

Le Covid freine l'urbanisation

Marché immobilier suisse 2022 | Mars 2022



Résidences secondaires
Un retour en force

Page 19

Logements locatifs
**Retournement de tendance sur
le marché du logement locatif**

Page 26

Digital Real Estate
Estimation par les algorithmes

Page 33

Impressum

Editeur: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

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: Am Giessenplatz, Dübendorf.
Propriétaire du bâtiment: CS Real Estate Fund Siat, un fonds immobilier de Credit Suisse Asset Management.

Impression

Abächerli Media AG, Industriestrasse 2, 6060 Sarnen

Clôture de rédaction

1 février 2022

Série de publication

Swiss Issues Immobiliens

Commandes

Directement auprès de votre conseiller, dans toutes les succursales du Credit Suisse.
Exemplaires au format électronique sur www.credit-suisse.com/etudeimmobiliere.
Commandes internes via MyShop sous n° mat. 1511452.
Abonnements avec publicode ISF (HOST: WR10).

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/immobilier

Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.
Copyright © 2022 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

Dr. Kerstin Hansen, +41 44 334 16 55, kerstin.hansen@credit-suisse.com
Fredy Hasenmaile, +41 44 333 89 17, fredy.hasenmaile@credit-suisse.com
Thomas Rieder, +41 44 332 09 72, thomas.rieder@credit-suisse.com
Dr. Fabian Waltert, +41 44 333 25 57, fabian.waltert@credit-suisse.com
Dr. Daniel Steffen

Participation

Fabian Diergardt
Thomas Mendelin
Roman Ballmer (IAZI)
Nicola Stalder (IAZI)

Sommaire

Management Summary	4
Logement: Le Covid freine l'urbanisation	7
Propriété du logement	12
Demande: Une pièce pour le télétravail	12
Demande: La propriété, un bien de luxe	13
Offre: Faible activité de construction	15
Résultat de l'analyse du marché: La pénurie fait monter les prix	16
Perspectives 2022: La propriété a la cote	18
Résidences secondaires	19
Situation actuelle sur le marché: Un retour en force	19
Les dix ans de l'initiative sur les résidences secondaires: Effets à long terme	22
Logements locatifs	26
Demande: Logement locatif: marché solide	26
Offre: Nouvelles constructions en retard sur la demande	28
Résultat de l'analyse du marché: Retournement de tendance	30
Perspectives 2022: Des signes de reprise	32
Digital Real Estate: Estimation par les algorithmes	33
Surfaces de bureaux	38
Demande: Une demande hésitante	38
Demande à long terme: Le télétravail, frein seulement provisoire au besoin de surfaces	39
Offre: L'offre repart à la hausse	40
Offre: Faible activité de construction	41
Résultat de l'analyse du marché: L'immobilier de bureau résiste	42
Perspectives 2022: La pandémie laisse des traces	43
Surfaces de vente: Délai de grâce temporaire	44
Placements immobiliers	48
Placements directs: La pression demeure sur les rendements	48
Placements indirects: Fonds immobiliers résidentiels: peu de potentiel de hausse	50
Perspectives 2022: Une stratégie de placement orientée sur l'après-pandémie	52
Dix questions – dix reponses	53
Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux	55

La pandémie freine l'urbanisation

Installée dans notre quotidien depuis plus longtemps que prévu, la pandémie de COVID-19 a également un impact plus prononcé sur nos habitudes de vie et de travail que ce que l'on aurait pu supposer lorsqu'elle a éclaté. Les frontières commencent à s'estomper – entre lieu de logement et lieu de travail, entre le numérique et l'analogique, entre la ville et la campagne.

Logement

Page 7

Réorganisation de la demande

De plus en plus d'indices suggèrent que la pandémie pourrait marquer durablement le développement territorial de la Suisse. Le nouveau flou entre lieu de résidence et lieu de travail amène à réévaluer la situation en matière de logement et élargit le rayon des recherches. Divers indicateurs du marché immobilier – alertes, taux de vacance ou encore durées d'annonce – confirment un déplacement de la demande vers des lieux moins centraux et des logements plus grands. Les villes, notamment, perdent de leur attrait en raison de l'évolution des habitudes. Et si les centres continuent de profiter de l'immigration internationale, l'exode urbain a d'ores et déjà doublé en 2020. Quant aux premiers chiffres de 2021, ils semblent indiquer une accentuation de cette tendance. Tous les autres types d'espaces, en premier lieu les communes d'agglomération des grands et moyens centres ainsi que les communes périurbaines situées dans la zone de chalandise des agglomérations mais qui sont parfois plutôt rurales, profitent de cette hausse des migrations internes loin des centres. Pour tous ces sites, les nouveaux modes de travail et de vie sont source d'opportunités, d'autant qu'ils peuvent intégrer dans l'équation leur structure de prix plus avantageuse pour attirer de nouveaux arrivants contribuables. Sur le marché immobilier, le fossé entre ville et campagne devrait donc se combler quelque peu à l'avenir. À notre sens, il serait cependant prématuré de déduire de ces résultats la fin de la tendance à l'urbanisation. Celle-ci devrait toutefois être freinée sur le long terme. Une détente bienvenue dans les grands centres et, du point de vue des investisseurs, de nouvelles opportunités dans les communes d'agglomération et les zones rurales.

Propriété du logement

Page 12

La propriété devient un luxe

La propriété du logement reste très en vogue. La demande, elle, semble se stabiliser durablement à un niveau bien plus élevé qu'avant la pandémie. Les biens en propriété de moyenne et grande taille sont très prisés. En marge des intérêts hypothécaires bas, la tendance au télétravail et les taux négatifs stimulent les achats immobiliers. Aucun répit n'est à prévoir du côté de l'offre, avec un marché qui reste tari, les nouvelles constructions de propriété du logement poursuivant leur chute. Seule la construction de maisons individuelles devrait augmenter quelque peu dans les trimestres à venir. Les chiffres de l'offre, en recul d'environ un tiers depuis la fin 2019 pour la propriété du logement, mettent en évidence cette pénurie. Les surfaces vacantes continueront donc de se replier cette année, tandis que la croissance des prix se poursuivra. Les hausses de prix prononcées éloignent de plus en plus de ménages de l'accession à la propriété, même si l'achat demeure plus avantageux que la location. En conséquence, la part des logements en propriété accessibles à un ménage à revenu moyen est passée en un an de 34% à 31% de tous les biens annoncés sur des portails en ligne. Comme l'admissibilité devient un problème dans un nombre croissant de régions, les ménages cherchent de plus en plus dans les régions périphériques.

Résidences secondaires

Page 19

Un retour au premier plan

La pandémie a réveillé le marché des résidences secondaires. Après des années de stagnation, voire de recul, les prix semblent fortement repartir à la hausse, dépassant même la dynamique des prix de la propriété du logement. La croissance actuelle des prix découle de la hausse sensible de la demande de logements de vacances. Ces deux dernières années, un nombre record de citoyens suisses est resté dans le pays pour ses vacances, (re)découvrant le charme de nos destinations touristiques. Le phénomène a probablement incité certaines personnes à faire l'acquisition de leur logement de vacances. Un autre facteur doit être pris en compte: la percée des modèles de télétravail, tout à fait compatibles avec les résidences secondaires, puisque les petits week-ends ne sont plus la seule occasion de profiter d'une deuxième résidence. Mais la forte augmentation de la demande depuis le début de la crise sanitaire se heurte à une offre en nette diminution

– une conséquence tardive de l'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires. Pour preuve, l'offre de logements proposée en ligne a presque diminué de moitié depuis 2018/2019 dans les communes touristiques. Dans les années à venir, la faiblesse de la construction devrait continuer à marquer le marché des résidences secondaires. On peut donc s'attendre à une aggravation de la pénurie. Le regain d'intérêt pour les résidences secondaires étant selon nous voué à perdurer, nous tablons sur des prix toujours en forte hausse, bien supérieurs à la croissance des prix à l'échelle suisse de la propriété du logement.

Résidences secondaires

Page 22

Dix ans d'initiative sur les résidences secondaires – Rétrospective et perspectives

En mars 2012, la population suisse votait en faveur de l'initiative sur les résidences secondaires, qui a bouleversé du jour au lendemain les marchés immobiliers de l'arc alpin suisse: dans les communes comptant plus de 20% de résidences secondaires, il n'allait plus être possible d'en construire de nouvelles. Dix ans après, quelles conséquences a eu l'initiative? Difficile de déterminer son impact, car personne ne sait ce qui se serait passé dans les communes concernées si l'initiative n'avait jamais été acceptée. La création d'un groupe de contrôle synthétique de communes permet toutefois de fournir quelques éclairages. Dès 2014, l'évolution des prix de la propriété a été nettement moins marquée dans les communes concernées que dans les communes de contrôle – en moyenne, les prix entre 2014 et 2019 étaient inférieurs d'environ 16%. Trois causes sont principalement à l'origine de cette chute relative des prix: le flux de projets de construction de dernière minute, qui a généré un excédent d'offre sur le marché alpin des résidences secondaires, l'incertitude juridique qui a plané jusqu'à l'adoption de la loi définitive en 2015 et la situation économique difficile, plombée par les reculs inévitables des chiffres d'affaires dans la construction, et qui a affecté la demande locale de logements. Depuis, l'écart de prix s'est partiellement resserré et compte tenu du gel de l'offre en résidences secondaires, de nouvelles hausses de prix sont à prévoir, y compris pour les autochtones. Il semble donc peu probable que l'initiative sur les résidences secondaires atteigne ses objectifs.

Logements locatifs

Page 26

Virage du marché du logement en location

La pandémie n'a aucune influence sur la demande de logements en location. Grâce à une immigration nette toujours forte et à la vigoureuse reprise économique, les bailleurs devraient continuer à profiter d'une demande soutenue en 2022. Par le passé, l'immigration en provenance de l'étranger se concentrait nettement sur les grands centres et leurs banlieues. Or, depuis peu, les flux migratoires internationaux suivent un schéma similaire à celui des migrations internes: les arrivées se concentrent moins sur les centres et se répartissent plus uniformément dans tout le pays. Les ménages de seniors, qui demeurent plus longtemps dans leur logement et cherchent à repousser aussi longtemps que possible leur entrée en maison de retraite ou en EMS, contribuent également à cette demande solide. Du côté de l'offre, l'activité de planification de nouveaux logements locatifs recule depuis des années. Sur ce segment, l'activité de construction en berne et la demande soutenue ont amorcé en 2021 un renversement de tendance qui se traduit par un repli des surfaces vacantes et des délais de commercialisation plus courts. L'évolution du nombre de surfaces inoccupées et des durées d'annonce confirme le déplacement de la demande vers des logements plus grands et moins centraux. La reprise sur le marché de la location va se poursuivre en 2022 avec un nouveau recul du nombre de surfaces vacantes et un impact de plus en plus significatif sur les loyers.

Digital Real Estate

Page 33

Machine Learning – estimation par les algorithmes

En Suisse, on utilise depuis plus de 20 ans déjà des algorithmes pour l'estimation des logements. Au fil du temps, les modèles hédoniques se sont imposés comme la norme. Depuis leur introduction, ils ont été sans cesse améliorés, si bien qu'aujourd'hui, on adopte de plus en plus la méthode d'estimation assistée par ordinateur, même pour des immeubles de rapport de moins grande taille. Les indices généraux des prix de l'immobilier qui en découlent ont donné un nouvel élan à la recherche sur le marché immobilier suisse, dont ils ont par ailleurs significativement amélioré la transparence. La recherche se penche actuellement sur les algorithmes d'apprentissage automatique. Des méthodes modernes de machine learning peuvent en effet rendre plus précises encore les estimations des modèles traditionnels. Cette optimisation a toutefois un prix. Les modèles hédoniques conventionnels ont un grand avantage: leur interprétabilité. Autrement dit, ils permettent de décrire aisément l'effet d'une variable explicative sur le prix d'un bien immobilier. Ce n'est pas le cas des méthodes modernes de machine learning, qui restent d'une certaine façon une boîte noire, sans utilité dans les échanges avec les clients ou les autorités de surveillance, par exemple. Autre inconvénient de ces modèles, ils présentent une volatilité plus élevée que les modèles de régression hédoniques classiques dès lors qu'ils sont appliqués sur plusieurs trimestres. Aussi des approches hybrides cherchant à combiner les avantages des deux méthodes sont-elles actuellement à l'honneur.

Surfaces de bureaux

Page 38

Le télétravail ne freine que provisoirement le besoin de surfaces

La pandémie n'épargne pas l'immobilier de bureau. La demande en surfaces de bureaux demeure très faible, les entreprises préférant temporiser et déterminer dans quelle mesure le télétravail pourrait leur permettre d'économiser des surfaces sur le long terme. Le taux d'offre a donc augmenté (de 5,5% en 2020 à 5,8% en 2021), tout en restant en deçà des valeurs redoutées. Par rapport à d'autres marchés étrangers, la demande a nettement mieux tenu le choc. La tendance au télétravail devrait toutefois encore réserver quelques trimestres difficiles à l'immobilier de bureau. À long terme en revanche, l'évolution des modes de travail promet une demande nettement plus soutenue en immeubles de bureaux modernes. Car si le télétravail réduit les besoins de surfaces à moyen terme, la numérisation croissante dans tous les domaines du quotidien et du travail fait progresser les taux de bureaux (c'est-à-dire la part des employés avec un poste de travail de bureau) dans toutes les branches, augmentant ainsi le besoin de surfaces. Avec le temps, cet effet devrait peser plus lourd que la tendance au télétravail (responsable, elle, d'une réduction des surfaces) et générer une demande nettement plus élevée. De quoi relativiser fortement l'impact du télétravail à long terme.

Surfaces de vente

Page 44

Le délai de grâce pour le commerce stationnaire arrive à échéance

La pandémie a permis au commerce de détail d'enregistrer en 2021 – comme en 2020 – une croissance de son chiffre d'affaires inédite depuis longtemps. Le secteur du retail est donc clairement le gagnant de la crise. Cette augmentation inespérée des CA ne fait toutefois que masquer la mutation structurelle historique du commerce de détail, encore accélérée par le coronavirus. L'évolution parfois surprenante de la crise sanitaire a tourné à l'avantage des commerçants en ligne agiles. L'an dernier, le commerce en ligne a pu maintenir le niveau élevé de son CA de 2020 et même, selon les estimations, l'augmenter de 11%. Des perspectives bien sombres pour le commerce stationnaire. La future normalisation du comportement des consommateurs et du tourisme d'achat et la saturation du côté des biens de consommation durables devraient rendre inévitable un recul des CA en 2022, sans doute davantage au détriment du commerce stationnaire. L'insidieux dégraissage des effectifs devrait de ce fait se poursuivre et bien des détaillants spécialisés devraient mettre la clé sous la porte. La réduction des points de vente affecte principalement le secteur non alimentaire, où divers commerçants optimisent leur rentabilité en réduisant les sites existants et en reportant leurs investissements sur le canal en ligne. Au vu de la progression marquée de l'offre de surfaces, la fin de la mutation structurelle n'est pas pour tout de suite. La nouvelle vague de réajustements induits par la pandémie touche en premier lieu les grands et moyens centres et leurs agglomérations.

