valeur égale à 1 correspondant à une parfaite concordance et une valeur de 0 à l'absence totale de concordance entre les différents fournisseurs. La médiocrité de ces chiffres témoigne de la difficulté de saisir le développement durable sous forme de notations. Les principales raisons des disparités sont les différences en matière de calcul des notations (56%), de délimitation des facteurs considérés (38%) et de pondération des attributs (6%).

## La focalisation est indispensable

The Economist l'a parfaitement formulé dans son édition de juillet 2022, en indiquant que le sigle ESG n'allait pas sauver le monde.<sup>9</sup> Né sans doute d'une bonne intention, le projet de fournir des critères pour un investissement responsable place les entreprises face à des objectifs contradictoires et les détourne de la cause pourtant vitale de lutter contre le réchauffement climatique. Le magazine a identifié trois problèmes fondamentaux concernant les critères ESG. Premièrement, les investisseurs ne reçoivent aucune aide cohérente pour résoudre les conflits d'intérêts – par exemple entre les objectifs écologiques et sociaux. Deuxièmement, l'approche ESG ne résout pas le problème des mauvais incitatifs, qui sont souvent la cause de comportements néfastes pour l'environnement. Troisièmement, la méthode souffre d'un problème de données et de mesure. The Economist plaide en faveur d'une dissociation de ce sigle et d'une focalisation sur la seule lettre E – donc l'environnement. Plus encore: la célèbre publication britannique souhaite mettre les émissions de gaz à effet de serre en seule tête des considérations, puisque le changement climatique est de loin le problème le plus urgent à résoudre.

<sup>7</sup> Miriam Kittinger, Marie Seiler (2022). Utilité et limites des notations ESG. Prévoyance Professionnelle Suisse 11/2022.

<sup>8</sup> Florian Berger, Julian Köbel, Roberto Rigobon (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. Université de Zurich.

<sup>9</sup> The Economist (21.07.2022): ESG should be boiled down to one simple measure: emissions



## La transparence est la clé

Et cette focalisation serait aussi pertinente pour les propriétaires fonciers. S'ils peuvent démontrer qu'ils apportent une contribution significative à la lutte contre le réchauffement climatique, ils sortiront automatiquement de la ligne de mire. Or, cela n'est possible qu'en adoptant une parfaite transparence sur le front des indicateurs environnementaux. Nul besoin de notations s'accompagnant d'immenses besoins de conseil, juste des chiffres clés transparents, mesurant p. ex. la consommation d'énergie et les émissions de gaz à effet de serre d'un bâtiment. La Real Estate Investment Data Association (REIDA), une organisation suisse à but non lucratif s'engageant pour la centralisation des données immobilières, souhaite faire évoluer les choses en ce sens et, fidèle à sa devise «Savoir plutôt que croire», a élaboré une norme pour le calcul des chiffres clés environnementaux dans l'immobilier. Cette approche semble prometteuse, puisqu'en l'absence de comparabilité entre les différents labels et notations, les obligations en matière de transparence et de divulgation ne cessent de se durcir. Au deuxième semestre 2022, les associations sectorielles AMAS et CAFI ont ainsi émis des directives recommandant ou obligeant leurs membres à rendre publics leurs chiffres clés de durabilité.

### Benchmarking CO<sub>2</sub> de la REIDA

## Méthode de calcul transparente et standardisée

Pour y parvenir, les chiffres clés calculés doivent être vérifiables et comparables, ce qui requiert une base de données et une méthode de calcul standardisées. Or, le diable se cache souvent dans les détails et même les chiffres clés les plus simples peuvent se calculer de différentes manières. Pour un même portefeuille type de bien-fonds, cela peut se traduire par des intensités de CO<sub>2</sub> variant du tout au tout – en fonction de la méthodologie appliquée.<sup>10</sup> Des disparités apparaissent p. ex. lorsque les délimitations («scopes»), les types de surfaces de référence ou encore les facteurs d'émission de gaz à effet de serre diffèrent. C'est la raison pour laquelle la REIDA a chargé iccon, une filiale d'Amstein + Walthert, d'élaborer une méthodologie de calcul très détaillée ayant pour vocation de devenir un standard. Les associations sectorielles recommandent en effet certes de publier les chiffres clés, mais ne fournissent guère d'indications quant à la marche à suivre. Comme la transparence est un facteur de comparabilité important, la REIDA a de son côté choisi de divulguer l'intégralité des aspects méthodologiques.<sup>11</sup> Ce n'est qu'ainsi que la comparabilité des chiffres clés environnementaux de différents produits d'investissement immobilier est garantie et – plus important encore – qu'il est possible de déterminer comment influencer sur les émissions pour obtenir le résultat souhaité.

## Qu'est-ce qui est mesuré?

Le benchmarking de la REIDA comporte, pour les produits d'investissement (portefeuilles) concernés, tous les chiffres clés environnementaux de la phase d'exploitation des bien-fonds, conformément aux recommandations des associations sectorielles AMAS et CAFI. Ces données sont relevées à l'échelon des bâtiments et agrégées sous forme de chiffres clés à l'échelon du portefeuille et d'indice pour l'ensemble des portefeuilles. L'analyse pour l'année 2022 englobe les consommations directes et indirectes (scope 1 et scope 2), mais n'intègre dans un premier temps pas le scope 3, c.-à-d. l'énergie achetée par les locataires (comme l'électricité). L'objectif est toutefois d'affiner continuellement la méthodologie et la prise en compte de ce poste est prévue à l'avenir.

## Comment mesure-t-on?

Au total, 36 portefeuilles immobiliers détenus par huit entreprises différentes ont participé au benchmarking REIDA 2022. Les portefeuilles évalués comportent 3984 bien-fonds, qui totalisent presque 23 mio. de m<sup>2</sup> de surface de référence énergétique. Seules les valeurs de consommation réelles sont mesurées et utilisées. C'est d'ailleurs l'une des principales différences vis-à-vis d'autres méthodes, comme PACTA 2022, dans lesquelles les données de consommation font souvent défaut et qui se fondent généralement sur des valeurs calculées (estimations basées sur des valeurs indicatives). Les données énergétiques sont jugées suffisantes par la REIDA dès lors que le propriétaire déclare intégralement l'énergie qu'il a achetée et que la période de recensement couvre au moins trois mois de l'année sous revue. Remplacer des données manquantes par des chiffres de l'année précédente n'est donc pas autorisé. En agissant de la sorte, la REIDA fixe des exigences élevées en matière de qualité des données, qui se fondent sur le principe que seule la consommation d'énergie effectivement mesurée peut fournir une image fidèle de la réalité.

## Le taux de couverture – un chiffre clé essentiel

Le benchmark CO<sub>2</sub> de la REIDA tient compte uniquement des «bâtiments achevés» et les édifices en construction ou en cours de réhabilitation totale sont donc exclus du recensement. Même chose pour les transactions, puisque les nouvelles arrivées dans un portefeuille doivent dans un premier temps être dotées d'un système de mesure. Le benchmarking est effectué pour les surfaces de référence énergétique pour lesquelles la consommation en énergie est mesurée. Le taux de couverture désigne la part que représentent ces dernières dans les surfaces de référence énergétique de l'ensemble des bâtiments achevés et atteint en moyenne 83,1%. La moitié des

<sup>10</sup> Miriam Kittinger, Marie Seiler (2022). Utilité et limites des notations ESG. Prévoyance Professionnelle Suisse 11/2022.

<sup>11</sup> [www.reida.ch](http://www.reida.ch) (CO<sub>2</sub>-Benchmark/Dokumentation)

portefeuilles atteint des taux de couverture entre 65% et 93% (Fig. 55). Ce taux indique la part du portefeuille pour laquelle le résultat est pertinent. Le meilleur portefeuille ayant participé au benchmarking parvient à un taux de couverture de 100% et le plus mauvais à 10%, ce qui signifie que les résultats ne sont pas représentatifs pour ce dernier. Comme il faut s'attendre à ce que les bâtiments modernes fournissent une meilleure base de données et un meilleur bilan énergétique, les portefeuilles affichant des taux de couverture plus faibles devraient en moyenne afficher de meilleurs résultats. Et les données confirment cette hypothèse (Fig. 56). Pour obtenir une comparaison probante, il faut donc non seulement tenir compte des chiffres clés énergétiques des portefeuilles, mais aussi de leur taux de couverture. Or, l'analyse des rapports annuels de fonds immobiliers cotés en bourse par pom+Consulting a révélé que seulement 25% de ces documents contenaient des données quantitatives relatives au taux de couverture.<sup>12</sup>

## Résultats du benchmarking et évaluation

### Consommation d'énergie

Pour une meilleure comparabilité, la consommation d'énergie des bâtiments est exprimée par rapport à la surface de référence énergétique, une valeur qualifiée d'intensité énergétique. La consommation moyenne d'énergie dans le portefeuille du benchmark REIDA est de 97.4 kWh/m<sup>2</sup> de surface de référence énergétique (Fig. 55) et la fourchette va de 59 à 146 kWh/m<sup>2</sup>. Les portefeuilles affichant les valeurs les plus basses sont sans doute concernés par des situations spéciales – comme des locataires uniques qui achètent eux-mêmes une grande quantité d'énergie, un cas de figure qui n'est pas encore pris en compte dans la méthodologie actuelle. Une enquête en ligne menée par l'Université de Lausanne et couvrant 66 portefeuilles d'investisseurs institutionnels avec presque 31 mio. de m<sup>2</sup> de surfaces de bâtiment a permis de calculer une valeur similaire de 105,5 kWh/m<sup>2</sup> de surface de référence énergétique pour l'année 2020.<sup>13</sup>

### Part des énergies renouvelables

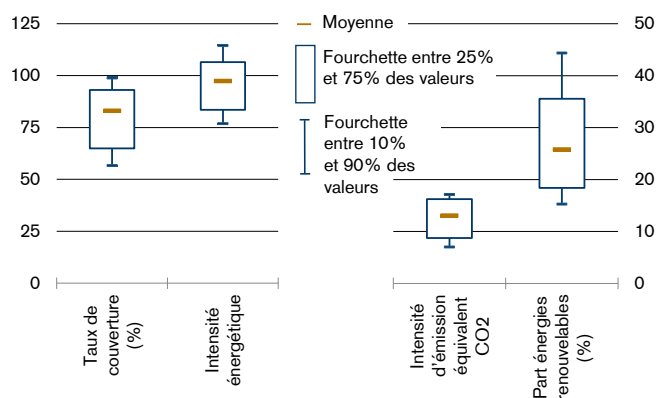
Au sein du benchmarking CO<sub>2</sub> de la REIDA, la part des énergies renouvelables atteint en moyenne 25,8%. La moitié des portefeuilles participant se situe dans une fourchette entre 18% et 36% (Fig. 55). Dans le recensement PACTA 2022, la part des systèmes de chauffage à énergie renouvelable se révèle plus élevée (30%), alors que seules les émissions scope 1 sont ici mesurées. Cette différence peut s'expliquer par le fait que le chiffre clé PACTA 2022 concerne uniquement les systèmes de chauffage, alors que le benchmark REIDA se fonde plus précisément sur la part d'énergie effectivement consommée.

### Intensité de gaz à effet de serre

Les émissions de gaz à effet de serre des portefeuilles ayant participé au benchmarking de la REIDA s'élèvent en moyenne à 13,1 kg d'équivalent CO<sub>2</sub> par m<sup>2</sup> de surface de référence énergétique. Outre le dioxyde de carbone, le benchmark mesure également les autres gaz à effet de serre comme le méthane et le protoxyde d'azote, et calcule l'équivalent CO<sub>2</sub> correspondant. Le portefeuille REIDA 2022 atteint ici une valeur très réjouissante – avec une fourchette comprise entre 4,1 et 22,4 kg d'équivalent CO<sub>2</sub>/m<sup>2</sup>. L'échantillon recensé par l'Université de Lausanne atteignait un niveau moyen de 19,6 kg CO<sub>2</sub>/m<sup>2</sup>.<sup>14</sup> La corrélation entre faible consommation d'énergie (donc faible intensité énergétique) et faible intensité d'émission d'équivalent CO<sub>2</sub> est ici relativement élevée, comme le démontre la Figure 57.