Placements immobiliers –

Placements directs

Page 48

Les rendements encore sous pression

Les placements immobiliers directs suisses ont à nouveau démontré leur résistance à la crise et la reprise croissante consolide encore leur base de revenus. Même les récentes hausses des taux d'intérêt ne devraient donc pas décourager des investisseurs en manque d'alternatives. Il reste encore de la marge pour ajuster les taux d'escompte à la baisse. Faute d'alternatives de placement, il faut s'attendre à de nouvelles hausses des prix pour les immeubles d'habitation. Pour les investisseurs, reste à savoir comment adapter les portefeuilles immobiliers à l'après-pandémie, d'autant que les perspectives de rendement se sont déplacées entre et au sein des différents segments.

Placements immobiliers –

Placements indirects

Page 50

Faible potentiel de hausse pour les fonds immobiliers résidentiels

Les investisseurs sont disposés à payer un prix élevé pour obtenir les revenus stables des fonds immobiliers résidentiels. Or, malgré l'amélioration attendue des fondamentaux, les agios élevés ont affecté la marge de manœuvre pour réaliser de nouvelles plus-values sur ces fonds. Les actions immobilières et les fonds immobiliers commerciaux, eux, ont de meilleures chances. Ces derniers affichent par exemple des rendements directs (3,4%) bien supérieurs à ceux des fonds immobiliers résidentiels (2,1%). Notons encore qu'avec plus de 20 points de pourcentage, la différence de prime entre ces deux segments a atteint un niveau qui ne nous semble pas justifié et qui, de notre point de vue, constituait un bon signal d'achat dès 2017.

Dix sur dix

Page 53

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 Covid freine l'urbanisation

Des premiers indices laissent à penser que la pandémie pourrait marquer durablement le développement territorial de la Suisse. Conséquences pour le marché immobilier: une détente bienvenue dans les grands centres et, du point de vue des investisseurs, de nouvelles opportunités dans les communes d'agglomération et les zones rurales.

La pandémie change-t-elle la donne?

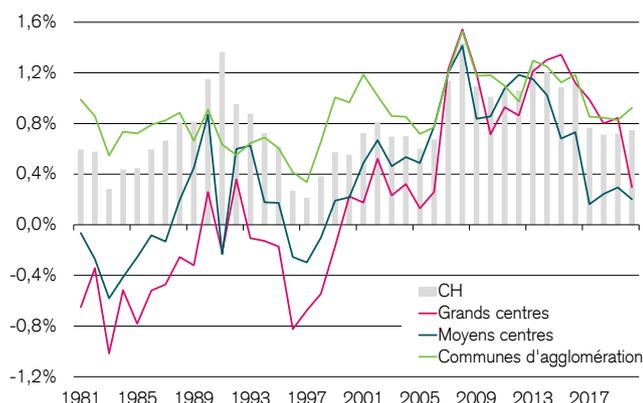
Ces deux dernières années, le coronavirus a été omniprésent dans notre vie. Nous avons par exemple dû adapter nos habitudes en matière d'achats et de mobilité, tandis que la séparation entre logement et travail s'est estompée. Tôt ou tard pourtant, la pandémie deviendra une endémie, et les nombreuses mesures prises devraient peu à peu être levées. Quelques traces des profonds changements de comportement introduits par le virus devraient toutefois persister. Le développement du télétravail, par exemple, a suscité des attentes chez de nombreux employés. Si cette forme de travail ne présente pas que des avantages, les employeurs qui veulent rester dans la course pour pouvoir recruter les meilleurs collaborateurs ne peuvent plus ignorer les envies de modèles de travail flexibles incluant davantage de télétravail.

La séparation physique entre domicile et lieu de travail s'estompe, ...

Comme diverses enquêtes le confirment, cette aspiration des employés est très répandue. De fait, dans un sondage réalisé par le cabinet de conseil Deloitte en mars 2021, 63% des participants ont indiqué qu'ils souhaiteraient à l'avenir travailler au moins la moitié du temps en télétravail. Seuls 12% préféreraient un retour à 100% au bureau; chez les moins de 30 ans, ce pourcentage tombait même à 9%.¹ Dans le même temps, les évolutions démographiques et socio-économiques ainsi que la modification de la structure sectorielle favorisent une augmentation du télétravail. Par conséquent, compte tenu des facteurs susmentionnés et d'autres, les chercheurs de l'Office fédéral du développement territorial (ARE) estiment que la part de personnes actives travaillant partiellement à domicile pourrait passer de 28,1% en 2015 à 37,3% en 2030² et cette estimation est prudente, puisqu'elle ne tient absolument pas compte du facteur coronavirus.

Fig. 1: La croissance démographique s'effondre dans les grands centres

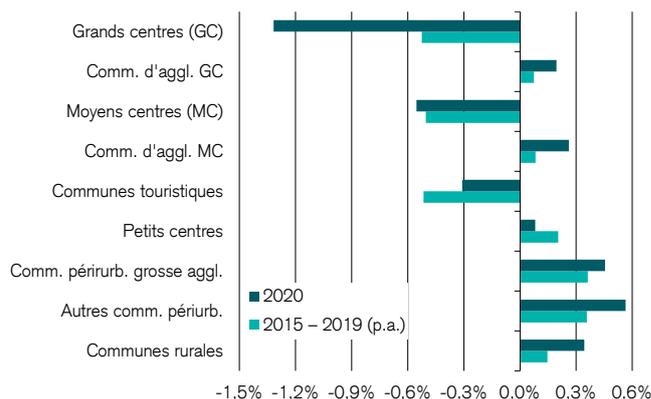
Croissance annuelle de la population résidente permanente, 1981 – 2020



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse | Dernières données: 2020

Fig. 2: Accélération de l'exode interne loin des centres

Solde migratoire interne par type de commune, en % de la population résidente permanente



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse | Dernières données: 2020

... ce qui devrait marquer durablement le développement territorial

La séparation toujours moins marquée entre domicile et lieu de travail devrait laisser des traces durables sur le développement territorial du pays et, partant, sur le marché immobilier. Notre étude sur le marché immobilier de l'année dernière avait d'ailleurs déjà révélé combien la hausse du télétravail amène à réexaminer la situation en matière de logement et élargit le rayon de recherche de personnes en quête d'un logement. Divers indicateurs du marché immobilier – abonnements de

¹ Deloitte (2021): Enquête télétravail 2021 – Où en est la Suisse après la pandémie du COVID 19? (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/about-deloitte/deloitte-ch-résultats-de-l%27enquête-télétravail.pdf>)
² Danalet, A., Justen, A. & Mathys, N. (2021). Working from Home in Switzerland, 2015 – 2050, 21st Swiss Transport Research Conference.

recherche, surfaces vacantes ou encore durées d'annonce – confirment un déplacement de la demande vers des emplacements moins centraux et des logements plus grands (voir chapitre Propriété du logement, page 12, et chapitre Logements locatifs, page 26). Les résultats des statistiques démographiques de l'Office fédéral de la statistique, disponibles jusqu'en 2020, permettent d'analyser en détail les premières conséquences territoriales de la pandémie.

La pandémie impacte la structure de la migration interne

Les villes attirent moins

À la faveur d'un fort recul des départs, la population résidente suisse a gagné 0,75% en 2020 (première année de la pandémie), soit légèrement plus que les deux années précédentes (fig. 1). En revanche, la dynamique s'est nettement repliée (de 0,8% à 0,3%) dans les grands centres, lesquels avaient connu une croissance supérieure à la moyenne suite à la réurbanisation amorcée au tournant du millénaire. Dans les moyens centres, la croissance a également été plus faible en 2020 (0,2%) qu'en 2019. À l'inverse, la croissance démographique s'est accélérée dans les communes d'agglomération des grands et moyens centres (+0,9%), les communes touristiques et rurales enregistrant elles aussi une progression plus marquée.

Les grands centres enregistrent plus de départs que jamais...

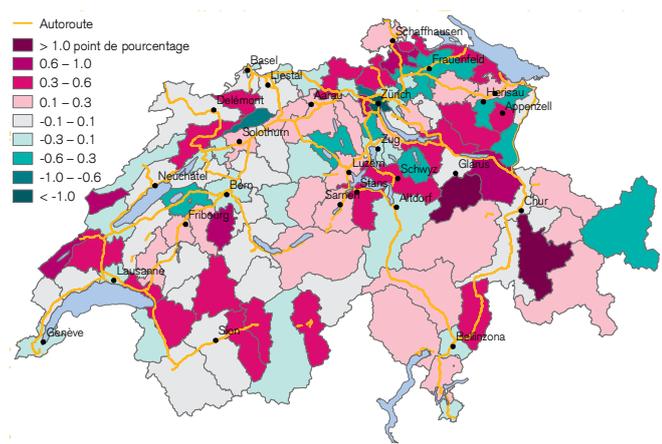
Si la population des centres s'inscrit encore à la hausse, c'est uniquement grâce à l'immigration étrangère. Celle-ci se concentre fortement dans les grands centres, qui ont représenté 28,5% de l'immigration nette entre 2015 et 2020, pour une part totale de la population résidente de 12,4% seulement. Par contre, le solde migratoire interne des grands centres est en territoire négatif depuis des décennies. Les grands centres se développent donc essentiellement grâce à l'immigration étrangère, alors qu'ils ne cessent de perdre des habitants au profit de leur périphérie et d'autres régions. En 2020, cette émigration nette a été la plus marquée des 40 dernières années: presque 14 200 personnes ont quitté les cinq grands centres, soit 1,3% de la population (fig. 2).

... alors que les arrivées sont en hausse dans la périphérie urbaine et les zones rurales

Tous les autres types d'espace tirent parti du moins bon bilan migratoire des grands centres, qui concerne également – dans une moindre mesure – les petits et moyens centres. Du fait de l'immigration nette en provenance d'autres régions, ce sont les communes périurbaines qui ont le plus tiré leur épingle du jeu en 2020. Elles se situent dans la zone de chalandise des agglomérations, mais sont au moins en partie plutôt rurales et souvent plus clairement positionnées comme domicile que comme lieu de travail. Les communes suburbaines (communes d'agglomération des grands et moyens centres) ainsi que les communes rurales en dehors des agglomérations ont elles aussi connu une croissance significative. Le solde migratoire interne des communes touristiques est demeuré négatif en 2020, mais moins que les années précédentes (fig. 2).

Fig. 3: Les migrations se décentralisent

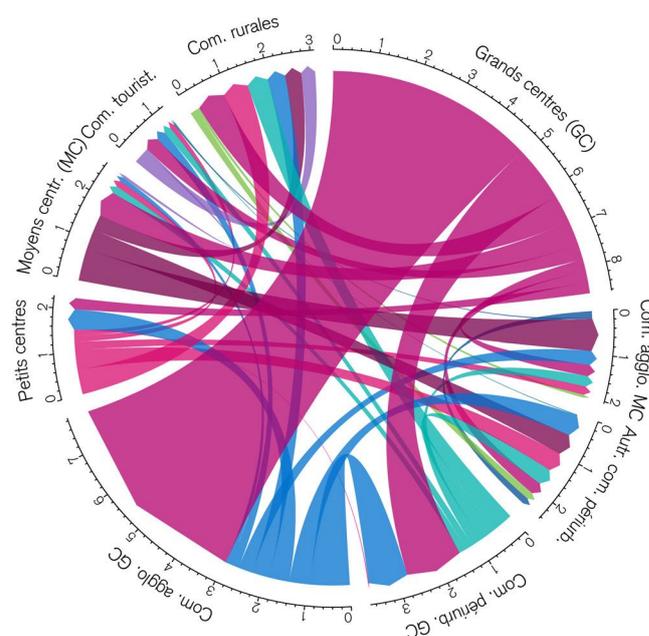
Variation du solde migratoire interne en % de la population en 2020 par rapport à la moyenne des années 2015 – 2019



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat
Dernières données: 2020

Fig. 4: Les centres perdent de leur attractivité

Variation des soldes migratoires entre les neuf types de communes en 2020 par rapport à la moyenne des années 2015 – 2019, en milliers



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse
Dernières données: 2020

Les régions touristiques enregistrent elles aussi davantage d'arrivées

Sur le plan régional, certaines régions proches des centres comme le Limmattal, l'Unterland zurichois et la région de Vevey/Lavaux figurent parmi les gagnants du changement de modèle migratoire (fig. 3). Le même constat s'applique à de nombreuses régions moins urbaines situées dans la zone de chalandise des grandes agglomérations – La Vallée, le Gros-de-Vaud, le Laufonnais, Brugg-Zurzach ou encore le Weinland zurichois. Cela étant, de nombreuses régions rurales et touristiques ont elles aussi présenté en 2020 un bilan migratoire interne nettement plus positif que les années précédentes, à l'image de plusieurs régions valaisannes, de l'arrière-pays glaronnais, du Sarganserland, de la région du lac de Constance et du centre des Grisons.

Un écart de prix prononcé favorise les déménagements des centres vers la périphérie

Une analyse de la variation des flux migratoires nets entre les différents types d'espace révèle clairement que les grands centres ont perdu de leur attractivité avec la pandémie (fig. 4). En 2020, le bilan migratoire interne des grands centres s'est détérioré par rapport à la moyenne des années 2015 à 2019 vis-à-vis de tous les autres types d'espace. Les variations des flux migratoires les plus marquées ont été enregistrées en faveur de leurs communes d'agglomération. La figure 5 présente les destinations les plus prisées par les personnes qui quittent les cinq grands centres. La plupart d'entre elles se trouvent à proximité immédiate de l'un des grands centres ou les joutent directement. Compte tenu de l'écart de prix prononcé, un déménagement de quelques kilomètres à peine peut se traduire par des économies considérables sur les frais de logement. Pour preuve, les loyers d'un logement neuf de quatre pièces à Schlieren, Winterthur ou Ittigen sont inférieurs de plus de 20% à ceux de Zurich ou de Berne. L'écart de prix est encore plus significatif pour la propriété du logement: le prix d'un appartement en propriété neuf de quatre pièces dans les banlieues genevoises de Vernier, Thônex ou Meyrin se situe par exemple 30 à 33% en deçà du niveau de prix dans la cité de Calvin. Quant aux écarts de prix entre Zurich et Schlieren ou Winterthur, ils sont encore plus marqués (resp. 36% et 40%). C'est seulement grâce à de telles économies que de nombreux ménages peuvent se permettre d'acheter un logement en propriété ou de louer un appartement plus grand, propice au télétravail.

Des changements de domicile plus fréquents...

Néanmoins, et en particulier pour une grande majorité des habitants de Zurich ou des deux grands centres de l'Arc lémanique, la propriété du logement devrait rester inabordable même dans les communes de l'agglomération, même si les prix y sont nettement plus bas (voir chap. Propriété du logement, page 14). Ce phénomène explique probablement en partie le fait que le bilan migratoire des centres se soit détérioré également vis-à-vis des régions périphériques et que les habitants des communes d'agglomération se soient eux aussi établis plus fréquemment dans des régions périurbaines ou rurales (fig. 4). Car comme le niveau des prix y est encore plus bas, le rêve de la propriété du logement peut y devenir une réalité, tandis qu'un logement locatif avec une pièce supplémentaire et/ou une surface extérieure plus grande y devient abordable. Avec ces réévaluations de la situation en matière de logement, les déménagements à l'intérieur du pays ont progressé de 3,8% en 2020 par rapport à la moyenne des années 2015 à 2019 (fig. 6). En chiffres absolus, ce sont donc près de 20 000 ménages de plus qui se sont installés dans une autre commune suisse en 2020.

Fig. 5: La périphérie séduit avec ses logements moins chers

Destinations préférées des personnes quittant les grands centres (nbre de départs)

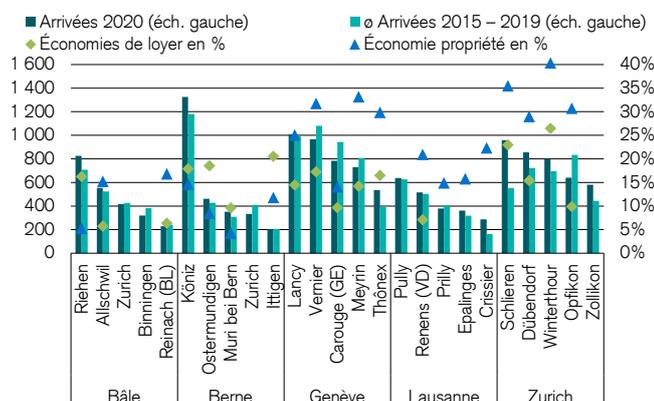
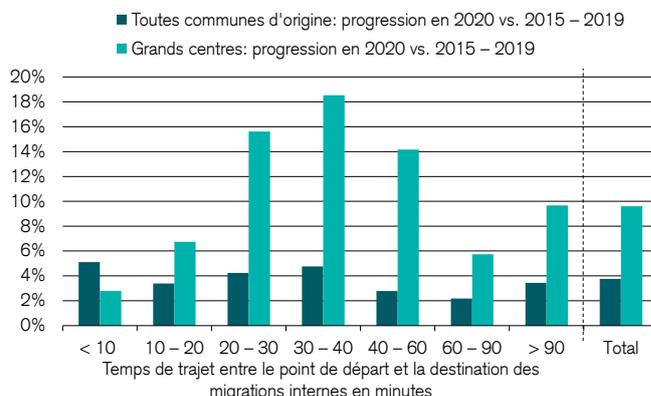


Fig. 6: Plus de déménagements, surtout depuis les grands centres

Augmentation des mouvements migratoires entre communes, par temps de trajet entre origine et destination, en minutes



Source: Office fédéral de la statistique, Wüest Partner, Credit Suisse
Dernières données: T3 2021

Source: Office fédéral de la statistique, HERE, Credit Suisse
Dernières données: 2020

... mais les distances des déménagements n'augmentent pas

Ces dernières années, la distance moyenne ou le temps de trajet entre le lieu d'origine et le lieu de destination des ménages qui ont déménagé est resté très stable, avec environ 27 minutes/31 kilomètres. Les départs ont tout particulièrement progressé dans les grands centres (+9,6%, fig. 6) – mais là aussi sans que les distances moyennes des déménagements n'augmentent, puisque dans la majorité des cas, ceux-ci restent dans un rayon de 20 minutes de trajet. Néanmoins, 28% des ménages qui ont quitté un grand centre en 2020 ont déménagé à plus de 30 minutes de leur ancien domicile, et même, pour la moitié d'entre eux, à plus de 60 minutes.

Des options supplémentaires avec le travail mobile

Pour ce genre de déménagements au-delà des frontières de cantons ou même de grandes régions, les écarts en matière de coût du logement et de la vie selon les emplacements ne suffisent pas à tout expliquer. La séparation moins prononcée entre logement et travail offre aux ménages des options supplémentaires pour optimiser leur domicile en fonction de leurs préférences. La littérature sur le comportement des ménages en matière de migration nous apprend notamment que les déménagements en périphérie sont plus probables lorsqu'il existe déjà un lien avec cette région – par exemple si une personne a grandi dans cette région.³ De même, reprendre la maison des parents peut soudain devenir une option si la distance importante entre domicile et lieu de travail ne doit plus être parcourue chaque jour.

En périphérie aussi, l'emplacement est important

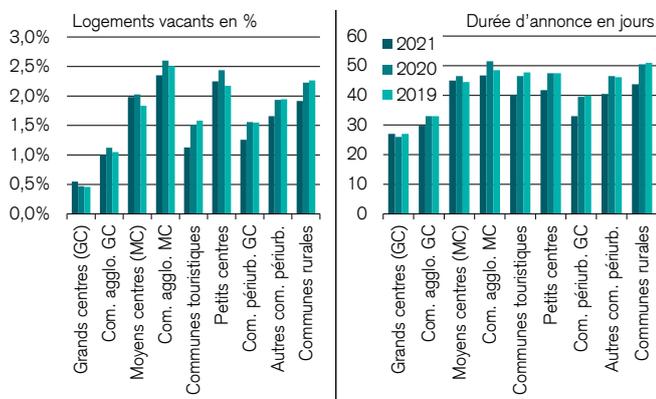
La marge de manœuvre élargie des ménages dans le choix de leur domicile est synonyme de nouvelles opportunités pour les régions rurales et touristiques. Ces dernières années, nombre de ces régions avaient rejoint le camp des perdants de la tendance à l'urbanisation. Entre 2010 et 2019, la population a en effet diminué en moyenne annuelle dans la moitié des communes touristiques et 35% des communes rurales. En 2020, ces pourcentages étaient passés à 31% et 32%. Les communes qui ont enregistré le plus d'arrivées sont celles qui proposent une accessibilité comparativement bonne et/ou une charge fiscale modérée. Parmi les 10% des communes rurales et touristiques à la plus forte immigration nette en provenance d'autres régions figurent par exemple Egerkingen (SO), Brigue-Glis (VS), Muri (AG), Stansstad (NW), Schmerikon (SG), Estavayer (FR) ou Leysin (VD).

De nouvelles opportunités pour les régions périphériques et touristiques

Bien que les régions n'aient pratiquement pas la possibilité d'influer sur leur accessibilité et ne peuvent agir sur leur charge fiscale que de façon limitée, les régions périphériques et touristiques disposent tout de même d'une certaine marge de manœuvre pour gagner en attractivité auprès des nouveaux arrivants. Les instruments stratégiques de la politique de localisation des régions périphériques incluent notamment un discours ciblé à destination des personnes revenant au pays. De nombreuses initiatives régionales, parfois d'origine privée, visent en outre à créer de bonnes conditions pour pouvoir travailler de partout. Citons par exemple les nombreux espaces de coworking créés ces dernières années, y compris dans les régions périphériques et alpines. Ce genre d'initiatives peut augmenter l'attractivité de ces destinations, par exemple pour une clientèle jeune et urbaine d'actifs mobiles qui apprécie les sports de montagne.

Fig. 7: Déplacement géographique de la demande de logements

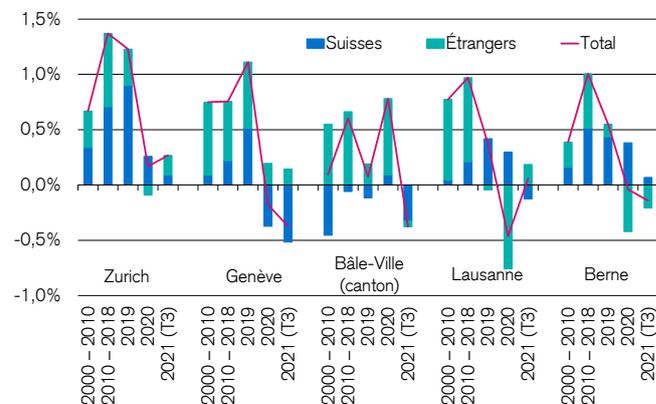
Taux de vacance (tous logements) et durée d'annonce (logements locatifs)



Source: Office fédéral de la statistique, Meta-Sys, Credit Suisse
Dernières données: T4 2021

Fig. 8: Dynamique démographique des grands centres toujours faible

Croissance de la population résidante dans les grands centres, annualisée



Source: Organes statistiques officiels, Credit Suisse
Dernières données: T3 2021

³ Voir Zäch, C., Schulz, T., Waltert, F. et Pütz, M. (2015): Landscape and Amenity Migration: Die Rolle von Landschaft für Wanderungsbewegungen in den ländlichen Raum der Schweiz. Rapport WSL 22: Institut fédéral de recherches WSL, Birmensdorf.

Ville et campagne se rapprochent un peu

Sur le marché immobilier, le fossé entre ville et campagne se rétrécit légèrement

Les premières conséquences de l'évolution des décisions en matière de logement des ménages suite à la pandémie s'observent déjà sur le marché immobilier. Ainsi, l'amélioration du bilan migratoire, associée à une baisse de l'activité de construction, s'est traduite par un recul du taux de vacance en dehors des grands centres et une forte diminution des durées d'annonce, en particulier dans les régions périurbaines, rurales et touristiques (fig. 7). Ces phénomènes sont abordés en détail dans les chapitres consacrés à la propriété du logement (page 12 ss.) et aux logements locatifs (page 26 ss.). Globalement, il apparaît que sur les marchés du logement, le fossé ville-campagne s'est quelque peu comblé suite à la pandémie. Nous tablons donc sur une tendance à la baisse des primes de risque sur les rendements des immeubles situés en dehors des centres et de leurs agglomérations.

Un «pic urbain»?

La perte d'attractivité des centres lors de la première année de pandémie, évoquée plus haut, a également été une réalité en 2021. Les chiffres relatifs aux trois premiers trimestres de 2021 reflètent une dynamique démographique toujours faible, avec une population en recul dans trois des cinq grands centres (fig. 8). Par rapport à 2020, le bilan démographique des citoyens suisses s'est encore davantage dégradé dans les cinq villes. La pandémie sonne-t-elle ainsi le glas de la mégatendance à l'urbanisation? Les migrations internes loin des centres sont-elles le premier signe d'un exode urbain à long terme? Ces questions font de plus en plus l'objet de discussions, et pas seulement en Suisse. De fait, une enquête réalisée en octobre 2021 auprès des habitants de quinze métropoles du monde entier a révélé une volonté croissante des citoyens à tourner le dos à la grande ville.⁴ Près de 30% des personnes interrogées font part de ce souhait, soit nettement plus que lors de l'enquête précédente de mai 2020. À notre sens, il serait cependant prématuré de déduire de ces résultats la fin de la tendance à l'urbanisation. Les villes demeurent les centres névralgiques de la vie économique, sociale et culturelle. Et donc bien des personnes continueront à vouloir y vivre et profiter de leur offre diversifiée.

L'urbanisation freinée sur le long terme

L'urbanisation devrait donc se poursuivre – à un rythme toutefois réduit – grâce à l'immigration en provenance de l'étranger et à une forte hausse de la qualité de vie. S'il est difficile à l'heure actuelle de prédire dans quelle mesure les entreprises opteront à l'avenir pour le télétravail et des formes de travail flexibles, il semble clair qu'une évolution vers plus de sédentarité et moins de mobilité pendulaire devrait également avoir les faveurs du monde politique, car elle pourrait contribuer à réduire significativement l'empreinte écologique.⁵ L'augmentation du trafic pendulaire ces dernières années a démontré qu'en dépit de la tendance à l'urbanisation, il n'a pas été possible de concentrer les ménages autant que les postes de travail dans les centres. La croissance par la densification s'est certes transformée en leitmotiv de l'aménagement du territoire, mais elle a fait face à des résistances considérables lors de sa mise en pratique. Par conséquent, l'offre de logements dans les grands centres a eu du mal à suivre le rythme de la demande. La décentralisation du travail pourrait donc bien être l'alternative la plus viable pour réduire le trafic et donc les émissions de CO₂. Selon les statistiques globales de l'Office fédéral de l'énergie, la part des transports dans la consommation totale d'énergie a baissé durant la première année de pandémie, passant de 37,6% en 2019 à 32,8% en 2020. Ultime argument, la décentralisation répond mieux aux préférences hétérogènes des ménages en matière de lieu de résidence.

⁴ Gensler Research Institute: City pulse survey 2021.

⁵ Voir également Schneeberger, P. et Van Wezemael, J. (2021): Dezentralisierung: Wie uns Corona sesshafter macht und was das für unsere Lebensräume bedeutet. Éditions Hochparterre, Zurich.

Une pièce pour le télétravail

La plupart des propriétaires ont au moins une pièce supplémentaire à disposition pour le télétravail. Aussi la demande n'a-t-elle guère changé en termes de nombre de pièces.

Un bureau séparé, de plus en plus demandé

Avec la pandémie, les besoins en matière de logement ont évolué: le télétravail, désormais établi, va continuer de faire partie de la vie professionnelle. Le domicile retrouve ainsi, du moins en partie, sa fonction de lieu de travail, comme c'était très souvent le cas en Europe à l'ère préindustrielle. Si, au début de la pandémie, la table de la cuisine ou du salon était souvent utilisée pour travailler, un bureau séparé devrait davantage peser à l'avenir dans la recherche d'un logement.

En général, les propriétaires ont déjà une pièce supplémentaire dans leur logement

Les propriétaires profitent de bonnes conditions pour toujours plus travailler depuis chez eux: ainsi, 76% des ménages vivant dans un appartement en propriété et 86% des ménages vivant dans une maison individuelle disposent d'au moins une pièce supplémentaire (fig. 9). C'est ce que révèle l'analyse des ménages exerçant une activité lucrative de deux personnes et plus, suivant le nombre de pièces supplémentaires en plus de la chambre à coucher et du salon. En revanche, seuls 59% des ménages en location comptent au moins une pièce supplémentaire.

Peu de déplacements de la demande par rapport au nombre de pièces

De grands logements avec des pièces supplémentaires étaient donc demandés avant même le début de la pandémie. De fait, une analyse des abonnements de recherche entre 2019 et 2021 ne montre que peu de déplacements de la demande (fig. 10). Les parts plus importantes d'abonnements de recherche pour des petits logements par rapport au parc existant s'expliquent par des déménagements plus fréquents dans cette catégorie. Notons en outre que c'est toujours la taille minimale du logement qui est indiquée. Celle-ci représente le minimum envisageable pour bien des personnes en quête d'un logement, mais une pièce supplémentaire est souvent souhaitée.