**Fig. 55: Chiffres clés environnementaux du benchmark REIDA**

Intensité énergétique en kWh/m<sup>2</sup>, intensité d'émission équivalent CO<sub>2</sub> en kg/m<sup>2</sup>

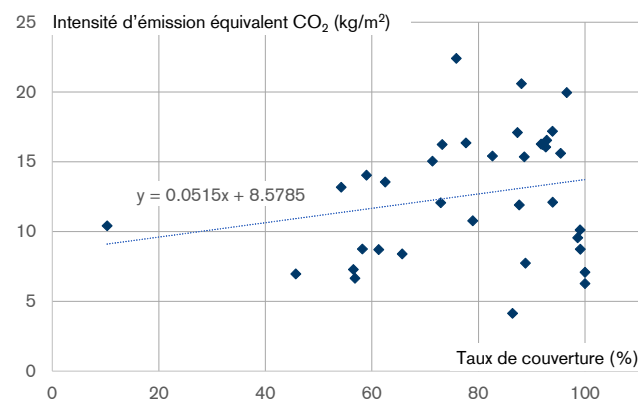


Source: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Dernières données: 2021

**Fig. 56: Taux de couverture – une donnée essentielle**

Portefeuilles immobiliers du REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022



Source: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Dernières données: 2021

<sup>12</sup> pom+Consulting (2022). Nicht alles, was grün ist, glänzt – oder etwa doch? Livre blanc.

<sup>13</sup> F. Alessandrini et. Al. (2022). How sustainable is Swiss real estate? Evidence from institutional property portfolios. Université Lausanne.

<sup>14</sup> Les surfaces de référence incertaines et les facteurs KBOB plus élevés peuvent également expliquer cette différence.

## Gestion transparente des incertitudes

Les valeurs de consommation et d'émission utilisées sont empreintes d'incertitudes, découlant de différentes sources d'erreur possibles (comme des capteurs peu précis). Même chose pour la méthode de calcul, p. ex. en raison de l'utilisation de valeurs approximatives (pour la conversion des surfaces à louer en surfaces de référence énergétique ou encore lorsque la période de mesure ne correspond pas intégralement à la période sous revue). Ces incertitudes sont agrégées et indiquées sous forme de marge d'incertitude, qui donne une indication quant au degré de fiabilité du chiffre clé concerné. La marge d'incertitude est donnée sous forme de double écart type, ce qui signifie que la valeur réelle est comprise dans la marge indiquée avec une probabilité de 95%. Pour le chiffre clé de l'intensité d'émission en équivalent CO<sub>2</sub>, les différents portefeuilles affichent des marges d'incertitude de 0,3 à 5,8 kg d'équivalent CO<sub>2</sub>/m<sup>2</sup> (Fig. 58). Les portefeuilles 11 et 12 du Benchmark Report 2022 présentent p. ex. une intensité d'émission d'équivalent CO<sub>2</sub> similaire – mais des marges d'incertitude sensiblement différentes. Le benchmarking CO<sub>2</sub> de la REIDA fournit donc non seulement des chiffres clés, mais aussi des informations quant à leur fiabilité. L'amélioration de la qualité des données et de la méthodologie de calcul permettra de réduire ces marges d'incertitude avec le temps.

## Divergences par rapport aux anciens chiffres clés

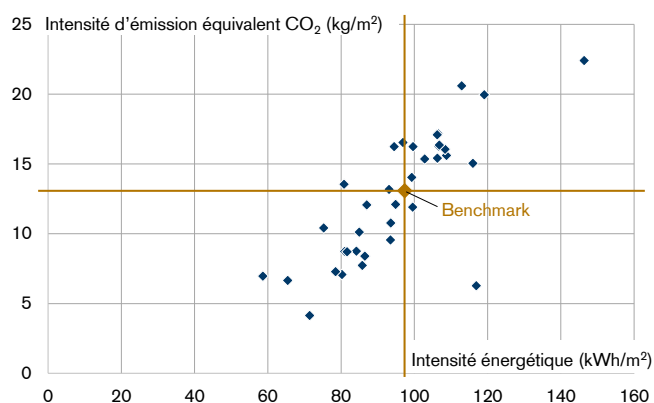
Les résultats du REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report ont révélé des divergences substantielles chez pratiquement tous les participants par rapport aux chiffres clés qu'ils avaient recensés eux-mêmes auparavant. Ce n'est guère surprenant, puisque le procédé de mesure et la méthode de calcul utilisés ont une grande influence sur les chiffres obtenus. Les divergences par rapport aux anciens résultats s'expliquent notamment par les facteurs suivants: 1) L'utilisation de données énergétiques mesurées et non calculées se traduit apparemment par des consommations plus basses, parce que les estimations prudentes deviennent caduques et que le comportement des usagers des bâtiments est mieux pris en considération. 2) Dans la norme REIDA, la correction des valeurs climatiques se fait conformément au procédé moderne ATD (différences de température cumulées) et non selon l'approche classique basée sur les degrés-jours de chauffage. 3) La surface de référence est établie sur la base de la surface de référence énergétique à louer calculée, ce qui peut impliquer un certain degré d'incertitude. 4) Les valeurs de l'année précédente ne sont pas acceptées en tant que valeurs représentatives de substitution pour les chiffres manquant sur une période. 5) Les facteurs d'émission de gaz à effet de serre ont été précisés et actualisés. Chez la plupart des participants, les valeurs se sont révélées plus basses qu'anticipé. Il ne s'agit pas d'un embellissement des données, mais d'un effet d'apprentissage. Dans le sillage de l'amélioration de la méthodologie et de la qualité des données fournies, il faut donc s'attendre à une mise à jour régulière des chiffres clés pertinents. L'ère de la mesure précise vient tout juste de commencer dans le domaine du développement durable.

## Perspectives: ajout d'autres chiffres clés essentiels

Avec le benchmarking CO<sub>2</sub>, REIDA établit une norme et franchit ainsi une étape importante dans le reporting ESG en Suisse. La norme REIDA aspire non seulement à améliorer continuellement sa méthodologie et la qualité des données, mais avec le temps aussi à intégrer d'autres aspects de la durabilité écologique ignorés jusqu'à présent. L'un des principaux objectifs sera la prise en compte de l'ensemble du cycle de vie d'un bâtiment et notamment la thématique de l'énergie grise, et non plus la seule phase d'exploitation. L'émancipation des notations et certificats – certes utiles à l'origine, mais limités tant en termes de transparence que de comparabilité – et la tendance à privilégier des chiffres clés presque bruts sont donc bel et bien en marche.

**Fig. 57: Intensité énergétique et d'émission CO<sub>2</sub> du benchmark**

Portefeuilles immobiliers du REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

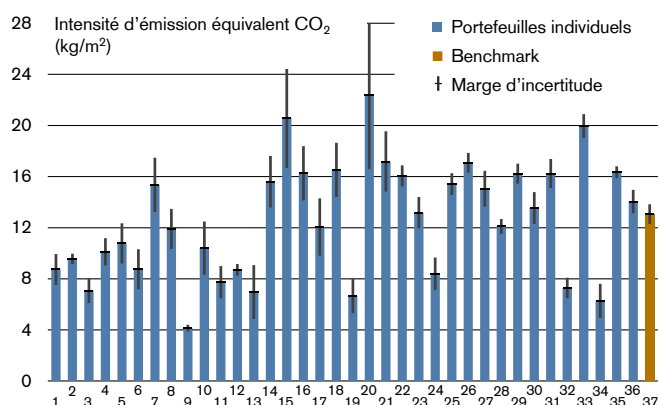


Source: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Dernières données: 2021

**Fig. 58: Intensité d'émission de CO<sub>2</sub> et marges d'incertitude**

Portefeuilles immobiliers du REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022



Source: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Dernières données: 2021

# L'or en béton perd de son éclat

**Les placements immobiliers ne sont plus le seul choix possible depuis la hausse des taux initiée en 2022. Mais l'évolution positive des marchés d'utilisateurs et la stabilité économique de la Suisse les préservent d'un atterrissage brutal.**

**L'immobilier n'est plus la seule alternative, ...**

Après avoir fait exploser la demande et la valeur des placements immobiliers pendant plusieurs années, l'ère des taux négatifs a pris fin dans le sillage de la hausse de l'inflation et du relèvement des taux initié par la BNS en juin de l'année dernière. À la fin 2022, le différentiel de rendement entre les placements immobiliers directs et les emprunts de la Confédération à 10 ans n'était plus que de 144 points de base (pb), soit 100 pb en dessous de la moyenne à long terme depuis 1996. Pendant la phase de taux négatifs (de 2015 à août 2022), cette prime de rendement était en moyenne de 363 pb (Fig. 59).

**... mais offre un certain degré de protection contre l'inflation**

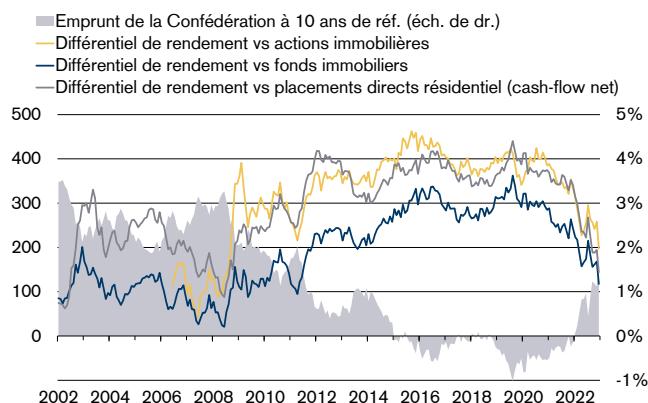
Les placements immobiliers ne sont donc plus incontournables. Cependant, l'effondrement de leur prime de rendement semble exagéré. Contrairement aux obligations, les placements immobiliers offrent en effet un certain degré de protection contre l'inflation, parce que les rendements locatifs sont en partie (dans le résidentiel) voire en grande partie (immobilier commercial) corrélés à l'indice des prix à la consommation. En fonction des attentes inflationnistes de l'investisseur et du potentiel de répercussion, le repli réel de l'écart de rendement se révèle donc bien plus modéré que les chiffres ci-dessus le suggèrent. Quoi qu'il en soit, les placements immobiliers ont bel et bien perdu de leur attractivité.

**Marché de transaction relativement robuste**

Malgré cette baisse d'attractivité, le marché de transaction suisse est resté relativement robuste surtout durant le 1<sup>er</sup> semestre 2022, les prix ayant continué d'augmenter. L'indice des prix de transaction des immeubles collectifs de Wüest Partner indique toutefois un léger tassement de la croissance des prix au 2<sup>e</sup> semestre (Fig. 60). Deux facteurs ont ici sans doute évité une correction plus marquée: premièrement, la demande a, par le passé, été sensiblement supérieure à l'offre, un déséquilibre qui perdure. Deuxièmement, l'économie helvétique se montre extrêmement solide et la pénurie sur les marchés d'utilisateurs laisse présager des rendements locatifs en hausse surtout dans le résidentiel. Le climat sur le marché s'est néanmoins considérablement dégradé l'année dernière, ce qui se répercute aussi sur les prévisions de prix des différents acteurs (Fig. 60). Les indices des prix, qui reflètent généralement l'évolution avec un certain décalage, devraient donc continuer de se replier en 2023.

**Fig. 59: Les placements immobiliers ne sont plus le seul choix**

Différentiel de rendement entre placements immobiliers (rendement direct) et emprunts de la Confédération, en pb, nominal

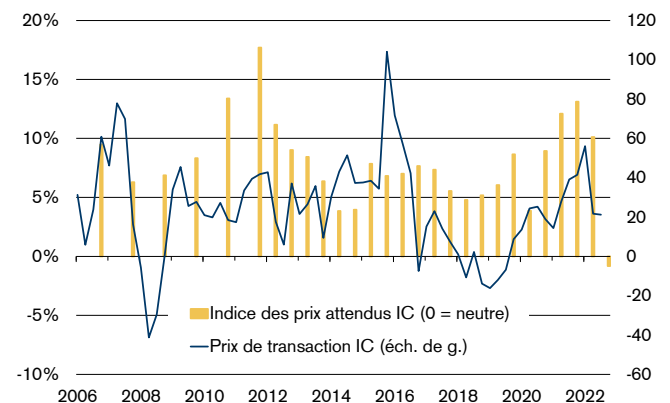


Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.

Source: Refinitiv Datastream, CIFI, Credit Suisse      Dernières données: 12/2022

**Fig. 60: Tassement de la dynamique des prix de transaction**

Indice des prix de transaction (taux de croissance annuel) et indice des prix attendus immeubles collectifs (IC)



Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.

Source: Wüest Partner, HEV, FPRE, Credit Suisse      Dernières données: T4 2022

## Inversion de tendance en vue sur le front des taux d'escompte, ...

Les valorisations des immeubles de rapport en portefeuille n'ont guère été affectées par la hausse des taux d'intérêt en 2022. Ce type de biens-fonds est généralement valorisé à l'aide de la méthode DCF («discounted cashflow»), dans laquelle les taux d'escompte jouent un rôle essentiel en déterminant la valeur des futurs cash-flows à ce jour (cf. page suivante). Ces taux d'escompte, qui se sont repliés année après année et ont ainsi permis aux portefeuilles de gagner en valeur, ont dans l'ensemble certes continué à diminuer l'année dernière, comme l'illustre l'exemple des valorisations des fonds immobiliers cotés en bourse (Fig. 61), mais à un rythme moins soutenu. La baisse moyenne pour l'ensemble des fonds a ainsi atteint 12 pb en 2022, contre -19 pb en 2021. Certains ont même pour la première fois enregistré une progression de leurs taux d'escompte (trois des 23 fonds immobiliers ayant clôturé leur exercice entre mars et septembre 2022). De fait, les attentes de taux d'intérêt plus élevés et la baisse des prix de transaction devraient entraîner une multiplication de telles hausses dans le courant 2023, ce qui fera augmenter la pression sur les valorisations des immeubles de rapport.

## ... qui sera partiellement compensée par les bonnes perspectives de rendement

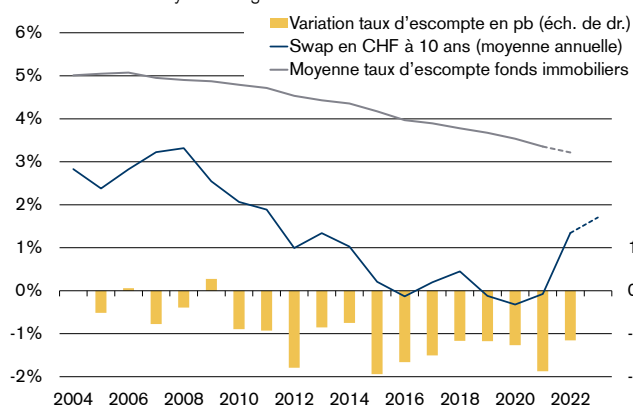
Les valorisations résisteront mieux à cette pression si les revenus locatifs nets augmentent (Fig. 64). Or, les perspectives en la matière se révèlent réjouissantes, surtout dans le segment résidentiel. La tendance à la raréfaction sur le marché du logement en location se traduit en effet par une hausse des loyers proposés. Grâce au relèvement du taux de référence attendu cette année, il serait en outre possible – avec un certain décalage – de répercuter une partie de l'augmentation des coûts d'emprunt et de l'inflation sur les locataires (cf. p. 27 ss.). Cette évolution se manifeste aussi dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. Sur le front des surfaces d'habitation, les pertes de revenu locatif généralement liées aux vacances ont été divisées par deux en seulement trois ans, pour s'inscrire à 1,8% au 3<sup>e</sup> trimestre 2022 (Fig. 62). Si ce repli concerne tous les types de communes, il a été particulièrement marqué en dehors des centres. Même ici, l'on peut donc s'attendre à une hausse des revenus locatifs (réels).

## Recul des primes de risque en dehors des centres

Contrairement à certains observateurs du marché, nous sommes convaincus que le léger déplacement de la demande des centres vers les autres régions est certes un effet codéclenché par la pandémie de COVID-19, mais qu'il va perdurer bien au-delà de celle-ci. Nous voyons trois raisons à cela: la progression trop lente de la densification dans les centres, le différentiel de prix qui en découle entre les centres et les régions environnantes et la poussée du télétravail. À moyen terme, nous tablons sur un recul des primes de risque pour les localisations bien accessibles des communes d'agglomération et de quelques régions rurales. Les éventuelles corrections de prix seront ici donc moins marquées que dans les localisations les plus prisées des grands centres.

**Fig. 61: Valorisations: inversion de la tendance en vue**

Taux d'escompte moyen des fonds immobiliers suisses cotés: niveau et variation moyenne en glissement annuel

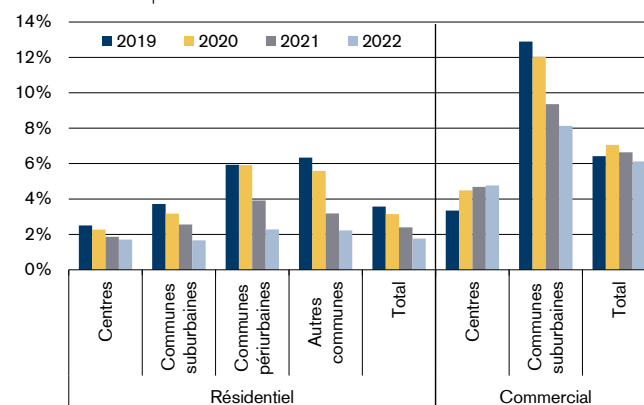


Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.

Source: Refinitiv Datastream, Alphaprop, Credit Suisse  
Dernières données: 22.01.2023

**Fig. 62: Vacances en baisse, perspectives de rendement en hausse**

Pertes de revenus locatifs dues aux vacances, en % des loyers théoriques au T3; base de données: plus de 100 000 baux d'investisseurs institutionnels



Source: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse  
Dernières données: T3 2022



## Comment la hausse des taux d'intérêt influence-t-elle sur les valorisations des immeubles de rapport?

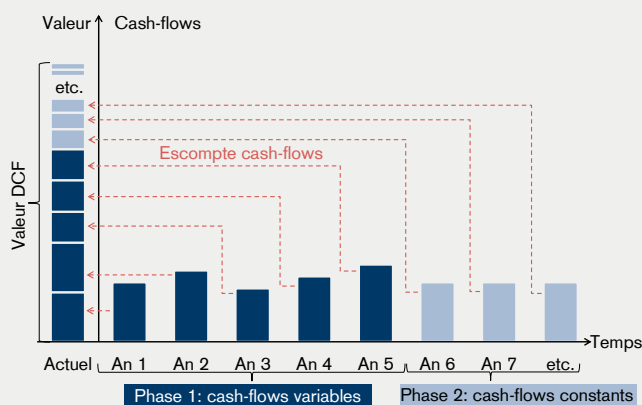
Les valorisations des biens-fonds dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels comme les fonds immobiliers et les sociétés anonymes immobilières sont évaluées chaque année par des experts externes. Pour les immeubles collectifs comme pour l'immobilier commercial, c'est généralement la **méthode DCF («discounted cashflow»)**, qui est utilisée, largement répandue aussi dans d'autres domaines comme la cotation d'entreprises. Dans une première étape, l'on calcule le cash-flow disponible (rendements moins coûts, provisions et investissements) pour les cinq à dix prochaines années, le cash-flow étant ensuite considéré comme constant sur le reste de la durée de vie. Pour établir la **valeur DCF** (valeur actuelle ou valeur vénale estimée), l'on actualise ensuite le cash-flow disponible sur la base d'un taux d'escompte à la date d'évaluation (Fig. 63).

Le **taux d'escompte** joue donc un rôle clé dans la méthode DCF. Plus il est élevé, moins le poids des cash-flows plus éloignés dans le temps est important vis-à-vis des cash-flows plus proches. Outre l'estimation du cash-flow disponible, nécessaire pour évaluer l'évolution de diverses valeurs comme le rendement locatif, le taux de vacance et différents postes de coûts, le taux d'escompte constitue donc le principal levier influant sur le résultat d'une évaluation immobilière. Or, l'établir n'est pas chose simple et il existe différentes méthodes dont la mise en œuvre dépend aussi des informations disponibles.<sup>15</sup> Deux des approches les plus répandues sont la **méthode analytique** et le **procédé synthétique**. La méthode analytique exploite les données de biens immobiliers comparables. Les grands instituts disposent parfois aussi de bases de données conséquentes sur les transactions, qui permettent d'extrapoler les taux d'escompte sur la base de modèles statistiques («hedonic pricing»). Le procédé synthétique part d'un taux d'intérêt de base sans risque auquel viennent s'ajouter des primes de marché, de localisation et spécifiques au bien-fonds. Le taux d'intérêt sans risque utilisé est généralement celui des emprunts de la Confédération à 10 ans, les attentes de taux à plus long terme revêtant ici plus d'importance que les rendements actuels. Cela explique aussi pourquoi les taux d'escompte réagissent avec une certaine inertie aux variations des taux du marché.

À l'aide d'une évaluation DCF très simplifiée, nous illustrons comment les variations des deux variables essentielles que sont le taux d'escompte et le rendement locatif se répercutent sur la valeur vénale estimée (Fig. 64). Nous nous fondons ici sur un objet résidentiel dont la valeur DCF est de 100 avec un taux d'escompte réel de 3,0% et une croissance réelle des rendements locatifs de 0%. Si le taux d'escompte augmente à p. ex. 3,5%, il en résulte une correction de valeur de 12,5%. En revanche, si les rendements locatifs s'accroissent simultanément de 2%, la correction est de seulement 2,0%.

**Fig. 63: Méthode DCF («discounted cashflow»)**

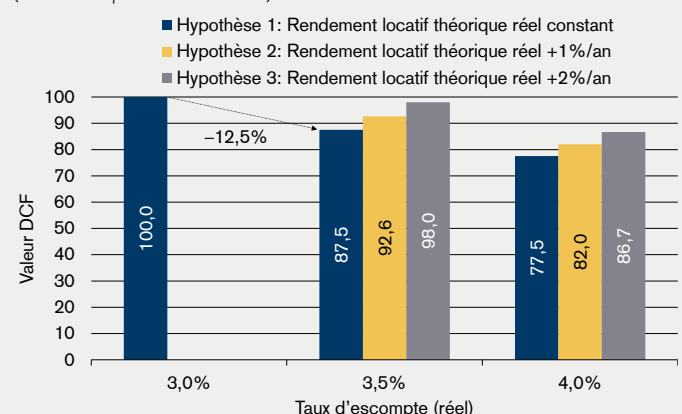
Représentation schématique d'une évaluation à l'aide de la méthode DCF



Source: Représentation du Credit Suisse se fondant sur Canonica (2009)<sup>16</sup>

**Fig. 64: Effet d'une hausse des taux d'escompte sur la valeur vénale**

Valorisation DCF simplifiée utilisant des coûts et pertes de revenus constants et tenant compte de différents taux de croissance pour l'évolution réelle des rendements locatifs (constants à partir de la 8<sup>e</sup> année)



Source: Credit Suisse

<sup>15</sup> Salzmänn, B. (2014). Taux d'escompte dans l'évaluation immobilière, SIV Infos 41, août 2014.

<sup>16</sup> Canonica, F. (2009). Die Immobilienbewertung: Schätzerwissen im Überblick, Association suisse des estimateurs immobiliers (SIV).