Nouvelles constructions: accent sur les trois et quatre pièces

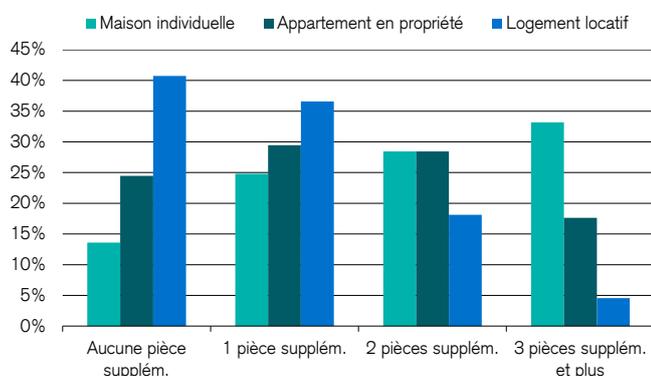
Ces dernières années, de plus en plus de petits logements ont été construits. Depuis 2016, la part des appartements en propriété de cinq et surtout de six pièces a nettement diminué (fig. 10). La forte augmentation de l'activité de construction de logements de trois pièces devrait avoir pour cible l'habitat des seniors, tout en répondant à la demande des investisseurs privés, qui achètent volontiers de tels biens pour les louer.

Demande excédentaire de nouveaux biens de grande taille

Dans une certaine mesure, le déplacement de l'activité de construction loin des grands biens en propriété est en contradiction avec une demande pratiquement inchangée. La pièce supplémentaire gagnant en importance, elle devrait rendre les grands logements plus attrayants et devrait être prise en compte lors de la planification de nouveaux appartements en propriété.

Fig. 9: La majorité des propriétaires disposent d'un bureau

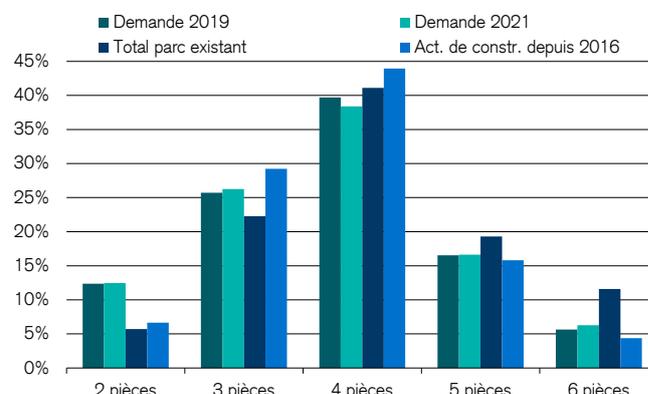
Situation en matière de logement des ménages exerçant une activité lucrative de deux personnes et plus



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique
Dernières données: 2019

Fig. 10: Toujours plus de constructions neuves de petite taille

Répartition des abonnements de recherche, du parc existant et de l'activité de construction, appartements en propriété, par nombre de pièces



Source: Realmatch360, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse
Dernières données: 11/2021

La propriété, un bien de luxe

La propriété du logement reste très en vogue. Mais si l'achat demeure plus avantageux que la location, l'acquisition d'un logement en propriété est chaque année un peu plus inaccessible pour un nombre croissant de ménages en raison de la forte hausse des prix.

La propriété du logement, toujours très prisée

Le rêve d'accéder à la propriété reste très répandu. Pour preuve, entre fin 2019 et fin 2021, le nombre d'abonnements de recherche a augmenté de 16% pour les appartements en propriété et de 18% pour les maisons individuelles (fig. 11). En 2021, cette croissance a certes été atone (appartements: +2%; maisons: +0%) et, au deuxième semestre, les deux segments ont enregistré un recul. Reste toutefois que la demande semble se stabiliser durablement à un niveau bien plus élevé qu'avant la pandémie.

Les appartements de taille moyenne et les grandes maisons, les plus demandés

Du côté des appartements, c'est l'intérêt pour les biens de moyenne et grande taille qui a le plus progressé (fig. 11), celui pour les petits logements diminuant proportionnellement. Et pour les maisons individuelles, les grands objets sont nettement plus souvent recherchés (indice de la demande: +43% depuis la fin 2019). Alors que la demande a reculé ces derniers mois pour les maisons de moyenne et petite taille, ce n'a pratiquement pas été le cas pour les grands objets.

Le télétravail dope la demande de propriété

La pandémie de COVID-19 et ses conséquences tirent vers le haut le fort désir d'accès à la propriété: d'une part, l'importance croissante d'un logement de bonne qualité a augmenté le désir de devenir propriétaire et, d'autre part, la généralisation du télétravail permet à de nombreux ménages d'étendre leur périmètre de recherche à des régions périphériques moins chères – et donc de recommencer à rêver de devenir propriétaires.

Principaux moteurs: les intérêts hypothécaires bas et les taux négatifs

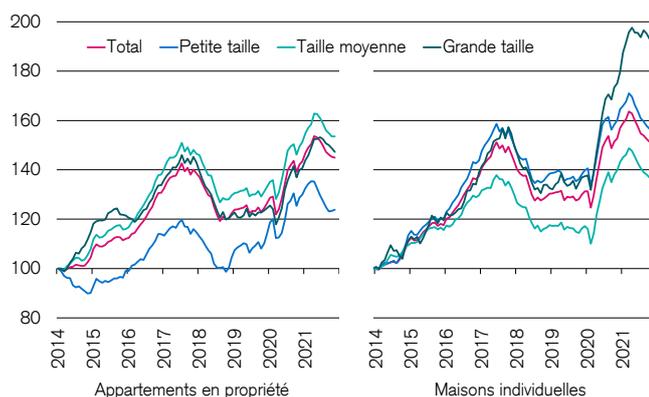
Cela étant, les intérêts hypothécaires très bas restent le principal moteur. Si le niveau des taux d'intérêt pour de nouvelles hypothèques était légèrement plus élevé en 2021 qu'en 2020, il n'est actuellement qu'un peu supérieur aux planchers historiques. Pour les propriétaires ayant des hypothèques en cours, les charges d'intérêts ont par contre encore diminué: les coûts annuels effectifs des intérêts hypothécaires ont cédé 4,8% en 2021, se situant en moyenne à un plus bas de 4452 CHF par ménage (fig. 12). La pression des taux négatifs a été un autre moteur de la demande en 2021, les banques appliquant de plus en plus souvent des intérêts négatifs sur les liquidités élevées.

Financièrement, être propriétaire est plus intéressant qu'être locataire

Les intérêts hypothécaires demeurant faibles, la propriété reste financièrement plus intéressante que la location. Pour étayer notre propos, nous comparons un appartement de quatre pièces et demie annoncé, avec un financement par des fonds étrangers de 80% et une hypothèque fix de cinq ans. Nous incluons également des frais d'entretien et d'autres coûts (fiscalité, coûts d'opportunité, risques), mais aussi de possibles revenus découlant de l'évolution du prix du terrain.

Fig. 11: La demande de propriété du logement reste élevée

Indices de la demande de propriété du logement; indice: février 2014 = 100

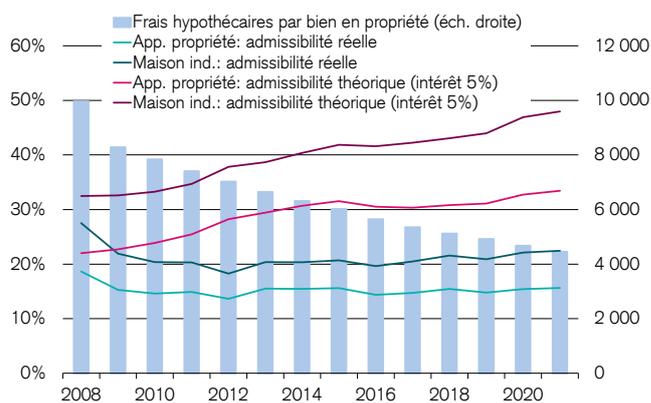


Source: Reamatch360

Dernières données: 12/2021

Fig. 12: Détérioration de l'admissibilité théorique

Charge grevant le revenu théorique et réelle en %, coûts hypothécaires en CHF



Source: Credit Suisse, Office fédéral du logement, BNS Dernières données: 2021

Le rabais de propriété encore à 12,2%

Le rabais de propriété s'établit actuellement à 12,2% en moyenne suisse. Mesurées à l'ensemble des dépenses annuelles pour la propriété du logement, les charges d'intérêts ne représentent pour l'heure que 39%. L'entretien vaut pour 44%, et les autres dépenses pour 17%. Ces derniers temps, les fortes hausses de prix ont petit à petit réduit le rabais de propriété. Début 2020, il s'élevait encore à 21,6%.

Les directives de financement, un (trop) grand obstacle

En dépit de ces charges financières réelles faibles, les obstacles à l'acquisition d'un logement s'amplifient. Si l'admissibilité est calculée avec un taux d'intérêt théorique de 5%, la charge théorique grevant le revenu pour un appartement en propriété neuf financé à 80% par des fonds étrangers représente désormais 33,4% du revenu moyen d'un ménage (année précédente: 32,7%), et même 48,0% pour une maison individuelle (année précédente: 46,9%). Avec respectivement 15,6% (appartements en propriété) et 22,4% (maisons individuelles), la charge réelle est nettement plus faible (fig. 12), mais en raison des directives de financement existantes, qui stipulent que la charge théorique ne doit pas dépasser un tiers du revenu, la propriété du logement s'éloigne chaque année un peu plus pour un nombre croissant de ménages.

De moins en moins de biens sont accessibles

En conséquence, la part des logements en propriété annoncés accessibles à un ménage disposant d'un revenu moyen de 134 000 CHF est passée en un an de 34% à 31% de tous les biens. C'est surtout dans les régions proches des centres que l'offre accessible a clairement chuté (fig. 13). Récemment, elle a également reculé en dehors des emplacements centraux.

L'attention se porte sur les sites décentralisés

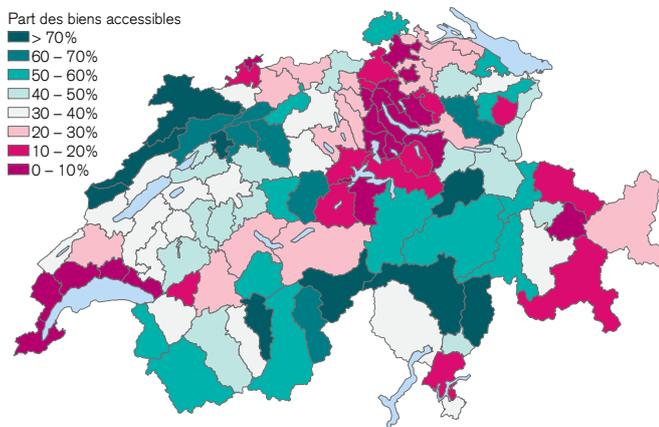
De plus en plus souvent, il faut opter pour une région moins chère pour pouvoir concrétiser le rêve de devenir propriétaire. La hausse du télétravail favorise cette transition des emplacements centraux vers des sites périphériques. Depuis quelques années déjà, la demande de propriété du logement gagne en importance dans les agglomérations des centres moyens et en périphérie. Depuis le début de la pandémie, cette tendance s'est encore renforcée (fig. 14). Tandis que le nombre d'abonnements de recherche pour des appartements en propriété a perdu 2% en l'espace d'un an dans les agglomérations des grands centres, il a gagné 9% dans les agglomérations des centres moyens et dans la périphérie.

2022: pas de changements

La demande va peu évoluer en 2022. En dépit d'une inflation légèrement plus élevée, notre scénario principal est celui d'une Banque nationale suisse qui laissera ses taux directeurs inchangés au moins jusqu'à fin 2022. Les intérêts hypothécaires resteront donc à un niveau très bas et les conditions-cadres financières pour l'acquisition d'un logement en propriété demeureront attractives. Dans le sillage d'une nouvelle hausse des prix de l'immobilier, le nombre de ménages susceptibles d'accéder à la propriété du logement diminuera à nouveau. En conséquence, la demande effective sera, cette année encore, plus faible que ne le suggèrent les abonnements de recherche.

Fig. 13: L'accessibilité devient un problème dans toujours plus de régions

Part de biens annoncés (maisons indiv. et app. en propriété) de quatre pièces et plus accessibles pour des ménages disposant d'un revenu (moyen) de 134 000 CHF

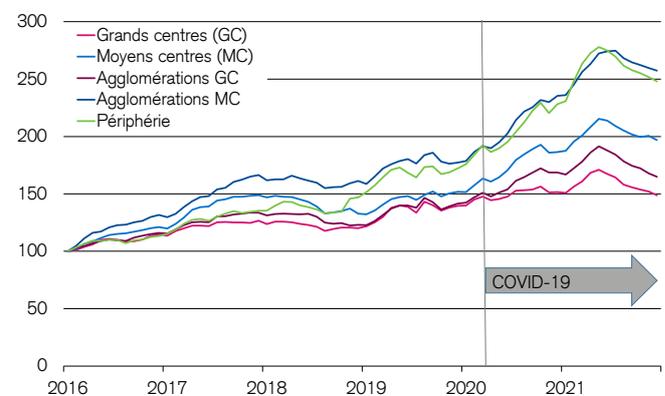


Source: Credit Suisse, Meta-Sys AG, Geostat

Dernières données: T4 2021

Fig. 14: Les emplacements périphériques de plus en plus demandés

Évolution du nombre d'abonnements de recherche pour des appartements en propriété, indice janvier 2016 = 100



Source: Reamatch360

Dernières données: 12/2021

Faible activité de construction

Les nouvelles constructions de logements en propriété restent sur la pente descendante. Cette année encore, le nombre de nouveaux appartements en propriété devrait baisser. La tendance est en revanche à la hausse pour les maisons individuelles.

Nouvelles constructions: 40% de moins qu'il y a dix ans

En recul de 40% depuis 2011, les nouvelles constructions de logements en propriété ont perdu de leur superbe. Selon nos estimations, 12 500 nouveaux appartements en propriété et 6250 nouvelles maisons individuelles sont arrivés sur le marché l'an dernier. L'expansion représentait encore 1,1% du parc immobilier existant pour les appartements en propriété, et 0,6% seulement pour les maisons individuelles. Les personnes désireuses d'accéder à la propriété se focalisent donc de plus en plus sur les biens existants, lesquels ont d'ailleurs représenté 80% de toutes les transactions en 2021.

Construction d'appartements en propriété: recul toujours à l'ordre du jour

Le recul de la construction d'appartements en propriété devrait s'accélérer cette année. En l'espace d'un an, le nombre de permis délivrés pour de nouvelles constructions a diminué de 12,7% (fig. 15). Les demandes de permis de construire ayant elles aussi cédé 2,4%, la tendance à la baisse va se poursuivre. Jusqu'ici, la construction d'appartements en propriété n'a donc pas tiré parti de la réduction du nombre de projets sur le segment des logements locatifs.

Renversement de tendance dans la construction de maisons individuelles

En revanche, dans la construction de nouvelles maisons individuelles, la tendance s'est inversée. En l'espace d'un an, les permis de construire ont progressé de 7,1% (fig. 15). Quant aux demandes de permis de construire (+11,4%), elles laissent présager une accélération de la croissance. En chiffres absolus toutefois, la hausse de la production de maisons individuelles ne compense pas le repli des appartements en propriété.

Pas de transfert vers la périphérie

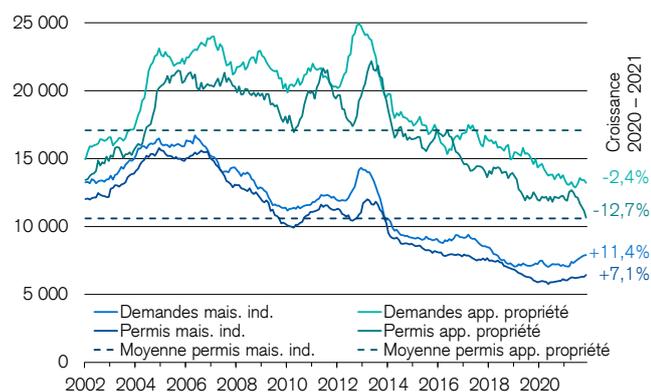
L'intérêt plus marqué des demandeurs pour la périphérie ne se reflète pas encore dans l'activité de nouvelles constructions. En 2021, 54% des appartements en propriété autorisés se trouvaient dans des communes à l'extérieur des grands et moyens centres et de leurs agglomérations, un pourcentage inférieur à celui de 2019 (64%). Pour les maisons individuelles, la situation est similaire: 76% des nouvelles constructions se situent dans de telles communes, mais leur part était là aussi plus élevée auparavant (jusqu'à 81%).

Le nord-est de la Suisse affiche l'expansion la plus prononcée

Nous tablons cette année sur une augmentation de l'activité de construction de logements en propriété dans 41 des 110 régions suisses, surtout dans certaines régions de Suisse orientale ainsi que dans les cantons de Zurich, Lucerne et Vaud (fig. 16). La plus forte activité de construction devrait s'observer dans la région de Nyon (+2,0%) et l'Entlebuch (+1,8%). À l'inverse, dans plus de la moitié des régions, la construction attendue par rapport au parc existant est inférieure à 0,75%.

Fig. 15: La planification de maisons individuelles repart à la hausse

Permis de construire demandés et octroyés, en nombre d'unités de logement, somme mobile sur 12 mois

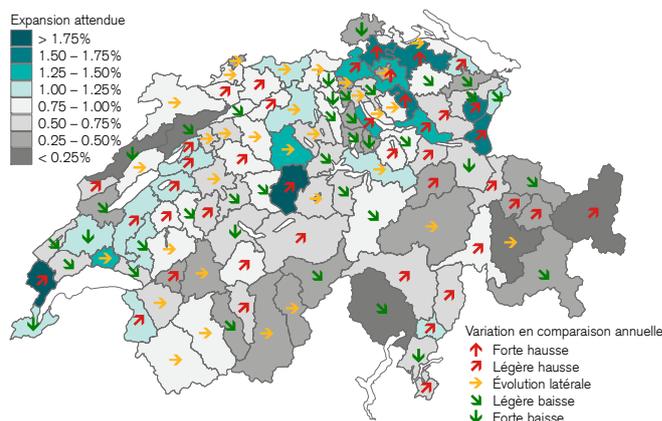


Source: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 11/2021

Fig. 16: Activité de construction surtout dans le Mittelland

Expansion attendue de la propriété du logement en 2022, en % du parc existant



Source: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Dernières données: 10/2021

La pénurie fait monter les prix

En 2022, la demande robuste sera à nouveau confrontée à une offre trop faible, voire encore en baisse. À notre sens, les prix continueront à augmenter et les surfaces vacantes à reculer.

La demande excédentaire va persister en 2022

Bien que les exigences strictes en matière de financement limitent toujours plus le nombre de ménages à même d'encore accéder à la propriété, la demande réelle dépasse largement l'offre limitée. Compte tenu de l'évolution attendue du côté de l'offre et de la demande, cette situation ne devrait pas changer de sitôt.

Le taux d'offre en repli de plus d'un tiers

Du fait de son dynamisme, la demande a récemment significativement réduit l'offre disponible sur le marché. Depuis fin 2019, le taux d'offre est passé de 2,2% à 1,6% pour les appartements en propriété et de 2,4% à 1,4% pour les maisons individuelles (fig. 17). La baisse a été presque généralisée (107 des 110 régions suisses). De fait, seules 17 régions affichent un taux d'offre supérieur à 2,0% – et notamment tout le Tessin, une grande partie du Valais et certaines régions des cantons de Vaud et de Fribourg. En Suisse alémanique par contre, le taux d'offre est presque partout inférieur à 1,0%.

Certains effets spéciaux aggravent la pénurie

Le recul marqué des biens proposés pourrait s'expliquer, d'une part, par des propriétaires qui, face à la forte hausse des prix, attendent avant de vendre et, d'autre part, par des propriétaires plus âgés qui repoussent le plus longtemps possible leur entrée dans un home ou un établissement médico-social en raison de la pandémie; en conséquence, moins d'objets sont proposés. En 2020, par exemple, les homes et EMS ont enregistré 7000 admissions de moins.

La commercialisation n'est que légèrement plus aisée

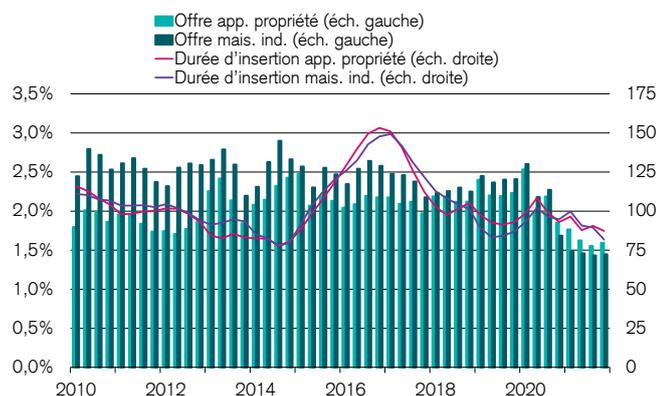
La durée d'insertion, elle, n'a que peu baissé. Les appartements en propriété sont annoncés 87 jours en moyenne, et les maisons individuelles 82 jours. Ce faible recul de la durée de commercialisation peut surprendre, au vu de l'offre en forte baisse. Mais la vente d'un logement en propriété ne se fait pas du jour au lendemain. Bien des propriétaires ne vendent pas au premier venu, d'autant qu'ils peuvent obtenir un meilleur prix si plusieurs acheteurs sont intéressés.

Les surfaces vacantes appelées à reculer à nouveau en 2022

L'offre toujours plus rare se traduit par une diminution des surfaces vacantes. En l'espace d'un an, le taux de vacance des appartements en propriété est passé de 0,55% à 0,48%, et celui des maisons individuelles de 0,61% à 0,49%. En chiffres absolus, les surfaces vacantes ont diminué de 770 appartements en propriété et 1152 maisons individuelles par rapport à l'année précédente (fig. 18). Tant en pourcentages qu'en valeurs absolues, il s'agit du repli des surfaces vacantes le plus marqué depuis le début de la série de données en 2003. Elles devraient continuer à reculer en 2022. Cela étant, comme elles sont déjà très réduites, le potentiel de nouvelles baisses aussi prononcées est limité.

Fig. 17: Recul marqué des biens proposés

Biens existants, taux d'offre en % du parc, durée d'insertion en nombre de jours

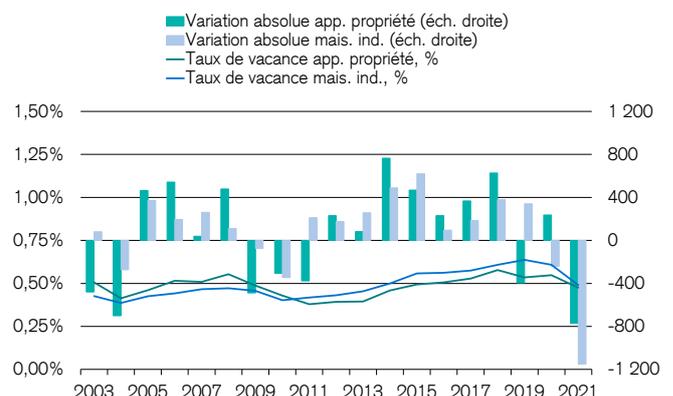


Source: Meta-Sys, Credit Suisse

Dernières données: T4 2021

Fig. 18: Forte baisse des surfaces vacantes, déjà très réduites

Taux de vacance en % (éch. gauche) et variation absolue du nombre de logements vides (éch. droite)



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

Surfaces vacantes: des niveaux bas généralisés

Dans 54 des 110 régions suisses, les surfaces vacantes se sont inscrites en net recul par rapport à l'année précédente (fig. 19). Seules six régions (Aigle, Pays d'Enhaut, Conches, Sierre, Martigny et Jura) affichent un taux de vacance supérieur à 1,0%. Et nulle part le pourcentage ne dépasse 1,84%. Les surfaces vacantes ont également pu être nettement réduites dans la majorité des régions touristiques, le marché des résidences secondaires ayant retrouvé des couleurs (page 19 ss. et page 22 ss.).

Des hausses de prix incroyablement fortes en 2021

La rareté de l'offre tire clairement les prix vers le haut. En l'espace d'un an, les prix des appartements du segment de prix moyens ont grimpé de 6,7% (fig. 20) et ceux des maisons individuelles de 8,3%. Dans les deux cas, la hausse actuelle est bien supérieure à la moyenne à long terme (appartements: 3,8%; maisons: 3,3%). Nous observons à l'heure actuelle des taux de croissance de plus de 2,2% dans toutes les régions. Et si les exigences réglementaires strictes en matière de financement ne venaient pas freiner la croissance des prix, celle-ci serait probablement encore plus élevée.

La croissance marquée des prix devrait perdurer en 2022

La demande excédentaire persistante va à nouveau faire augmenter les prix cette année. Cela dit, compte tenu de la forte croissance de l'an dernier et de la réglementation stricte, l'appréciation des prix devrait s'essouffler quelque peu. Nous tablons ainsi sur une hausse de 5,0% pour les appartements en propriété et de 5,5% pour les maisons individuelles.

Les procédures d'appel d'offres contribuent à la croissance des prix

La croissance des prix est également impactée par le nombre en hausse des procédures d'appel d'offres, dans le cadre desquelles un bien est annoncé avec une offre minimale. Les personnes intéressées peuvent alors renchérir sur un ou deux tours. Sur un marché caractérisé par une demande excédentaire, la disposition à payer la plus élevée peut ainsi être exploitée. Il y a quelques années encore, ce type de procédure n'était que rarement utilisé en Suisse.

La procédure d'appel d'offres, toujours plus répandue

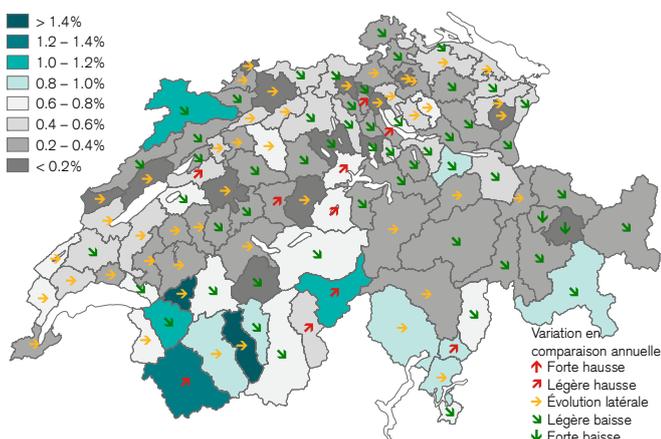
La demande excédentaire ayant progressé avec la pandémie, la procédure a récemment clairement gagné en importance. Selon nos estimations, dans toujours plus de régions, entre un dixième et un tiers de tous les biens existants (parfois beaucoup plus) sont vendus de cette manière. Le procédé est également de plus en plus utilisé pour les nouvelles constructions. La fréquence d'utilisation de la procédure d'appel d'offres varie fortement d'une région à l'autre et d'un courtier à l'autre. La procédure en elle-même présente aussi des différences: si elle est souvent bien structurée et mentionnée dès l'annonce ou au plus tard lors du premier contact, il peut aussi arriver que les personnes intéressées ne soient informées de la procédure que lors de la visite du bien. Mais même sans procédure d'appel d'offres formelle, les vendeurs peuvent fréquemment obtenir un prix plus élevé pour leurs biens, les personnes intéressées faisant spontanément des offres plus élevées même pour les biens annoncés à prix fixe, rareté de l'offre oblige.

Les déséquilibres en hausse

Les fortes hausses de prix ont accentué le déséquilibre entre évolution des revenus et évolution des prix. Le phénomène devrait se poursuivre, raison pour laquelle les appels à des mesures supplémentaires de régulation devraient se faire plus pressants. Ces mesures freineraient certes la progression des prix, mais seules plusieurs hausses successives des taux directeurs par la Banque nationale suisse devraient sensiblement calmer la demande et mettre fin à la croissance des prix.