# Recalibrage en cours

**Les fonds immobiliers cotés en bourse et les actions immobilières ont fortement réagi à la hausse des taux en 2022. Après cette correction, le marché a commencé à se recalibrer et les valorisations de nouveau réalistes ouvrent de nouvelles opportunités.**

## 2022: une année à oublier

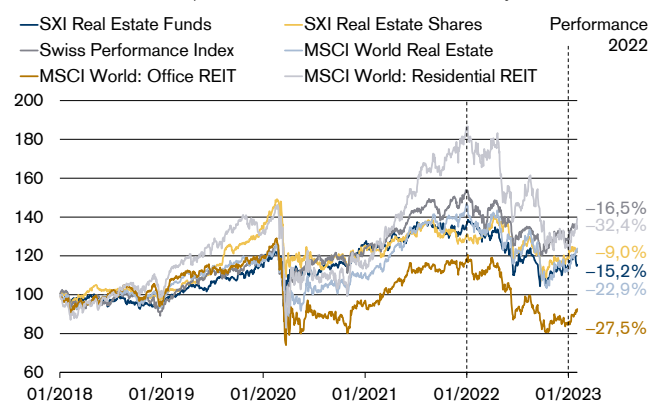
La hausse des taux planait depuis plusieurs années telle une épée de Damoclès sur les fonds immobiliers et actions immobilières, qui affichaient une valorisation élevée et étaient réputés sensibles aux taux d'intérêt. La réaction du marché suisse à la brusque montée de l'inflation au début 2022 a donc été particulièrement violente, et ce, d'autant plus que cette évolution annonçait le premier relèvement des taux directeurs par la BNS depuis 2007. Pour les placements immobiliers suisses cotés en bourse, 2022 s'est révélée une *annus horribilis* et la performance de certains fonds immobiliers sur l'année a parfois chuté à -23% (Fig. 65). Cet effondrement a sans doute encore été renforcé par les investisseurs institutionnels, exposés tant aux placements immobiliers directs qu'indirects. La forte correction des importantes positions en actions et obligations a fait bondir la part de l'immobilier dans leurs portefeuilles – parfois au-delà des maximums stratégiques et réglementaires. Cela se reflète par exemple dans la quote-part immobilière des caisses de pension qui, avec 25,9% au 4<sup>e</sup> trimestre 2022a a atteint son plus haut niveau de fin d'année (Fig. 66). Certains investisseurs n'ont eu d'autre choix que de réduire leur exposition aux titres immobiliers liquides, ce qui a encore pesé davantage sur les cours.

## L'immobilier suisse a moins souffert

La situation a timidement commencé à s'améliorer à l'automne, ce qui a permis aux fonds immobiliers de clôturer l'année boursière 2022 sur une performance globale de -15,2% (Swiss Performance Index: -16,5%; Fig. 65). Si 2022 s'est avérée de loin la pire année boursière pour les fonds immobiliers depuis la création de l'indice en 1995, les investisseurs immobiliers suisses ont enregistré une correction bien inférieure à celle qui a touché leurs confrères opérant à l'échelle globale. Les actions immobilières mondiales (Real Estate Investment Trusts ou REIT) ont ainsi signé une performance globale de -22,9% en 2022 et les titres immobiliers européens ont fait encore pire avec -36,6%. Affichant un niveau de valorisation plus bas que les fonds au début de la phase de repli, les actions immobilières suisses se sont en revanche révélées relativement résilientes (-9,0%).

**Fig. 65: Stabilisation après forte correction**

Performance totale des placements immobiliers indirects; indice: janvier 2018 = 100



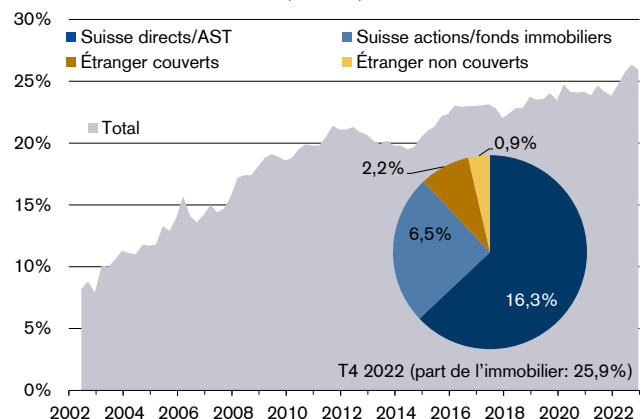
Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.

Source: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Dernières données: 01.02.2023

**Fig. 66: Part de l'immobilier à un niveau record**

Indice Credit Suisse des caisses de pension: parts de l'immobilier



Source: Credit Suisse

Dernières données: T4 2022

## Surperformance des perdants de la pandémie

Fait marquant, ce sont les segments immobiliers qui ont particulièrement souffert de la pandémie de COVID-19 qui ont enregistré les corrections les plus faibles au niveau mondial en 2022, hôtels (-4,6%) et surfaces de vente (-10,9%) en tête. Ce sont donc eux qui ont le plus profité de la fin de la crise du coronavirus. Le résidentiel (-32,4%) et la logistique (-29,8%) ont en revanche essuyé des corrections très conséquentes. Les deux segments font partie des gagnants de la pan-

démie, l'immobilier logistique et industriel se détachant avec un plus de 37,6% depuis le début 2020. Les valorisations dans ce secteur ont toutefois pâti du récent ralentissement conjoncturel, tandis que la correction des surfaces d'habitation est sans doute liée à la forte inflation, qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages. En Suisse, la situation est similaire, puisque les sociétés anonymes immobilières fortement exposées aux surfaces de bureaux et de vente (-9,0%) et les fonds immobiliers se concentrant sur les surfaces commerciales (-13,8%) ont devancé les fonds immobiliers résidentiels (-15,2%).

### Effondrement des transactions sur le marché des capitaux

Dans un contexte de détérioration du climat d'investissement immobilier et de turbulences sur les marchés, le capital injecté dans les différents véhicules de placement a sensiblement baissé en 2022. Au sein des fonds immobiliers, lesancements et augmentations de capital ont atteint un volume de 1,71 mrd CHF, soit un repli de 50% par rapport à l'année précédente (Fig. 67). Plusieurs augmentations de capital planifiées d'un montant global de 500 mio. CHF ont été repoussées jusqu'à nouvel ordre, tout comme l'entrée en bourse (IPO) d'un grand fonds immobilier. La même retenue est observable chez les sociétés anonymes immobilières, où l'emprunt de nouveaux capitaux par le biais d'émissions d'obligations – qui se sont sensiblement renchériées – s'est littéralement effondré (passant de 1,7 mrd. CHF l'année précédente à 250 mio. CHF).

### Primes de nouveau raisonnables après la correction

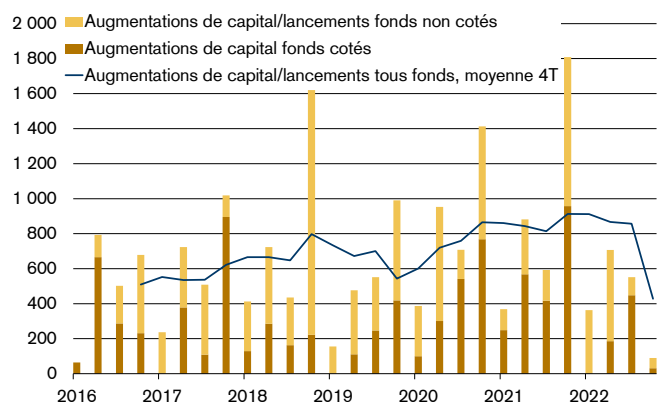
La forte correction a fait fondre les primes sur les valeurs nettes d'inventaire des placements immobiliers indirects (Fig. 68). Les agios des fonds immobiliers cotés atteignaient encore un niveau élevé de 42,5% à la fin 2021, avant de se replier dans le courant 2022 jusqu'à un plancher temporaire de 5,0%. Le rebond à l'automne 2022 leur a ensuite permis de regagner un peu de terrain et l'agio moyen à la fin janvier 2023 était de 12,7% (moyenne à long terme: 22,3%). Avec un agio moyen de -1,4%, les fonds se concentrant sur l'immobilier commercial affichaient une valorisation relativement avantageuse et plusieurs d'entre eux se négociaient même avec une décote. À 0,9%, les primes des actions immobilières étaient quant à elles bien inférieures à leur moyenne à long terme de 13,0% à la fin janvier 2023. Outre leur plus forte focalisation sur l'immobilier commercial, elles se distinguent aussi par leur structure de financement, puisqu'elles sont financées à 50% par des capitaux tiers (fonds immobiliers: 27%).

### L'atout des rendements protégés contre l'inflation

Le rebond des placements immobiliers cotés initié à la fin de l'année dernière s'est poursuivi pendant les premières semaines de 2023. Au vu de la hausse des rendements obligataires, les actions et fonds immobiliers ont néanmoins perdu de leur attractivité et il est peu probable que le niveau des primes versées avant la correction de l'année passée puisse être égalé avant longtemps. La pression pourrait aussi augmenter sur la valeur nette d'inventaire (VNI) dans les années à venir, parce que la réévaluation annuelle des biens-fonds en portefeuille ne se soldera plus automatiquement par une plus-value. Cela dit, la correction a aussi créé de nouvelles opportunités, surtout pour les investisseurs avec un horizon de placement plus long. Avec leur valorisation relativement attrayante, les fonds immobiliers commerciaux génèrent ainsi un rendement direct conséquent de 4,1% en moyenne et offrent en outre une certaine protection contre l'inflation.

**Fig. 67: Diminution par deux des afflux de capitaux en un an**

Augmentations de capital etancements fonds immobiliers, en mio. CHF

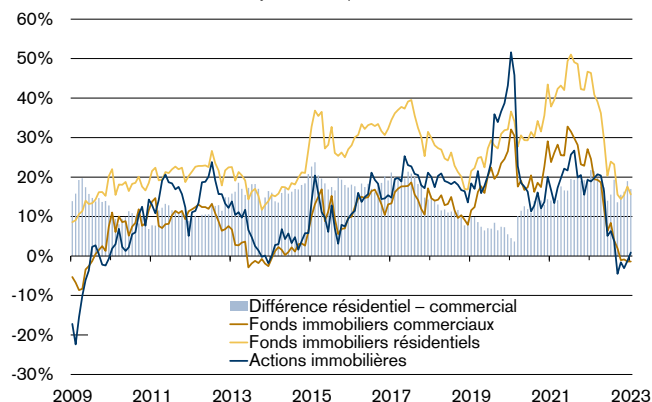


Source: Credit Suisse

Dernières données: 31.12.2022

**Fig. 68: Chute des primes des placements immobiliers cotés**

Agios des fonds immobiliers et primes des actions immobilières, en % de la VNI; fonds immobiliers commerciaux, y c. biens spéciaux, hors fonds mixtes



Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.

Source: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Dernières données: 31.01.2023

# Vers un atterrissage en douceur

## Atterrissage en douceur grâce à la robustesse du marché locatif

Les dernières années, marquées par des taux négatifs et une inflation presque inexistante, peuvent être qualifiées d'exceptionnelles et entreront sans doute dans l'histoire de l'économie. En revanche, ni le retour de l'inflation en 2022 ni la hausse des taux d'intérêt ne se sont révélés excessivement élevés dans notre pays – contrairement à ce qui s'est passé en Europe ou aux États-Unis. Pour les investisseurs, le marché immobilier suisse est donc passé d'une période presque paradisiaque à un processus de normalisation, et non de retournement. Mais cette normalisation reste douloureuse, puisqu'elle signifie que les années pendant lesquelles les portefeuilles dégageaient presque sans rien faire de conséquentes plus-values alors que les risques étaient faibles et les conditions de financement avantageuses sont bel et bien terminées. La pression sur les valorisations parfois élevées dans l'immobilier va augmenter en 2023. L'inflation n'a pas disparu et le taux directeur de la Banque nationale suisse pourrait augmenter à 1,75% d'ici le milieu de l'année. Pour les immeubles de rapport, des corrections s'étalant sur plusieurs années et pouvant atteindre un peu moins de 10% ne sont donc pas à exclure. La forte demande des locataires, surtout sur le marché résidentiel, et les prémices d'une pénurie devraient néanmoins permettre un atterrissage en douceur.

## La hausse des taux rend indispensable l'adaptation de la stratégie de placement

Aussi répandue que payante ces dernières années, la stratégie «core» consistant à se concentrer sur des biens-fonds principalement situés dans les centres devrait perdre de son attrait en raison de la baisse des rendements sur cash-flow et de la hausse des taux d'escompte. La gestion active du portefeuille et une diversification régionale et sectorielle équilibrée gagnent en revanche en importance. La correction des placements immobiliers cotés ayant déjà eu lieu, une entrée avec des primes relativement modérées est de nouveau possible. Mais comme les plus-values annuelles importantes appartiennent sans doute au passé, ce sont les rendements directs qui sont désormais en point de mire. Selon nous, la correction plus marquée à l'étranger, comme sur le marché européen des placements immobiliers cotés, offre un point d'entrée intéressant pour réduire le «biais national» qui prédomine toujours dans de nombreux portefeuilles immobiliers suisses.