Fig. 19: Des surfaces vacantes très basses presque partout

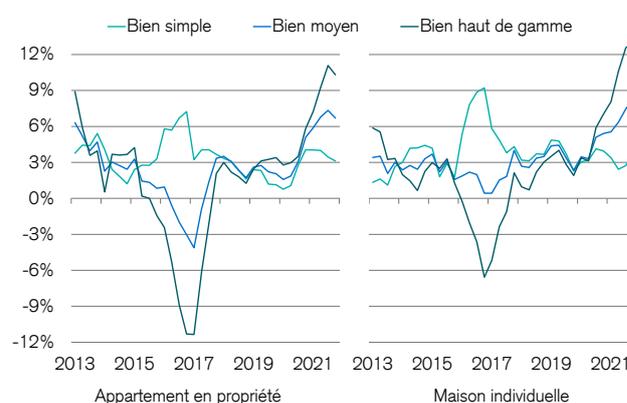
Surfaces vacantes par région (appartements et maisons individuelles), en % du parc



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

Fig. 20: Forte hausse des prix des biens moyen et haut de gamme

Taux de croissance annuels par segment de prix

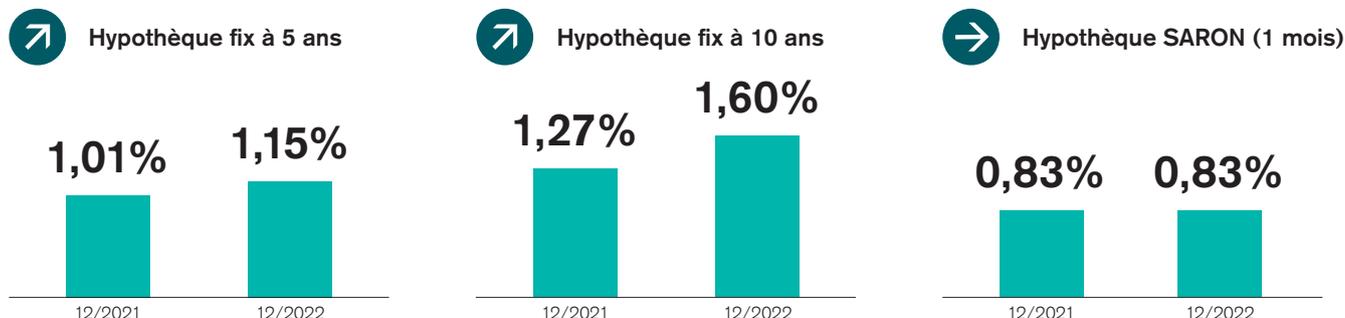


Source: Wüest Partner

Dernières données: T4 2021

La propriété a la cote

Taux hypothécaires (moyenne du marché)



→ Demande

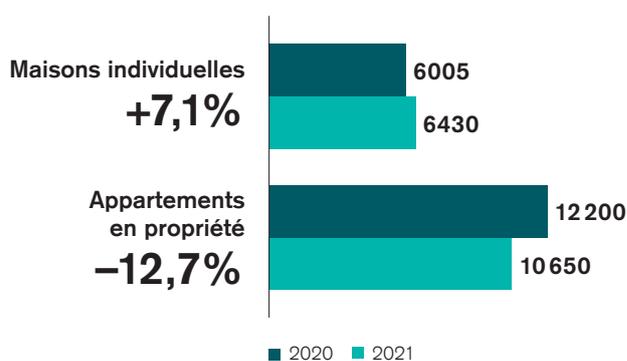


- Le télétravail dope la demande de logements en propriété
- Les intérêts toujours très bas restent le moteur principal
- Les exigences strictes en matière de financement sont un frein

2022: demande toujours élevée

↘ Offre

Permis de construire, en nombre de logements

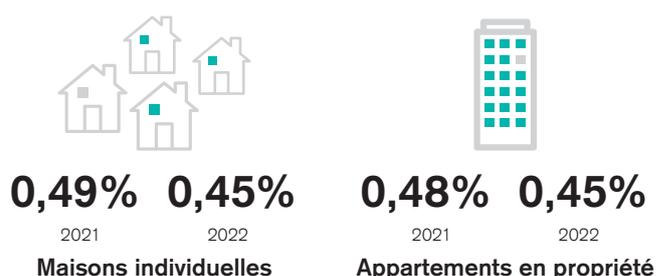


2022: la construction de logements neufs, en baisse constante

↘ Surfaces vacantes

- La demande élevée s'oppose à une offre trop faible, qui continue de baisser
- L'excédent de la demande augmente

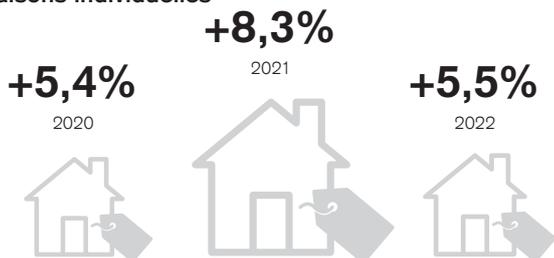
2022: les surfaces vacantes à nouveau en léger recul



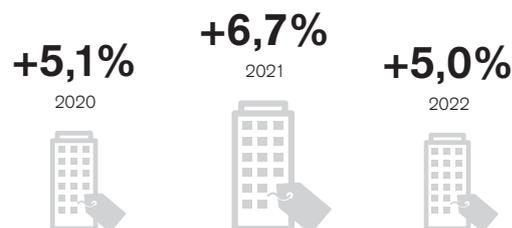
↘ Croissance des prix

Croissance des prix de transaction, en %

Maisons individuelles



Appartements en propriété



2022: croissance des prix toujours élevée, mais moins que l'année précédente

Un retour en force

La pandémie a réveillé le marché des résidences secondaires. Après des années de stagnation ou de recul, les prix semblent fortement repartir à la hausse, à la faveur d'une augmentation marquée de la demande depuis le début de la crise du coronavirus et d'une offre en nette baisse – conséquence tardive de l'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires.

Montée en flèche des prix des résidences secondaires

Pendant des années, les prix des résidences secondaires ont stagné ou même reculé. La pandémie semble à présent affecter d'importants facteurs d'influence du marché des logements de vacances, si bien que les prix des résidences secondaires en Suisse augmentent à nouveau sensiblement depuis quelques trimestres (fig. 21). Au quatrième trimestre 2021, les prix des appartements en propriété utilisés comme résidences secondaires dans les communes touristiques ont progressé de 12,8% en comparaison annuelle, et ceux des maisons individuelles de 18,4%. La dynamique des prix est donc actuellement bien plus soutenue pour les résidences secondaires que pour les résidences principales. Celles-ci affichent également des hausses de prix significatives dans toute la Suisse (+6,7% pour les appartements en propriété, +8,3% pour les maisons individuelles), nettement inférieures toutefois à celles des logements de vacances.

Effet de rattrapage

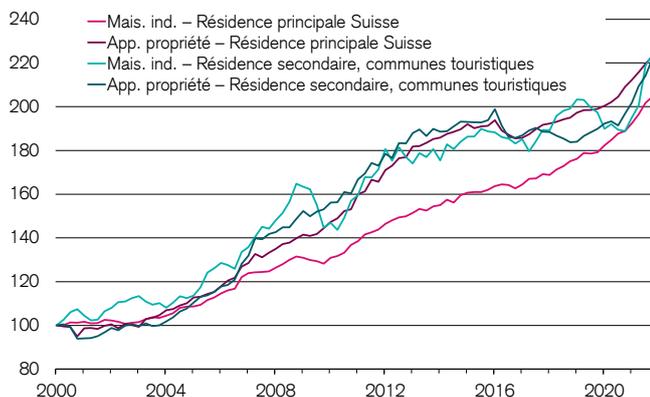
Outre une meilleure situation de marché (que nous examinerons en détail ci-après), la dynamique actuelle des prix élevés des résidences secondaires s'explique, du moins en partie, par un effet de rattrapage. Depuis l'adoption de l'initiative sur les résidences secondaires en 2012, les prix dans ce segment immobilier sont clairement restés à la traîne de ceux de la propriété à l'échelle nationale. Une analyse à long terme de la croissance des prix depuis l'an 2000 révèle toutefois que les prix des résidences secondaires ont récemment refait leur retard et que leur croissance cumulée est aussi élevée que celle des appartements en propriété en moyenne suisse (fig. 21).

Les prix augmentent dans toutes les grandes régions sous revue

Le nombre limité de transactions ne permet pas de tirer des conclusions sur l'évolution des prix des résidences secondaires dans les différentes régions économiques. Certaines observations peuvent cependant être faites, du moins pour les grandes régions touristiques alpines. Les prix des résidences secondaires ont sensiblement augmenté dans toutes les régions sous revue (fig. 22). En comparaison annuelle, la croissance des prix oscille au quatrième trimestre 2021 entre 10% (Suisse centrale) et 14,6% (Grisons) pour les appartements en propriété, et entre 13,4% (Grisons) et 22,1% (Suisse centrale) pour les maisons individuelles. Nous ne sommes pas en mesure de faire le même genre de déclarations pour d'autres régions comptant de nombreuses résidences secondaires, comme le Tessin ou le canton de Vaud.

Fig. 21: Forte augmentation des prix des résidences secondaires

Indices des prix des appartements en propriété et des maisons individuelles, bien moyen

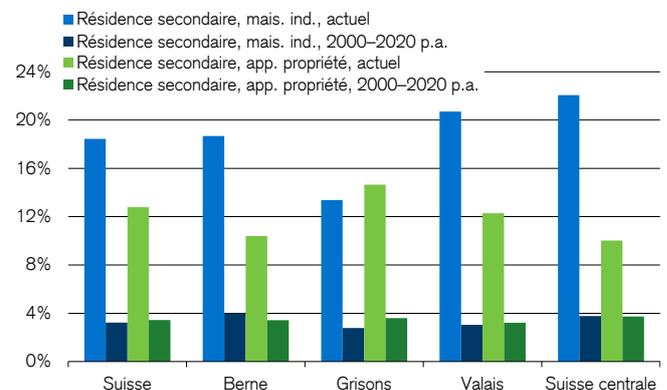


Source: Wüest Partner

Dernières données: T4 2021

Fig. 22: Évolution marquée des prix dans toutes les grandes régions sous revue

Taux de croissance annuels dans les grandes régions alpines, bien moyen



Source: Wüest Partner

Dernières données: T4 2021

Nette augmentation de la demande de résidences secondaires

La croissance actuelle des prix découle de la hausse sensible de la demande de logements de vacances. Une analyse des abonnements de recherche sur les différentes plateformes en ligne met en évidence des informations intéressantes. Certes, il n'est pas possible de déterminer si les personnes recherchent une résidence principale ou secondaire, mais dans les régions essentiellement touristiques, les résidences secondaires dominent le marché de la propriété du logement. Aussi l'évolution des abonnements de recherche dans ces régions peut-elle fournir des indications précieuses sur l'évolution de la demande de résidences secondaires.

Hausse marquée des abonnements de recherche dans les régions touristiques

En Haute-Engadine, les recherches d'appartements en propriété sont actuellement 88% plus fréquentes qu'en janvier 2020 (fig. 23). La situation est par exemple similaire dans le district de Surselva (Laax, Flims) avec une hausse de 48% ou dans le centre des Grisons («Mittelbünden», Lenzerheide) avec une augmentation de 38%. La recherche s'est accentuée de manière similaire dans les régions touristiques des cantons de Berne (p. ex. Oberland-Est: +54%) et du Valais (p. ex. région de Viège avec Saas-Fee et Zermatt: +69%). Certes, toute la Suisse est le théâtre d'une forte augmentation des abonnements de recherche pour des appartements en propriété. Toutefois, celle-ci est moins prononcée en moyenne nationale (+15%) que dans les régions touristiques classiques. Notons encore qu'en 2021, le nombre d'abonnements de recherche a à nouveau un peu reculé dans de nombreuses régions touristiques et en moyenne nationale. Il reste cependant à un niveau très élevé.

COVID-19: l'un des moteurs de la demande

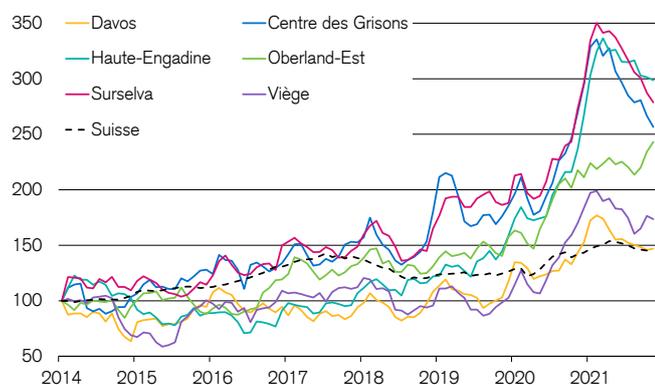
La pandémie est une cause importante de la forte demande de logements de vacances. Ces deux dernières années, un nombre record de citoyens suisses est resté passer ses vacances dans le pays, (re)découvrant le charme de nos destinations touristiques. Le phénomène a probablement incité certaines personnes à faire l'acquisition de leur propre logement de vacances. Un autre facteur doit être pris en compte: la percée des modèles de télétravail, tout à fait compatibles avec les résidences secondaires, puisque les petits week-ends ne sont plus la seule occasion de profiter d'une résidence secondaire. De ce fait, les logements de vacances ont fortement gagné en attractivité. Et comme les prix ont cessé de stagner, les résidences secondaires offrent également aux épargnants fortunés en quête de valeurs réelles solides une alternative de placement qui leur permet de diversifier leur patrimoine et de se soustraire à la pression croissante des taux négatifs.

L'offre de résidences secondaires en chute libre

La forte demande va de pair avec une offre réduite. Dans les communes touristiques, le nombre d'appartements en propriété et de maisons individuelles proposés sur les différentes plateformes au quatrième trimestre 2021 s'est replié de 42% par rapport à la moyenne de 2018/2019. Les reculs sont similaires pour les deux catégories. Même le taux d'offre (qui inclut tous les logements proposés à la vente ou à la location) a cédé du terrain dans les communes touristiques, passant d'un historique 4,5% au premier trimestre 2020 à 2,5% récemment (fig. 24). Sur la même période, le taux d'offre en moyenne nationale n'a baissé que de 4,4% à 3,5%. La situation est comparable pour l'évolution des surfaces vacantes, qui avaient atteint un record de 1,91% dans les communes touristiques en 2017 (Suisse: 1,45%). Elles diminuent depuis lors, la baisse ayant été particulièrement forte l'an dernier: au 1^{er} juin 2021, le taux de vacance dans les communes touristiques (1,13%) était bien en deçà de la moyenne suisse (1,54%).

Fig. 23: Régions touristiques: forte progression de la demande

Indices de la demande d'appartements en propriété; indice: 02/2014 = 100

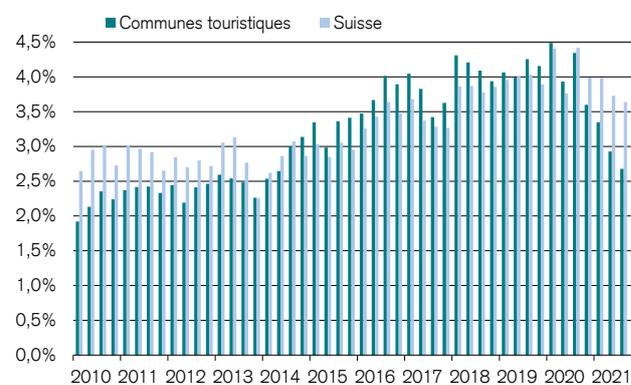


Source: Reamatch360

Dernières données: 12/2021

Fig. 24: Recul prononcé de l'offre dans les communes touristiques

Taux d'offre en % du parc existant (logements en propriété et logements locatifs)



Source: Meta-Sys, Credit Suisse

Dernières données: T4 2021

Les conséquences de l'initiative sur les résidences secondaires se font sentir

L'augmentation de la demande n'est pas la seule explication à la raréfaction de l'offre. L'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires en mars 2012 et ses conséquences doivent également être mentionnées à cet égard (cf. chapitre «Les dix ans de l'initiative sur les résidences secondaires», page 22 ss.). Avec l'adoption de l'initiative et la réglementation en découlant, il n'est désormais plus possible, à quelques exceptions près, de construire des résidences secondaires non exploitées. En d'autres termes, les acheteurs potentiels de résidences secondaires ne disposent pour ainsi dire plus que de biens existants. Il y a quelques années encore, la situation était bien différente: après l'acceptation de l'initiative, un boom de constructions de dernière minute s'était produit en bien des endroits, en réaction à l'initiative qui ne laissait qu'une petite fenêtre de tir pour bâtir des résidences secondaires. Toutefois, l'insécurité juridique initiale et l'importante appréciation du franc ont compliqué l'absorption des nouvelles résidences secondaires construites, ce qui s'est traduit par une offre excédentaire. Entre la fin 2013 et 2018, le taux d'offre a ainsi pratiquement doublé (fig. 24). Avant le début de la pandémie, une certaine reprise de la demande avait déjà été constatée. Elle avait contribué à faire diminuer l'offre excédentaire. Le coronavirus a considérablement accéléré le phénomène.