## Nos placements immobiliers privilégiés en 2023

Évaluation récapitulative des différents segments immobiliers et objets privilégiés

Segment	Évaluation générale	Objets privilégiés
Logements	La vive demande de locations et l'activité de construction en berne ont amélioré les perspectives de rendement, aussi dans les communes suburbaines et rurales. La hausse des taux laisse craindre des corrections de valeur, qui devraient au moins partiellement être compensées par l'augmentation des rendements. Les objets core sur les localisations très prisées sont particulièrement exposées, les rendements ne compensant plus les primes de risque.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Objets situés dans des communes suburbaines à rurales bien desservies, surtout en Suisse alémanique</li> <li>- Locaux flexibles, adaptés au télétravail</li> <li>- Micro-appartements, logements étudiants et co-living dans les grands centres</li> <li>- Logements pour seniors (mutation démographique, recul des entrées dans les maisons de retraite et EMS)</li> </ul>
Surfaces de bureaux	La baisse de la demande liée au télétravail devrait s'accroître dans le contexte conjoncturel actuel. À plus long terme, la numérisation et la croissance de l'emploi devraient contrebalancer cette évolution. L'atonie de l'activité de construction empêche toute suroffre.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Surfaces sur des localisations centrales bien desservies par les TP</li> <li>- Locaux modernes et flexibles adaptés aux modèles de travail hybrides où les bureaux sont des espaces de communication</li> <li>- Surfaces de coworking sur des localisations urbaines avec exploitant attractif</li> </ul>
Surfaces de vente	La normalisation du comportement de consommation et du tourisme d'achat met les CA sous pression. Le déplacement vers le canal en ligne n'est pas encore très avancé en Suisse, raison pour laquelle les surfaces de vente risquent de subir des corrections tant des rendements que des prix.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Artères principales dans les grands centres</li> <li>- Centres commerciaux urbains avec forte part de restauration et de services</li> <li>- Petits centres retail avec dominante alimentaire</li> <li>- Marchés spécialisés (surtout magasins de jardinage et de bricolage)</li> </ul>
Logistique	Les surfaces logistiques profitent de la croissance du commerce en ligne et de l'urbanisation. La rareté des terrains limite l'offre en Suisse et il faut s'attendre à une hausse des plus-values à long terme.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Centres de colis et de distribution sur les principaux axes de circulation, à grand potentiel d'utilisation tierce</li> <li>- Petites surfaces logistiques en ville</li> </ul>
Hôtellerie-restauration	La restauration et les hébergements de vacances sont sur la voie de la reprise. La forte expansion des lits dans de nombreux grands centres devrait toutefois s'opposer à un rapide retour du taux de remplissage au niveau d'avant-crise.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hôtels citadins innovants trois à quatre étoiles, qui s'adressent à une clientèle urbaine de voyageurs de loisirs</li> <li>- Appart-hôtels / appartements avec services dans les régions alpines avec offres de coworking</li> </ul>

Source: Credit Suisse

# Dix questions, dix réponses<sup>17</sup>

## Où en seront les taux d'intérêt en fin d'année?

L'évolution des taux d'intérêt cette année sera étroitement liée à celle de l'inflation. Bien que cette dernière semble avoir dépassé son point culminant dans la plupart des pays, le retour à des niveaux que les banques centrales définissent comme la stabilité des prix sera encore long. La Banque nationale suisse (BNS) prévoit certes une diminution de l'inflation, mais aussi un contre-mouvement à un moment ultérieur. Pour la ramener durablement à son niveau initial, la BNS va donc continuer de relever son taux directeur. Notre scénario principal table sur deux relèvements en mars et juin, qui devraient porter le taux directeur à 1,75%. La Banque nationale veillera à ce que le taux SARON (Swiss Average Rate Overnight) se stabilise au même niveau par le biais d'opérations sur le marché monétaire. Le rendement des emprunts d'État en CHF à 10 ans, sur lesquels la BNS exerce moins d'influence directe, devrait être proche de 1,6% en fin d'année.

## L'hypothèque SARON est-elle le meilleur choix?

Les hypothèques SARON sont le meilleur choix lorsque le risque d'une envolée temporaire des taux hypothécaires à court terme au-dessus des taux des hypothèques fix (comme observée au début des années 1990) est nul ou faible. Comme le zénith du récent cycle d'inflation semble déjà avoir été franchi dans notre pays et que la BNS est parvenue à limiter les attentes inflationnistes grâce à son intervention rapide, nous n'anticipons – au pire – qu'une brève période de taux SARON supérieurs aux taux hypothécaires à long terme actuels. Cette phase devrait se révéler trop courte pour rendre plus intéressante financièrement la conclusion d'une hypothèque fix à longue échéance. Ce n'est que si les taux hypothécaires venaient à augmenter pendant plusieurs années que l'hypothèque fix deviendrait plus avantageuse dans le contexte actuel. Cela dit, les hypothèques SARON ne conviennent pas à tous les propriétaires, puisque ce sont eux qui doivent assumer le risque résiduel d'une hausse inattendue des taux, ce qui peut se révéler financièrement impossible pour certains ménages. Or, ce risque est justement couvert par une hypothèque fix. Pour les ménages avec des ressources financières limitées ou aux nerfs fragiles, les hypothèques fix sont donc souvent le bon choix.

## Quand le taux de référence va-t-il augmenter?

En Suisse, les loyers des baux en cours sont corrélés au taux de référence hypothécaire. Ce dernier se fonde sur un taux d'intérêt moyen calculé par la BNS pour l'ensemble des hypothèques en cours. Comme le nombre d'hypothèques nouvellement conclues ou arrivées à échéance est relativement faible par trimestre, l'inertie du taux de référence est élevée. Bien que les taux des nouvelles hypothèques augmentent déjà depuis la fin 2021, le taux de référence ne s'est pas encore détaché de son plancher de 1,25%. Certains observateurs du marché tablent sur une première augmentation en mars 2023, parce que la hausse du taux SARON à 1,0% a impacté une part considérable du portefeuille hypothécaire. Nous ne partageons pas cet avis et ne prévoyons la première augmentation à 1,5% qu'en septembre 2023. Selon nos calculs, la deuxième hausse à 1,75% devrait ensuite intervenir à l'été 2024.

## Dans quelle mesure les loyers vont-ils augmenter en 2023?

Un relèvement du taux de référence à 1,5% dans le courant 2023 permettrait aux bailleurs d'augmenter les loyers de 3%, sous réserve d'avoir répercuté toutes les baisses précédentes sur les locataires. Mais comme cela concerne moins de la moitié des propriétaires, seule une partie des bailleurs pourront faire valoir la hausse des coûts d'intérêt. Selon la loi, les bailleurs sont toutefois autorisés à répercuter 40% de l'inflation ainsi que l'augmentation générale des coûts sur les locataires. Si la combinaison de ces deux composantes justifie une hausse des loyers, de nombreux bailleurs feront sans aucun doute usage de ce droit. Dans l'existant, nous anticipons de ce fait une augmentation de 4% des loyers. La majorité de cette augmentation ne prendra effet qu'en 2024 en raison du respect des délais de la loi sur le bail. Au vu de la pénurie croissante, les loyers libres devraient quant à eux progresser d'environ 3% sur la même période.

## Et les charges?

Les charges étant généralement calculées à la fin juin, l'envolée des prix de l'énergie en 2022 ne se répercutera intégralement sur les loyers qu'avec le décompte de cette année. Cela concerne surtout les locataires dont les logements sont chauffés au fioul ou au gaz, qui devront supporter une hausse totale des coûts de 58%. Une petite partie de cette progression a sans doute déjà été

<sup>17</sup> Dans la mesure où ces supports contiennent des déclarations sur l'avenir, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont donc soumises à divers risques et incertitudes. Elles ne constituent pas une garantie de résultats futurs.

comptabilisée en 2022, raison pour laquelle les charges de chauffage devraient augmenter d'environ 40% dans le décompte 2023. La forte hausse des prix de l'électricité (+30% en moyenne) va également peser sur les budgets – avec d'importantes disparités d'une commune à l'autre.

**À quelles corrections faut-il s'attendre s'agissant de la valorisation des immeubles de rapport?**

Comme nous l'avions anticipé, les biens-fonds directement détenus dans les portefeuilles n'ont, à quelques exceptions près, pas subi de corrections de leur valorisation en 2022. Nous anticipons les premières pour l'année en cours. La hausse des taux d'actualisation devrait en effet mettre sous pression les valorisations. Les fondamentaux positifs sous forme de repli des taux de vacance et de progression des loyers dans les deux principaux segments bureaux et usage résidentiel devraient dans tous les cas limiter la marge baissière – tout comme l'augmentation des revenus locatifs par l'arrivée de nouveaux locataires et/ou un meilleur positionnement des objets par une gestion professionnelle. Cela dit, il faut néanmoins s'attendre à une baisse des valorisations, qui pourrait atteindre 10% répartis sur deux ou trois années.

**Faut-il aussi s'attendre à des corrections de prix dans le logement en propriété?**

Les prix du logement en propriété devraient continuer d'augmenter en dépit du repli de la demande en 2023, bien que seulement marginalement. L'offre toujours très limitée reste le principal moteur de cette évolution. Toutefois, les prix pourraient baisser à partir de 2024 en raison de la détérioration de l'environnement de marché, la combinaison de hausse des taux d'intérêt et de prix élevés entraînant tout simplement des coûts trop importants. La demande devrait en pâtir dans des proportions qui, tôt ou tard, rendront nécessaires des corrections de prix. Nous anticipons des replis modérés de moins de 5% pendant une à deux années, l'atonie de l'offre réduisant la marge baissière. Mais accéder à la propriété restera onéreux dans notre pays, les prix de transaction des appartements en propriété n'ayant pour mémoire diminué que de 13,7% après l'éclatement de la bulle immobilière au début des années 1990. Et ce repli avait même été encore plus faible pour les maisons individuelles.

**La demande diminue-t-elle aussi sur le marché des résidences secondaires?**

L'envolée des intérêts hypothécaires affecte aussi la demande de résidences secondaires, bien que le repli soit moins marqué que pour les résidences principales. Ceci est lié au fait que les logements de vacances, surtout dans les destinations les plus prisées, sont surtout recherchés par des ménages assez fortunés, qui sont moins sensibles aux taux d'intérêt que les ménages seuils. Dans la plupart des destinations touristiques, il est en outre aujourd'hui impossible de construire de nouveaux logements de vacances sans restrictions d'utilisation, raison pour laquelle de tels biens sont très recherchés. Des baisses de prix restent bien entendu possibles si le marché ralentit encore, mais des disparités importantes seraient observables selon les localisations.

**Le télétravail réduit-il la demande de surfaces de bureau?**

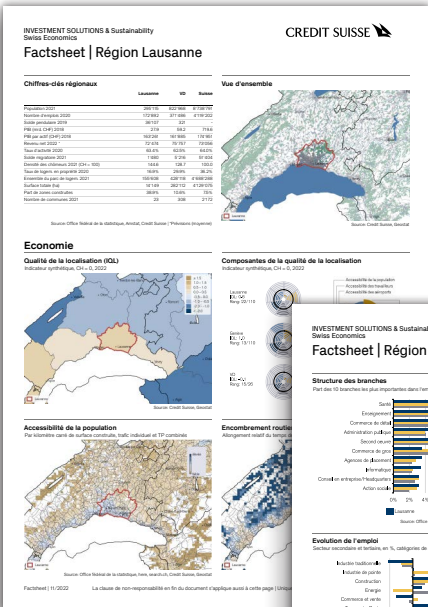
L'avancée des formes de travail flexible n'est que l'une des tendances perceptibles actuellement dans l'immobilier de bureaux suisse. Répondre à cette question n'est donc pas si simple. Au vu de l'extraordinaire croissance de l'emploi enregistrée en 2022 et de la demande accumulée pendant la pandémie, durant laquelle de nombreuses entreprises ont reporté la location de nouvelles surfaces de bureau, le taux d'offre aurait théoriquement dû reculer bien plus vigoureusement. De fait, cette baisse n'a été que de 5,8% en 2021 et 5,6% en 2022. Par rapport aux phases comparables précédentes, les entreprises semblent donc moins demandeuses de surfaces supplémentaires. Les taux de vacance recensés officiellement dans quelques villes et cantons brossent une image similaire: la somme des surfaces inoccupées a certes diminué en glissement annuel, mais dans des proportions bien plus modérées que pendant les précédentes phases de forte croissance de l'emploi. L'effet télétravail devrait affecter la capacité d'absorption du marché encore un certain temps, avant que de grandes tendances comme la numérisation et la tertiarisation du paysage sectoriel helvétique entraînent de nouveau une hausse sensible de la demande de surfaces de bureau.