La commercialisation à nouveau nettement moins longue

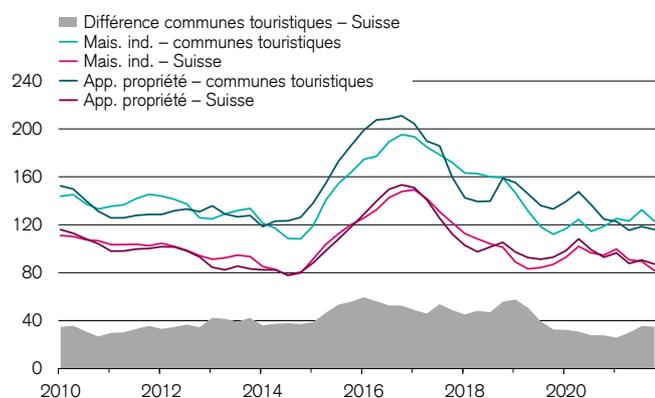
L'offre en net recul se traduit aussi par une commercialisation plus rapide des logements en propriété dans les communes touristiques. La durée moyenne d'insertion pour les appartements en propriété a quasiment diminué de moitié depuis 2016. Elle atteint encore 116 jours (fig. 25). Évolution similaire du côté des maisons individuelles, où la durée d'insertion est passée de 195 à 123 jours. Pour les deux catégories, la commercialisation prend cependant plus de temps qu'en moyenne nationale. Rien de bien nouveau au demeurant: compte tenu du grand nombre de résidences secondaires dans les communes touristiques, la commercialisation y a toujours été plus longue, notamment en raison de la grande distance géographique entre acheteurs potentiels et biens à vendre. Cela étant, la différence dans la durée de commercialisation est revenue à des niveaux habituels à long terme.

Les prix des résidences secondaires appelés à encore augmenter

Dans les années à venir, l'activité de nouvelles constructions en berne devrait continuer à marquer le marché des résidences secondaires. La figure 26 met en évidence la baisse drastique de l'activité de construction dans les communes de résidences secondaires. Une pénurie croissante est donc à attendre. Un seul phénomène devrait venir un peu l'atténuer: dans les années à venir, de plus en plus de biens de la génération des baby-boomers arriveront sur le marché ou seront transmis à la génération suivante de la famille. L'intérêt pour les résidences secondaires s'inscrivant selon nous dans la durée, nous nous attendons à ce que le marché s'assèche de plus en plus – du moins tant que l'environnement de taux bas persistera. Dans les régions touristiques, les prix devraient donc continuer à grimper, dépassant la croissance des prix de la propriété du logement à l'échelle nationale.

Fig. 25: Les résidences secondaires à nouveau vendues plus rapidement

Durée d'insertion, moyenne mobile sur quatre trimestres

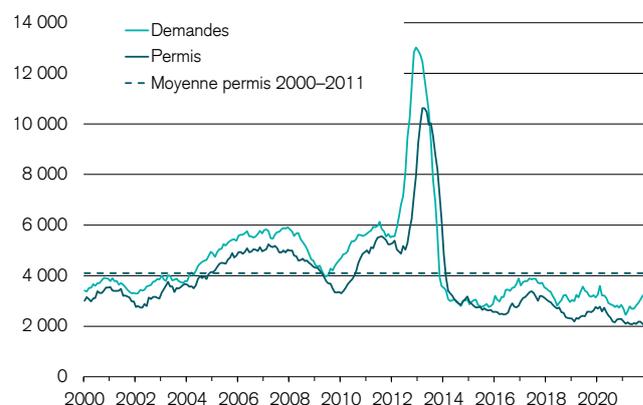


Source: Meta-Sys, Credit Suisse

Dernières données: T4 2021

Fig. 26: Faible activité de construction dans les communes touristiques

Demandes et permis de construire, résidences principales et secondaires (sommées sur 12 mois)



Source: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 11/2021

Effets à long terme de l'initiative sur les résidences secondaires

Il y a 10 ans, en mars 2012, la population suisse votait en faveur de l'initiative sur les résidences secondaires. Daniel Steffen a étudié les conséquences de cette dernière de manière approfondie. Dans cet article⁶, il partage avec nous les résultats de son travail de recherche et nous parle de ses projections pour les dix prochaines années.

Un vote historique en mars 2012

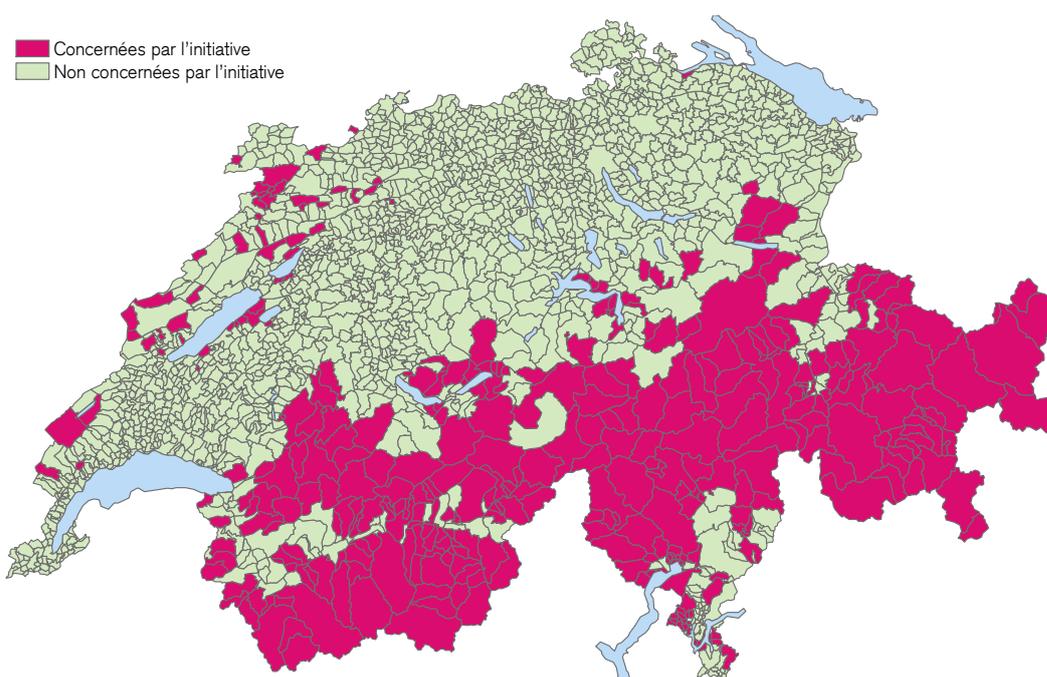
Il y a presque dix ans exactement, les marchés immobiliers de l'arc alpin suisse étaient bouleversés du jour au lendemain: dans les communes comptant plus de 20% de résidences secondaires, il n'allait plus être possible d'en construire de nouvelles. Tels étaient les termes de l'initiative. Cette interdiction a surtout frappé de plein fouet les cantons de montagne, la nouvelle loi concernant 59% des communes du Tessin, 70% de celles du Valais et 75% de celles des Grisons (fig. 27). Dans ces régions, les résidences secondaires étaient des moteurs importants à la fois du marché immobilier et de l'économie locale. Ces propriétés représentent par exemple près d'un logement sur deux dans les Grisons. Leur importance n'est pas non plus à négliger à l'échelle de toute la Suisse, avec une part de 16% du parc de logements. L'initiative sur les résidences secondaires était donc susceptible de secouer les marchés immobiliers régionaux et de provoquer des turbulences locales dans d'autres secteurs économiques. Aussi est-il judicieux d'analyser en profondeur l'impact de réglementations aussi drastiques.

Comment évaluer les conséquences de l'initiative?

Reste à savoir comment mesurer l'impact d'une telle réglementation. Car après tout, il est impossible d'observer ce qui se serait passé dans les communes concernées si l'initiative n'avait jamais été acceptée. L'économie est fréquemment confrontée à ce défi fondamental et l'inférence statistique causale, qui s'efforce de générer des relations causales quantitatives à partir de données empiriques, apporte une solution. Il s'agit de créer une situation hypothétique qui se serait présentée si l'événement n'avait pas eu lieu. On parle alors de «contrafactuel». Mais comment l'établir?

Fig. 27: L'initiative sur les résidences secondaires touche surtout des communes alpines

Communes par statut de résidence secondaire



Source: Office fédéral du développement territorial, graphique de l'auteur

Dernières données: 2021

⁶ Une partie des résultats de recherche reproduits ici a été publiée en novembre 2021 dans le Swiss Real Estate Journal n°23.

Les communes de contrôle synthétiques servent de contrefactuel

Les communes alpines non concernées, une source d'information

Une première piste pourrait être d'utiliser les communes non concernées par l'initiative (en vert dans la figure 27) comme contrefactuel, ou groupe de contrôle. La figure 27 révèle cependant rapidement que l'initiative touche presque exclusivement des communes rurales et touristiques des Alpes, alors que les communes non concernées se trouvent majoritairement dans le Mittelland. Ce dernier regroupe les plus grandes villes suisses et ne peut par conséquent pas faire office dans son ensemble de groupe de contrôle fiable – et donc de contrefactuel fiable – pour les communes alpines. Cela étant, de nombreuses communes isolées qui ne sont pas concernées par l'initiative présentent des caractéristiques similaires à celles des communes de résidences secondaires en termes de marché immobilier.

Création de communes jumelles synthétiques

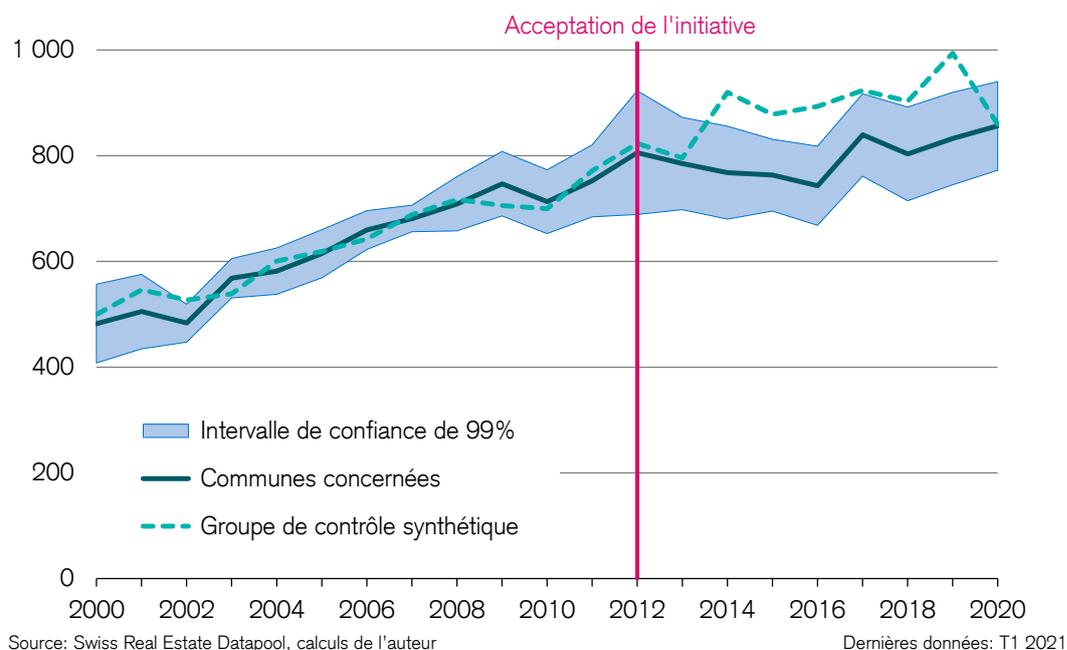
Une méthode statistique, la *Synthetic Control Method*, exploite précisément cette situation initiale. Pour chaque commune de résidence secondaire, une commune jumelle aussi identique que possible est construite – sur la base de données uniquement – à partir de communes non concernées. C'est ce que l'on appelle une commune de contrôle synthétique. Celle-ci se compose d'une combinaison pondérée de communes non concernées et reflète aussi fidèlement que possible les caractéristiques immobilières de la commune de résidence secondaire pertinentes. À une différence près: la commune de contrôle synthétique n'est justement pas concernée par l'initiative. Cette commune doit ainsi permettre d'indiquer comment le marché immobilier des communes concernées aurait évolué si l'initiative n'avait pas existé. Pour Zermatt par exemple, la commune de contrôle synthétique est composée à 96% de deux communes (au moins partiellement) touristiques, Ingenbohl (Brunnen) et Interlaken, ainsi que de Martigny et de Genève.⁷

L'évolution des prix de la réplique, un critère de qualité

Une commune de contrôle pondérée à l'échelle de toute la Suisse est calculée sur la base des différentes communes de contrôle synthétiques. La réplique passe pour être réussie si l'évolution (des prix) est la plus proche possible dans les communes concernées et les communes de contrôle synthétiques avant l'acceptation de l'initiative. Comme l'illustre la figure 28, l'évolution des prix du groupe de contrôle synthétique en amont de la votation populaire est très similaire à celle des communes concernées. Autrement dit, un contrefactuel valide ou un groupe de contrôle valide a bien été défini.

Fig. 28: Forte chute des prix temporaire

Évolution des prix, en milliers de CHF



⁷ Genève, la deuxième plus grande ville de Suisse, peut sembler plutôt inattendue pour une comparaison avec Zermatt. Mais la cité de Calvin sert surtout à hisser les prix de la commune synthétique au niveau de ceux de Zermatt.

Conséquences de l'initiative sur les résidences secondaires

Recul marqué des prix suite à l'initiative sur les résidences secondaires

La différence entre les deux groupes *après* l'acceptation de l'initiative en mars 2012 constitue par conséquent l'effet causal de l'initiative. La figure 28 montre bien que dans un premier temps, rien ne s'est observé juste après la votation de 2012. De fait, les prix des deux groupes ont continué à suivre une évolution similaire jusqu'en 2013. La situation a ensuite clairement changé à partir de 2014, les prix dans les communes concernées s'inscrivant nettement en deçà de ceux des communes de contrôle synthétiques. Entre 2014 et 2019, l'initiative s'est donc traduite dans les communes concernées par une baisse relative des prix, oscillant entre -20% et -10% environ. En moyenne, les prix entre 2014 et 2019 étaient inférieurs de quelque 16% à ce qu'ils auraient été selon le modèle sans initiative, soit environ 127 000 CHF en moyenne par unité de logement.