**Les investissements immobiliers restent-ils intéressants malgré la hausse des taux d'intérêt?**

Même après la fin de cette période exceptionnelle au cours de laquelle l'immobilier était tout simplement incontournable, cette classe d'actifs reste attrayante. La prospérité d'un pays se traduit tôt ou tard toujours par une croissance des prix des terrains. Or, la rareté du sol va continuer de s'accroître en Suisse, surtout dans les prochaines années. L'immobilier restera donc une composante importante de presque tout portefeuille. De plus, les prix records payés jusqu'au printemps 2022 appartiennent désormais au passé et les niveaux ont tendance à se normaliser progressivement.

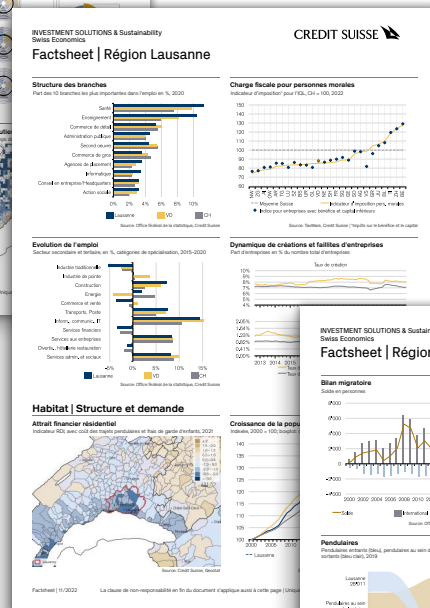
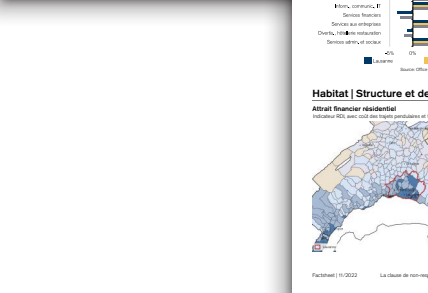


# Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux



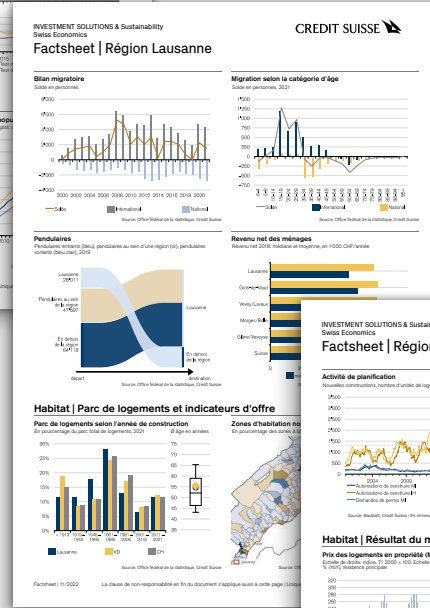
## Indicateurs des 110 régions économiques mis à jour régulièrement

Quelle est la qualité de la localisation de la région économique de Lausanne? Quels secteurs sont particulièrement importants pour cette région? Quels sont les prix de l'immobilier dans les communes de cette région? Les factsheets du Credit Suisse répondent à ces questions et à de nombreuses autres sur les thèmes de l'économie régionale, de la démographie et des marchés immobiliers. Des chiffres représentatifs, et régulièrement actualisés, sont présentés sous forme de graphiques, tableaux et cartes.



## Economie régionale et démographie

Vous prévoyez d'ouvrir de nouveaux sites pour votre entreprise ou vous souhaitez vous faire une idée d'une région économique? Les factsheets du Credit Suisse vous proposent des chiffres actuels sur des thèmes tels que la qualité de la localisation, l'accessibilité et l'évolution de la population.



## Marchés régionaux de l'immobilier

Vous prévoyez un déménagement, vous souhaitez acheter un logement en propriété ou investir dans un immeuble de rendement? Les factsheets du Credit Suisse vous donnent des informations fondamentales sur le marché régional de l'immobilier avec des indicateurs tels que l'âge du parc immobilier, les statistiques des logements vacants, l'activité de planification etc.

## Prix de la PPE et loyers

Vous souhaitez avoir un aperçu des prix régionaux ou comparer les prix entre différentes communes et régions? Vous trouverez également ces informations dans les factsheets du Credit Suisse.

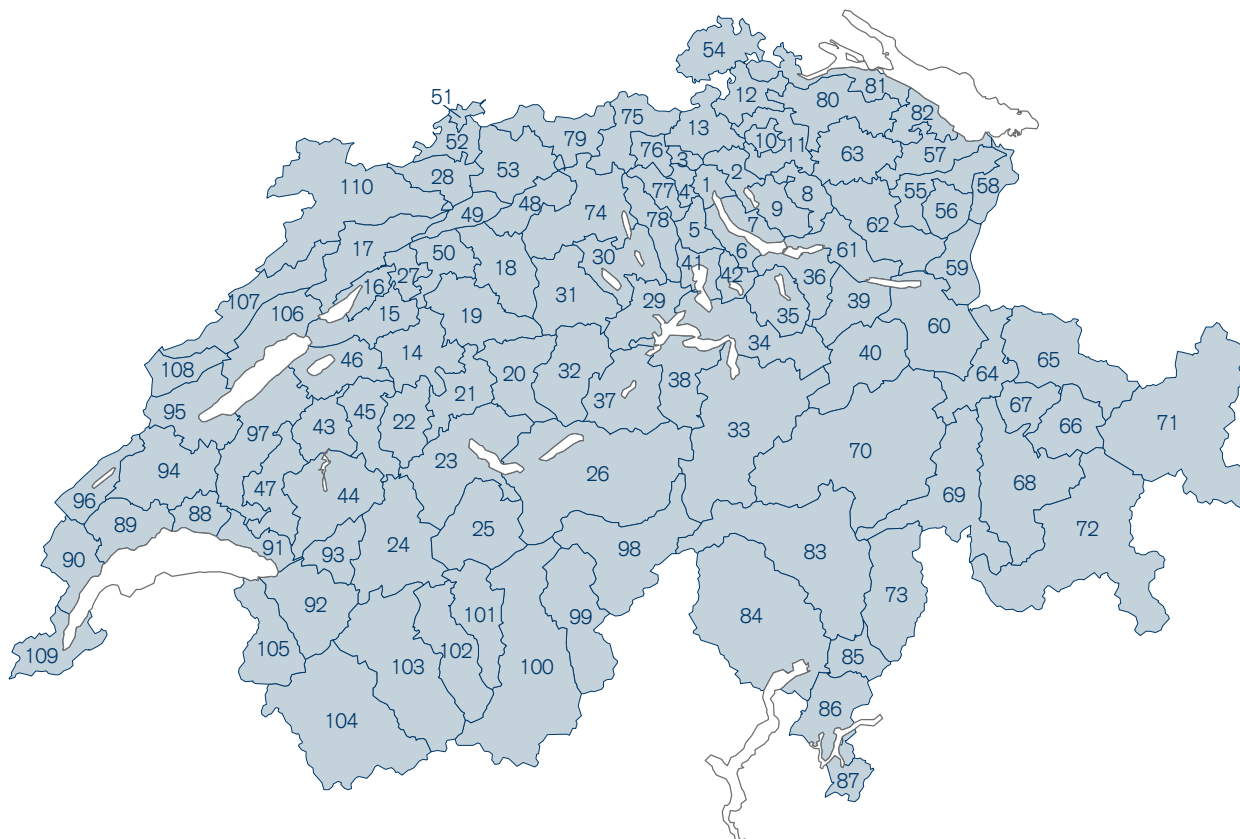
## Voici comment commander les factsheets du Credit Suisse:

Veillez contacter votre conseillère/conseiller clientèle Credit Suisse pour commander les factsheets portant sur différentes régions économiques dans la langue souhaitée (français, allemand, italien ou anglais). Vous trouverez la liste des 110 régions économiques de Suisse à la page suivante.

## Annexe: régions économiques de Suisse

Les régions économiques ont été définies par le service Credit Suisse Real Estate Economics à partir des régions MS (Mobilité Spatiale) de l'Office fédéral de la statistique. Cette délimitation repose moins sur les frontières politiques que sur des phénomènes économiques, des structures spatiales et des schémas de mobilité. Ces régions économiques peuvent donc être à cheval sur plusieurs cantons.

### Régions économiques de la Suisse



1 Zürich-Stadt	23 Thun	45 Sense	67 Schanfigg	89 Morges/Rolle
2 Glattal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittelbünden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 Knonaueramt	27 Grenchen	49 Thal	71 Engiadina bassa	93 Pays d'Enhaut
6 Zimmerberg	28 Laufental	50 Solothurn	72 Oberengadin	94 Gros-de-Vaud
7 Pfannenstiel	29 Luzern	51 Basel-Stadt	73 Mesolcina	95 Yverdon
8 Oberland-Ost	30 Sursee/Seetal	52 Unteres Baselbiet	74 Aarau	96 La Vallée
9 Oberland-West	31 Willisau	53 Oberes Baselbiet	75 Brugg/Zurzach	97 La Broye
10 Winterthur-Stadt	32 Entlebuch	54 Schaffhausen	76 Baden	98 Goms
11 Winterthur-Land	33 Uri	55 Appenzel A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzel I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 Sameraatal	59 Werdenberg	81 Untersee/Rhein	103 Sion
16 Biel/Seeland	38 Nidwalden/Engelberg	60 Sarganserland	82 Oberthurgau	104 Martigny
17 Jura bernois	39 Glarner Mittel- und Unterland	61 Linthgebiet	83 Tre Valli	105 Monthey/St-Maurice
18 Oberaargau	40 Glarner Hinterland	62 Toggenburg	84 Locarno	106 Neuchâtel
19 Burgdorf	41 Lorzenebene/Ennetsee	63 Wil	85 Bellinzona	107 La Chaux-de-Fonds
20 Oberes Emmental	42 Zuger Berggemeinden	64 Bündner Rheintal	86 Lugano	108 Val-de-Travers
21 Aaretal	43 La Sarine	65 Prättigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Source: Credit Suisse

## Information importante

Le présent rapport reflète les opinions de Credit Suisse (CS) Investment Solutions & Sustainability 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 CS 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 de Investment Solutions & Sustainability mentionnées dans le présent rapport. D'autres informations importantes sont fournies à la fin du présent document. Singapour: Réservé aux investisseurs agréés. Hong Kong: Réservé aux investisseurs professionnels. Australie: Réservé aux clients grossistes.

## 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.

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 dans le négoce d'instruments financiers» 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 pas des indicateurs fiables 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. 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, y compris un risque de perte totale de l'investissement, et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. La performance de ces investissements dépend de facteurs imprévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les fortes influences de l'évolution future, en particulier des futures et des indices.

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.

## Private equity

Le Private Equity (ci-après «PE») désigne des placements en capital-investissement dans des sociétés qui ne sont pas soumises à un négoce public (à savoir qu'elles ne sont pas cotées en bourse); ils sont complexes, généralement illiquides et axés sur le long terme. Les placements dans un fonds de PE présentent généralement un niveau important de risque financier ou commercial. Les placements dans des fonds de PE ne sont ni garantis ni assortis d'une protection du capital. Les investisseurs sont tenus de répondre à des appels de capitaux sur une longue période de temps. Toute omission à le faire peut généralement entraîner la perte d'une partie ou de la totalité du compte de capital, la renonciation à tout revenu ou gain futur sur les placements effectués avant l'omission et, entre autres choses, la perte de tout droit de participer à des placements futurs ou la vente forcée de ses placements à un prix très bas, beaucoup plus bas que les évaluations du marché secondaire. Les sociétés ou les fonds peuvent être fortement endettés et être, par conséquent, davantage sensibles à des évolutions commerciales et/ou financières ou à des facteurs économiques défavorables. De tels investissements peuvent être confrontés à une concurrence intense, à des conditions commerciales ou économiques évolutives ou à d'autres évolutions susceptibles d'avoir une incidence négative sur leur performance.

## 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.

## Investment Solutions & Sustainability

Il incombe aux stratèges en investissement d'assurer. Il incombe à Investment Solutions & Sustainability 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 Credit Suisse (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 de Investment Solutions & Sustainability peuvent se démarquer de ceux des autres départements du CS. Les points de vue de Investment Solutions & Sustainability 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.

Investment Solutions & Sustainability peut 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 CS 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 Alert – Credit Update Switzerland respective. Ces documents sont disponibles sur demande ou par nos services bancaires en ligne. Les notifications sont disponibles sur [www.credit-suisse.com/dis-closure](http://www.credit-suisse.com/dis-closure).

## Clause de non-responsabilité générale/ Information importante

Les informations fournies dans les présentes constituent un contenu promotionnel; il ne s'agit pas de recherche d'investissement.

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: <https://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 en termes de recherche, 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 recommande 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.

## CONFIDENTIALITÉ DES DONNÉES:

vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité du Credit Suisse, accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Afin de vous fournir du matériel marketing concernant nos produits et services, le Credit Suisse Group AG et ses filiales peuvent être amenés à traiter vos données personnelles de base (à savoir vos coordonnées telles que nom et adresse e-mail) à moins que vous nous informiez que vous ne souhaitez plus les recevoir. Vous pouvez à tout moment choisir de ne plus recevoir ces documents en informant votre conseiller.

## Entités distributrices

À 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) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Arabie saoudite:** Ce document est distribuée par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Selon les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. Selon les Réglementations relatives aux Fonds de Placement, le présent document ne peut être distribué

dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Réglementations relatives aux Fonds de Placement émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé.

**Afrique du Sud:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse AG, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority d'Afrique du Sud sous le numéro FSP 9788, et/ou par Credit Suisse (UK) Limited, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud sous le numéro FSP 48779.

**Bahrein:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Switzerland, qui est dûment autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. La Central Bank of Bahrain n'a ni examiné, ni approuvé le présent document ni la commercialisation de tout véhicule de placement auquel il est fait mention aux présentes dans le Royaume de Bahrein et n'est pas responsable de la performance d'un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahrein.

**Bésil:** ce rapport est distribué au Brésil par le Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ou ses sociétés affiliées.

**Chili:** Le présent document est distribué par Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, une succursale de Credit Suisse AG (enregistrée dans le canton de Zurich), régulée par la Commission des Marchés Financiers chilienne. Ni l'émetteur ni les titres n'ont été enregistrés auprès de la Commission des Marchés Financiers chilienne (Comisión para el Mercado Financiero) selon la Loi no. 18.045, la Ley de Mercado de Valores, ainsi que les réglementations associées, et ne peuvent donc être proposés ou vendus publiquement au Chili. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire ou un achat de titres au sein de la République du Chili, à toute autre personne que les investisseurs identifiés individuellement dans le cadre d'une offre privée selon l'article 4 de la Ley de Mercado de Valores (une offre qui n'est pas «adressée au public en général ou à un certain secteur ou à un groupe spécifique du public»).

**DIFC:** 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.

**Espagne:** Ce document est un document promotionnel et est fourni par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores à des fins d'information. Il s'adresse exclusivement à son destinataire pour une utilisation personnelle et, selon les réglementations actuelles en vigueur, ne peut en aucun cas être considéré comme une offre de titres, un conseil de placement personnel ou toute autre recommandation générale ou spécifique de produits ou de stratégies de placement ayant pour objectif toute opération de votre part. Le client sera considéré comme responsable, dans tous les cas, de ses décisions de placement ou de désengagement, et le client sera donc pleinement responsable pour les bénéfices ou pertes résultant des opérations que le client décide de réaliser sur la base des informations et opinions comprises dans le présent document. Le présent document n'est pas le résultat d'un travail d'analyse ou de recherche financière, n'est pas soumis aux réglementations actuelles applicables à la production et à la distribution de recherche financière, et son contenu ne prétend pas être conforme aux exigences juridiques en matière d'indépendance de la recherche financière.

**France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), des autorités de surveillance françaises, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) française.

**Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie 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

de derniers comptes vérifiés de Credit Suisse AG 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 INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant. Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777.

**Israël:** Si distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. en Israël: Le présent document est distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, y compris les services proposés en Israël, n'est pas soumis à la supervision du Superviseur des Banques de la Banque d'Israël, mais à celle de l'autorité de surveillance bancaire pertinente en Suisse. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. est un promoteur de placements titulaire d'une licence en Israël et ses activités de promotion de placements sont par conséquent soumises à la supervision de l'Autorité Boursière d'Israël.

**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 et de la CONSOB.

**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 aux circulaires de la BCL ainsi qu'à la législation et aux réglementations 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. Il est expressément entendu dans les présentes que les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques de perte de valeur 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 à la date d'une telle évaluation 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 expressément et irrévocablement pleinement comprendre et ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise.

**Luxembourg:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

**Mexique:** Le présent document représente la vision de la personne qui fournit ses services à C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») et/ou Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») de sorte que C. Suisse Asesoría et Banco CS se réservent tous deux le droit de changer d'avis à tout moment sans assumer une quelconque responsabilité à cet égard. Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS avant d'effectuer un placement. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité pour les décisions de placement prises sur la base des informations contenues dans le présent document, car celles-ci peuvent ne pas tenir compte du contexte de la stratégie de placement et des objectifs des clients individuels. Les prospectus, les brochures, les règles de placement des fonds de placement, les rapports annuels ou les informations financières ou informations financières périodiques contiennent toutes les informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l'émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière sur laquelle ces titres sont cotés, ainsi qu'auprès de votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Les performances passées et les divers scénarios de marché existants ne garantissent pas les rendements présents ou futurs. Au cas où les informations contenues dans le présent document sont incomplètes ou non claires, veuillez contacter votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS dès que possible. Il est possible que le présent document subisse des modifications au-delà de la responsabilité de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Le présent document est distribué à des fins d'information uniquement et ne remplace pas les Rapports Opérationnels et/ou les Relevés de Compte que vous recevez de C.

Suisse Asesoría et/ou Banco CS en ce qui concerne les Dispositions Générales applicables aux Institutions Financières et autres Entités Juridiques qui fournissent des Services de Placement émises par la Commission Bancaire et Boursière du Mexique («CNBV»). En raison de la nature du présent document, C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité quant aux informations qu'il contient. Nonobstant le fait que les informations ont été obtenues à partir de ou sur la base de sources considérées comme fiables par C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS, il n'existe aucune garantie quant au fait que ces informations sont exactes ou complètes. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document qui vous est envoyé. Il est recommandé aux investisseurs de s'assurer que les informations fournies correspondent à leurs circonstances personnelles et à leur profil d'investissement, en ce qui concerne toute situation juridique, réglementaire ou fiscale particulière, ou d'obtenir un conseil professionnel indépendant. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») mexicaine et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. ou de tout autre groupe financier au Mexique. Selon les dispositions de la LMV et des autres réglementations applicables, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec les entités qui constituent Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. **Pays-Bas:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlandsche Bank (DNB), et de l'autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et des autorités de surveillance portugaises, la Banque du Portugal (BdP), la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C, qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux contreparties éligibles ou clients commerciaux (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé. **Royaume-Uni:** Ce document est distribué par Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited est un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Lorsque ce document est distribué au Royaume-Uni par une entité offshore non exemptée en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, les dispositions suivantes s'appliquent: dans la mesure où il est communiqué au Royaume-Uni («UK») ou susceptible d'avoir un

effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une promotion financière approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, qui est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités de placement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Markets 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. **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 Levazim Mahallesi, Koru Sokak n° 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas / Istanbul-Turquie.

## Informations importantes pour le pays

Conformément à la résolution de la CVM n° 20/2021 du 25 février 2021, les auteurs de ce rapport certifient par la présente que les opinions exprimées dans ce rapport reflètent entièrement et exclusivement leurs opinions personnelles et que celles-ci ont été rédigées en toute indépendance, y compris par rapport au Credit Suisse. Une partie de la rémunération des auteurs est basée sur différents facteurs, notamment les revenus totaux du Credit Suisse, mais aucune rémunération n'a été, n'est ou ne sera liée à des recommandations ou opinions précises exprimées dans ce rapport. Qui plus est, le Credit Suisse déclare: n'avoir jamais fourni et/ou ne jamais fournir dans le futur de services d'investissement banking, de courtage, de gestion d'actifs, d'affaires commerciales ou financières aux sociétés concernées ou à leurs filiales, pour lesquelles le Credit Suisse aurait perçu ou pourrait percevoir des commissions et frais habituels, et qui constitueraient ou pourraient constituer un intérêt financier ou commercial en lien avec les sociétés ou les titres concernés.

**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).**

## APAC - AVIS IMPORTANT

Les informations fournies ici constituent du contenu marketing et non de la recherche en investissement. Pour tous, à l'exception des comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Ce document a été préparé par Credit Suisse AG (le «Credit Suisse») à titre d'information générale uniquement. Il ne constitue pas et ne prétend pas fournir une recherche ou une analyse de fond et, par conséquent, ne constitue pas une recherche en investissement ni une recommandation de recherche à des fins réglementaires. Il ne prend pas en compte les objectifs financiers, la situation ou les besoins de quiconque, ces éléments étant des considérations nécessaires avant de prendre toute décision d'investissement. Les informations fournies ne visent pas à fournir une base suffisante pour prendre une décision d'investissement et ne constituent pas une recommandation personnelle ni un conseil en investissement. Le Credit Suisse ne fait aucune déclaration quant à l'adéquation des produits ou services spécifiés dans ce document pour un investisseur particulier. Il ne constitue ni une invitation ni une offre de souscription ou d'achat d'un des produits ou services spécifiés dans ce document ou de participation à une autre transaction. Les seules contraintes juridiques sont stipulées dans la documentation produit applicable ou dans les contrats et confirmations spécifiques préparés par le Credit Suisse. Pour les comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Ce document a été préparé par Credit Suisse AG (le «Credit Suisse») à titre d'information générale uniquement. Il ne constitue pas



et ne prétend pas fournir une recherche ou une analyse de fond et, par conséquent, ne constitue pas une recherche en investissement à des fins réglementaires. Il ne prend pas en compte les objectifs financiers, la situation ou les besoins de quiconque, ces éléments étant des considérations nécessaires avant de prendre toute décision d'investissement. Le Credit Suisse ne fait aucune déclaration quant à l'adéquation des produits ou services spécifiés dans ce document pour un investisseur en particulier. Il ne constitue ni une invitation ni une offre de souscription ou d'achat de l'un des produits ou services spécifiés dans ce document ou de participation à toute autre transaction. Les seules contraintes juridiques sont stipulées dans la documentation produit applicable ou dans les contrats et confirmations spécifiques préparés par le Credit Suisse. Pour tous: en ce qui concerne les produits spécifiés dans ce document, le Credit Suisse et/ou ses sociétés affiliées peuvent:

- (i) avoir joué un rôle antérieur dans l'organisation ou le financement des entités affiliées;
- (ii) être une contrepartie dans toute transaction ultérieure en relation avec les entités affiliées; ou alors
- (iii) payer ou avoir payé, ou recevoir ou avoir reçu, une rémunération ponctuelle ou récurrente des entités spécifiées dans ce document dans le cadre de sa/leur rémunération. Ces paiements peuvent être versés ou reçus de tiers.

Le Credit Suisse et/ou ses sociétés affiliées (y compris leurs dirigeants, administrateurs et employés respectifs) peuvent être ou avoir été impliqués dans d'autres transactions avec les entités affiliées spécifiées dans ce document ou d'autres parties spécifiées dans ce document qui ne sont pas divulguées dans le présent document. Le Credit Suisse, pour lui-même et au nom de chacune de ses sociétés affiliées, se réserve le droit de fournir et de continuer à fournir des services, et de traiter et de continuer à traiter avec les entités visées des produits spécifiés dans ce document ou d'autres parties en rapport avec tout produit spécifié dans ce document. Le Credit Suisse ou ses sociétés affiliées peuvent également détenir des positions de négoce dans le capital-actions de l'une des entités affiliées spécifiées dans ce document.

Pour tous, à l'exception des comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Une société affiliée du Credit Suisse peut avoir agi sur la base des informations et de l'analyse contenues dans ce document avant que ce dernier ait été mis à la disposition du destinataire. Une société affiliée du Credit Suisse peut, dans la mesure permise par la loi, participer ou investir dans d'autres opérations de financement avec l'émetteur de tout titre visé aux présentes, fournir des services ou solliciter des affaires auprès de ces émetteurs, ou avoir une position ou effectuer des transactions sur les titres ou options de ceux-ci. Dans toute la mesure permise par la loi, le Credit Suisse et ses sociétés affiliées et chacun de leurs responsables, employés et conseillers respectifs déclinent toute responsabilité découlant d'une erreur ou d'une omission dans ce document ainsi que toute perte directe, indirecte, fortuite, spécifique ou consécutive et/ou les dommages subis par le destinataire de ce document ou par toute autre personne du fait de l'utilisation ou de la confiance accordée aux informations contenues dans ce document. Ni le Credit Suisse ni ses sociétés affiliées (ou leurs responsables, agents, employés ou conseillers respectifs) ne fournissent de garantie et ne font de déclaration quant à l'exactitude, la fiabilité et/ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Les informations contenues dans ce document ont été fournies à titre de commentaire général du marché uniquement et ne constituent aucune forme de conseil financier, juridique, fiscal ou autre service réglementé. Les observations et opinions contenues dans ce document peuvent être différentes ou incompatibles avec les observations et opinions des analystes de Credit Suisse Research, d'autres divisions ou des positions exclusives du Credit Suisse. Le Credit Suisse n'a aucune obligation de mettre à jour, notifier ou fournir des informations supplémentaires à quiconque si le Credit Suisse a connaissance d'une information inexacte, incomplète ou modifiée dans le document. Dans la mesure où ce document contient des déclarations sur les performances futures, ces déclarations sont de nature prospective et sujettes à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Pour les comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Une société affiliée du Credit Suisse peut avoir agi sur la base des informations et de l'analyse contenues dans ce document avant que ce dernier ait été mis à la disposition du destinataire. Une société affiliée du Credit Suisse peut, dans la mesure permise par la loi, participer ou investir dans d'autres opérations de financement avec l'émetteur de tout titre visé aux présentes, fournir des services ou solliciter des affaires auprès de ces émetteurs, ou avoir une position ou effectuer des transactions sur les titres ou options de ceux-ci. Dans toute la mesure permise par la loi, le Credit Suisse et ses sociétés affiliées et chacun de leurs

responsables, employés et conseillers respectifs déclinent toute responsabilité découlant d'une erreur ou d'une omission dans ce document ainsi que toute perte directe, indirecte, fortuite, spécifique ou consécutive et/ou les dommages subis par le destinataire de ce document ou par toute autre personne du fait de l'utilisation ou de la confiance dans les informations contenues dans ce document. Ni le Credit Suisse ni ses sociétés affiliées (ou leurs responsables, agents, employés ou conseillers respectifs) ne fournissent de garantie et ne font de déclaration quant à l'exactitude, la fiabilité et/ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Les informations contenues dans ce document ont été fournies à titre de commentaire général du marché uniquement et ne constituent aucune forme de service juridique, fiscal ou autre réglementé. Les observations et opinions contenues dans ce document peuvent être différentes ou incompatibles avec les observations et opinions des analystes de Credit Suisse Research, d'autres divisions ou des positions exclusives du Credit Suisse. Le Credit Suisse n'a aucune obligation de mettre à jour, notifier ou fournir des informations supplémentaires à quiconque si le Credit Suisse a connaissance d'une information inexacte, incomplète ou modifiée dans le document. Dans la mesure où ce document contient des déclarations sur les performances futures, ces déclarations sont de nature prospective et sujettes à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Pour tous: Ce document n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par toute personne ou entité citoyenne ou résidente d'une juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire à une loi ou réglementation applicable, ou qui soumettrait le Credit Suisse et/ou ses filiales ou sociétés affiliées à une obligation d'enregistrement ou de licence dans cette juridiction. Les documents ont été fournis au destinataire et ne doivent pas être redistribués sans l'autorisation écrite expresse et préalable du Credit Suisse. Pour plus d'informations, veuillez contacter votre chargé de clientèle.

Dans la mesure où ce document contient une annexe comprenant des rapports d'analyse, l'avis supplémentaire suivant s'applique à cette annexe.

#### AVIS IMPORTANT SUPPLÉMENTAIRE RELATIF À L'ANNEXE

Les rapports en annexe («Rapports») ont été rédigés par des membres du département Credit Suisse Research et les informations et opinions qui y sont exprimées datent de la date de rédaction et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Dans les Rapports, les opinions exprimées au sujet d'un titre particulier peuvent être différentes ou incompatibles avec les observations et opinions du département Credit Suisse Research de la division Investment Banking en raison des différences dans les critères d'évaluation. Ces Rapports ont déjà été publiés par Credit Suisse Research sur le Web.

Le Credit Suisse fait et cherche à faire des affaires avec les entreprises couvertes par ses rapports d'analyse. Par conséquent, les investisseurs doivent être conscients du fait que le Credit Suisse peut avoir un conflit d'intérêts susceptible d'affecter l'objectivité de ces Rapports.

Pour tous, à l'exception des comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Le Credit Suisse peut n'avoir pris aucune mesure pour garantir que les titres mentionnés dans ces Rapports conviennent à un investisseur en particulier. Le Credit Suisse ne traitera pas les destinataires des Rapports comme ses clients du fait de la réception des Rapports. Pour les comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Le Credit Suisse peut n'avoir pris aucune mesure pour garantir que les titres mentionnés dans ces Rapports conviennent à un investisseur en particulier. Le Credit Suisse ne traitera pas les destinataires des Rapports comme ses clients du fait de la réception des Rapports. Pour tous: Pour connaître les risques d'un placement dans les titres mentionnés dans les Rapports, veuillez consulter le lien Internet suivant: <https://investment.credit-suisse.com/re/riskdisclosure/>

Pour connaître les informations à fournir sur les sociétés notées par Credit Suisse Investment Banking mentionnées dans ce rapport, veuillez consulter le site de divulgation de la division Investment Banking à l'adresse suivante: <https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour plus d'informations, y compris les divulgations concernant tout autre émetteur, veuillez consulter le site Credit Suisse Global Research Disclosure à l'adresse suivante: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

**AUSTRALIE:** Ce document est distribué en Australie par Credit Suisse AG, succursale de Sydney, uniquement à des fins d'information et uniquement aux personnes qui sont des «clients grossistes» (au sens de l'article 761G(7) du Corporations Act). Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne garantit pas

la performance des produits financiers mentionnés dans le présent document. En Australie, les entités du Credit Suisse Group autres que Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne sont pas des établissements de dépôt agréés au sens de la loi bancaire de 1959 (Cth.) et leurs obligations ne couvrent pas les dépôts ou autres engagements de Credit Suisse AG, succursale de Sydney. Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne garantit pas les obligations de ces entités du Credit Suisse ou des fonds. **HONG KONG:** Ce document est distribué à Hong Kong par Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong, une institution autorisée réglementée par l'Autorité monétaire de Hong Kong et une institution enregistrée réglementée par la Securities and Futures Commission, et a été préparé conformément à l'article 16 du «Code de conduite pour les personnes agréées ou inscrites auprès de la Securities and Futures Commission». Le contenu de ce document n'a été examiné par aucune autorité de réglementation à Hong Kong. Il vous est conseillé de faire preuve de prudence par rapport à toute offre. Si vous avez le moindre doute sur le contenu de ce document, sollicitez un conseil professionnel indépendant. Personne ne peut avoir émis ou avoir en sa possession dans le but de le distribuer, que ce soit à Hong Kong ou ailleurs, une publicité, une invitation ou un document relatif à ce produit, qui est destiné à, ou dont le contenu est susceptible d'être consulté ou lu par, le public de Hong Kong (sauf si les lois sur les valeurs mobilières de Hong Kong le permettent) ailleurs que là où ce produit est ou doit être remis uniquement à des personnes en dehors de Hong Kong ou uniquement à des «investisseurs professionnels» tels que définis dans l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Chap. 571) de Hong Kong et les règles qui en découlent. **SINGAPOUR:** Ce document est distribué à Singapour par Credit Suisse AG, succursale de Singapour, qui est autorisée par l'Autorité monétaire de Singapour en vertu de la Loi bancaire (Chap. 19) à exercer des activités bancaires. Ce rapport a été préparé et publié pour distribution à Singapour aux investisseurs institutionnels, aux investisseurs accrédités et aux investisseurs experts (chacun tel que défini dans le Règlement sur les conseillers financiers («FAR»)) uniquement. Credit Suisse AG, succursale de Singapour, peut distribuer des rapports produits par ses entités ou sociétés affiliées étrangères conformément à un accord en vertu de la disposition 32C du FAR. Les destinataires singapouriens doivent contacter Credit Suisse AG, succursale de Singapour au + 65-6212-2000 pour les questions découlant de ce rapport ou en lien avec celui-ci. En vertu de

votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité ou d'investisseur expert, Credit Suisse AG, succursale de Singapour, est dispensé de se conformer à certaines exigences en vertu de la loi sur les conseillers financiers, Chapitre 110 de Singapour (la «FAA»), du FAR et des avis et directives pertinents publiés en vertu des présentes, concernant tout service de conseil financier que Credit Suisse AG, succursale de Singapour, peut vous fournir. Ces documents de référence incluent des exemptions suivantes:

- (i) L'article 25 de la FAA (conformément au Règlement 33(1) du FAR);
- (ii) L'article 27 de la FAA (conformément à la disposition 34(1) du FAR); et
- (iii) L'article 36 de la FAA (conformément à la disposition 35(1) du FAR).

Les destinataires de Singapour doivent contacter Credit Suisse AG, succursale de Singapour, pour toute question découlant de ce document ou en rapport avec celui-ci.

Si vous avez des questions ou objections concernant la réception de documents marketing de notre part, veuillez contacter notre délégué à la protection des données à l'adresse [dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com](mailto:dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com) (pour Credit Suisse AG, succursale de HK) ou [PDPO.SGD@credit-suisse.com](mailto:PDPO.SGD@credit-suisse.com) (pour Credit Suisse AG, succursale de SG) ou [csau.privacyofficer@credit-suisse.com](mailto:csau.privacyofficer@credit-suisse.com) (pour Credit Suisse AG, succursale de Sydney).

L'ensemble du contenu de ce document est protégé par la loi sur les droits d'auteur (tous droits réservés). Ce document, en tout ou partie, ne peut être reproduit, transmis (électroniquement ou autrement), modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite préalable du Credit Suisse. © 2023, Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés affiliées. Tous droits réservés. Credit Suisse AG (Unique Entity Number à Singapour: S73FC2261L) est constitué en Suisse avec une responsabilité limitée.

23C014A\_IS

## Autres publications du Credit Suisse

---

---

### **Retail Outlook 2023**

L'étude annuelle relative au commerce de détail suisse présente les perspectives conjoncturelles de la branche ainsi que les défis actuels auxquels elle doit faire face.

**4 janvier 2023**

---

### **Indice de la construction 1er trimestre 2023**

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 chiffre d'affaires dans ce secteur.

**22 février 2023**

---

### **Moniteur Suisse 1er trimestre 2023**

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

**14 mars 2023**

---

### **Moniteur immobilier 2e trimestre 2023**

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'Etude immobilière du Credit Suisse.

**6 juin 2023**

**La prochaine étude annuelle sur le marché immobilier paraîtra en mars 2024.  
Abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.**