Trois causes à l'origine de la chute des prix

Statistiquement, cette chute relative des prix est significative: de 2014 à 2019, les prix du groupe de contrôle synthétique sont demeurés en dehors de l'intervalle de confiance de 99% (zone bleue de la figure 28). Autrement dit, la probabilité que les différences de prix à hauteur de celles observées entre 2014 et 2019 soient le fruit du hasard est extrêmement faible. Trois pistes peuvent être pointées du doigt au moment de chercher l'origine de cette chute des prix: premièrement, le flux paniqué de projets de construction de dernière minute, qui a ensuite provoqué une offre excédentaire sur le marché alpin des résidences secondaires (voir aussi page 19 ss.). Deuxièmement, l'incertitude juridique qui a plané jusqu'à l'adoption de la loi définitive sur les résidences secondaires en 2015 et son entrée en vigueur début 2016. Cette incertitude a fait baisser le nombre de transactions, et les ventes par manque d'argent ont prédominé. Dans ces cas, les biens sont typiquement de qualité moindre et en moins bon état – ce qui a contribué au recul des prix. Troisièmement, l'arrêt de la construction de résidences secondaires, qui a nettement fait reculer les chiffres d'affaires dans la construction dans les communes concernées et a plombé l'économie locale, au gré des diminutions de la fortune des propriétaires de terrains. Dans ce contexte, le chômage a progressé et la demande locale de logements a cédé du terrain.⁸

L'écart des prix se resserre à nouveau

La figure révèle également que ces différences de prix ont pu être comblées en 2020. De fait, selon le modèle, les prix ont retrouvé exactement le niveau qui aurait été le leur sans l'initiative. D'un côté, cela n'a rien d'étonnant: après des effets adverses à compter de 2014, la raréfaction de l'offre se ressent avec toujours plus d'acuité, et la demande de résidences secondaires a nettement progressé durant la pandémie (voir page 19 ss.). D'un autre côté, la chute des prix dans le groupe de contrôle synthétique s'est avérée tout à fait inattendue en 2020. Il pourrait s'agir d'un effet isolé. À elles trois, les communes d'Ingenbohl, d'Interlaken et d'Unterseen valent pour 28% du groupe de contrôle synthétique, mais ne représentent qu'un nombre limité d'observations dans les données de 2020. Ainsi, quelques valeurs aberrantes peuvent avoir un poids relativement important durant cette année de pandémie. Sans compter qu'Interlaken et Unterseen ont été durement touchées par l'absence de touristes pendant la pandémie (les communes de résidences secondaires sont aussi majoritairement axées sur le tourisme). Notons enfin que le modèle n'intègre que les données collectées jusqu'au premier trimestre 2021. Il faudra attendre des données ultérieures pour savoir si l'écart des prix s'est effectivement déjà comblé.

Perspectives pour les dix ans à venir: objectifs de l'initiative sur les résidences secondaires difficilement atteignables simultanément

Une offre stable, une demande solide

Comment les prix vont-ils évoluer dans les communes concernées dans les dix années à venir? Les principaux objectifs de l'initiative – espace habitable bon marché pour les autochtones et prévention du mitage du territoire – peuvent-ils être atteints? Dans le sillage de la pandémie, la demande suprarégionale a sensiblement augmenté, comme en témoigne également la récente hausse des prix dans les communes de résidences secondaires. À l'heure actuelle, l'espace habitable est en moyenne à nouveau aussi cher qu'il l'aurait été sans l'initiative. Si la demande d'espace habitable se maintient dans les Alpes (ce qui semble probable au vu du développement des possibilités de télétravail et du besoin de plus d'espace habitable et de vacances à passer en Suisse), les prix devraient continuer à augmenter dans les communes concernées, puisque l'offre de logements pouvant également servir de résidence secondaire a été gelée par l'initiative.

Hausse des prix à prévoir, y compris pour les autochtones

Les autochtones doivent donc de plus en plus affronter une demande suprarégionale qui s'accompagne d'un fort pouvoir d'achat ou se rabat sur le marché (meilleur marché) des logements régis par la nouvelle loi. Construits après l'adoption de l'initiative, ces logements ne peuvent être utilisés que comme résidences principales. Le marché post-initiative est toutefois encore très limité et loin de pouvoir couvrir une demande locale croissante. Si les autochtones se tournent de plus

⁸ Pour une recherche détaillée sur les causes de la chute des prix, voir le document de recherche: Steffen, D. (2020). The Effect of a Second Home Construction Ban on Real Estate Prices, papier de discussion SRED.

en plus vers ce nouveau marché, deux scénarios non exclusifs sont envisageables: un développement, avec de nouvelles constructions, de ce petit parc de logements régi par la nouvelle loi (ce qui se traduirait par un mitage du territoire plus prononcé), ou des prix qui commenceraient à grimper sur ce nouveau marché. Dans le sillage de la révision de la loi sur l'aménagement du territoire, les terrains à bâtir manquent en bien des endroits, notamment dans les Alpes, pour étendre de façon excessive le parc de logements soumis au nouveau droit. Il est donc plus probable que les autochtones aient à composer avec la demande internationale sur le marché régi par l'ancien droit – et avec une hausse des prix.

Les objectifs de l'initiative ne seront probablement pas atteints

Dans tous les cas, il semble bien que les deux objectifs (espace habitable abordable pour les autochtones et frein au mitage du territoire) seront difficilement atteints tous les deux durant la prochaine décennie, si l'on part du principe que la demande restera solide. Un vide juridique permettant aux autochtones de vendre à prix d'or des résidences principales soumises à l'ancien droit comme résidences secondaires et de construire en remplacement un logement supplémentaire (supposément) moins cher régi par le nouveau droit est même une incitation supplémentaire en faveur du mitage du territoire.⁹ Au regard des effets secondaires indésirables de l'initiative¹⁰, il faut se demander si d'autres instruments plus efficaces et efficients ne seraient pas à privilégier pour répondre à la volonté légitimée politiquement de la société de disposer d'espaces habitables abordables et de mettre un terme au mitage du territoire dans les communes de résidences secondaires. Un impôt sur les résidences secondaires pourrait par exemple être envisagé. Il freinerait la demande tout en générant des recettes fiscales pour les communes. Cette approche permettrait de plus une certaine flexibilité, contrairement à l'interdiction rigide actuellement en vigueur qui ne tient pas compte des particularités locales.

⁹ Les auteurs de l'initiative ont bien tenté d'éviter ce vide juridique, mais cette démarche aurait elle aussi entraîné d'importants effets secondaires.

¹⁰ Les résultats de différentes études suggèrent que l'initiative a notamment provoqué un ralentissement économique et une hausse du chômage dans les communes concernées. En outre, les terrains à bâtir sur lesquels seules des résidences principales peuvent être construites doivent être dévalués.

Logement locatif: marché solide

La pandémie n'a guère affecté la demande de logements locatifs, et celle-ci devrait rester soutenue en 2022 grâce au dynamisme constant de l'immigration et à une vigoureuse reprise conjoncturelle.

L'immigration reste un pilier de la demande de logements

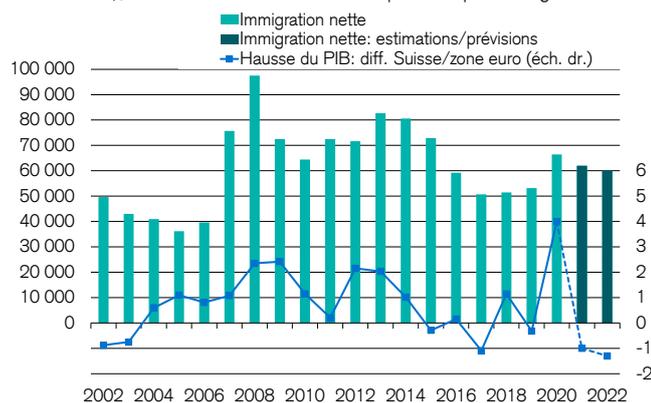
La demande de logements locatifs est restée soutenue, même pendant la pandémie, principalement en raison du niveau toujours élevé de l'immigration nette. Grâce à la stabilité relative du marché de l'emploi et peut-être aussi à une approche des mesures d'endiguement du COVID-19 plus modérée que celle d'autres pays, la Suisse a enregistré, en 2020, 15 300 départs de moins que l'année précédant le début de la crise sanitaire. De ce fait, le solde migratoire a progressé de près de 25%, à 66 400 personnes en 2020, citoyens suisses inclus. L'année suivante, l'immigration nette est restée dynamique: si les départs se sont à nouveau accrus, les arrivées ont fait de même. Le solde migratoire devrait donc s'établir à quelque 62 000 personnes en 2021, dépassant ainsi son niveau prépandémique en dépit d'un léger repli (fig. 29).

La zone euro de nouveau plus attrayante pour les personnes qui quittent la Suisse

Le léger recul de l'immigration (laquelle demeure à un niveau élevé) s'accompagne d'une reprise économique dans les principaux pays de provenance et de destination des flux migratoires. En 2020, l'affaiblissement conjoncturel causé par la pandémie en Suisse, avec un repli du produit intérieur brut (PIB) de 2,5%, a été plus modéré que dans la zone euro (-6,5%). Par conséquent, le redressement est actuellement plus marqué dans les États membres de l'UE, et l'économie de la zone euro rattrape son retard sur celle de la Suisse (fig. 29). Cette évolution a induit en 2021 une baisse des soldes migratoires avec des pays comme la France et l'Italie, encore renforcée par la réduction des changements de statut de résident non permanent en résident permanent. En raison du marasme économique, le nombre de titulaires d'une autorisation de séjour de courte durée arrivés en Suisse en 2020 a nettement diminué, de même que le nombre de passages au statut de résident de longue durée (permis B) ou de titulaire d'un permis d'établissement (permis C).

Fig. 29: L'immigration nette devrait rester supérieure au niveau prépandémique

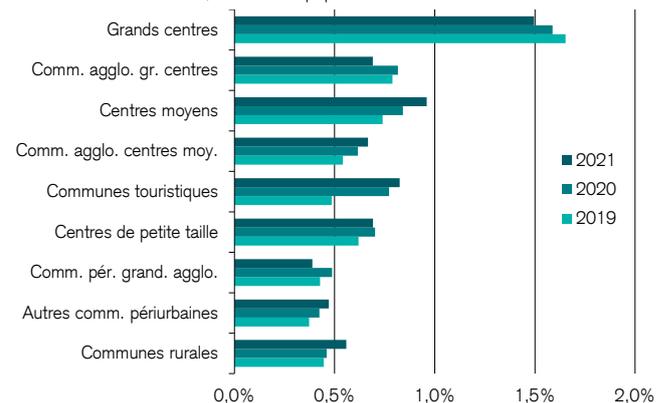
Solde migratoire des résidents permanents (hors corrections des registres, citoyens suisses inclus); croissance du PIB: différence en points de pourcentage



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Office fédéral de la statistique, Secrétariat d'État à l'économie, OCDE, Credit Suisse
Dernières données: 11/2021

Fig. 30: L'immigration se répartit plus uniformément dans le pays

Solde migratoire des résidents permanents (hors corrections des registres): sommes sur 12 mois à fin octobre, en % de la population



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse
Dernières données: 10/2021

Immigration moins concentrée dans les grandes agglomérations

Par le passé, l'immigration ciblait les grands centres et leurs communes d'agglomération. Elle a été l'un des principaux moteurs de l'urbanisation ces vingt dernières années. En 2019, par exemple, les grandes agglomérations ont accueilli 49,4% de l'immigration nette totale alors qu'elles ne comptaient que 30,5% de l'ensemble de la population. Pendant la pandémie, l'immigration nette s'est néanmoins répartie de manière beaucoup plus homogène sur le territoire, de sorte que sa part dans les grandes agglomérations a chuté à 41,7% en 2021. Les centres de moyenne taille, mais aussi les communes rurales et surtout touristiques, ont rattrapé leur retard (fig. 30). Dans l'évolution des flux migratoires en provenance de l'étranger, on observe donc un schéma géographique similaire à celui des migrations internes (voir le chapitre «Le Covid freine

l'urbanisation», page 7 ss.), bien que les centres demeurent les principales cibles. La forte augmentation du solde migratoire des communes touristiques, notamment dans les cantons du Valais et des Grisons, est frappante. L'arrivée d'un nombre croissant d'étrangers exerçant une activité indépendante de leur lieu de séjour et souhaitant se soustraire aux mesures sanitaires plus strictes dans leur pays d'origine pourrait avoir joué un rôle à cet égard. Par ailleurs, certains résidents de courte durée travaillant dans le tourisme ou dans des secteurs apparentés semblent avoir préféré «subir» la crise en Suisse du fait de l'absence de perspectives professionnelles à court terme dans leur pays (ou dans d'autres destinations touristiques étrangères).

2022: immigration stable ...

Pour 2022, nous prévoyons à nouveau une immigration nette de quelque 60 000 personnes (fig. 29). La reprise économique devrait se poursuivre en Suisse et la croissance de l'emploi réaccélérer (prévision pour 2022: +1,2%). Comme les besoins en main-d'œuvre augmenteront, le recrutement dans des pays tiers est également susceptible de repartir à la hausse. Néanmoins, le redressement opéré dans la zone euro incitera davantage d'étrangers à retourner dans leur pays d'origine, et un nombre accru de citoyens suisses seront attirés par l'étranger. Au final, ces évolutions vont très probablement à peu près s'équilibrer. L'immigration devrait également soutenir la demande de logements en Suisse à moyen et à long terme, notamment en raison d'un facteur démographique: comme les baby-boomers, très nombreux, prennent progressivement leur retraite, le marché de l'emploi enregistrera un volume important de départs ces prochaines années. Mais les postes de travail ainsi libérés ne pourront pas tous être occupés par la jeune génération. D'ici à la fin de la décennie, cette lacune pourrait correspondre annuellement à plus de 10 000 personnes actives, et elle ne devrait être comblée qu'au milieu des années 2030 (fig. 31).

...et persistance d'une forte demande de logements locatifs

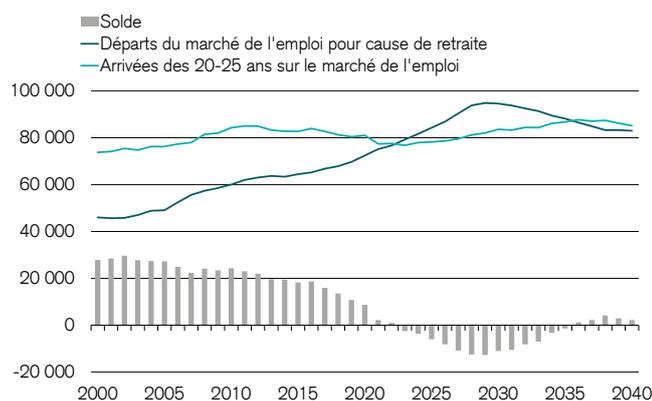
La demande intérieure de logements locatifs n'a elle non plus guère été affectée par le COVID-19. Après avoir reculé pendant les premiers mois de la crise sanitaire (fig. 32), elle a rapidement amorcé une hausse qui s'est prolongée jusqu'en 2021. Un facteur spécifique lié à la pandémie l'a sans doute renforcée et la renforce encore: en raison du risque accru d'infection et de la restriction des libertés, les nouvelles admissions dans les maisons de retraite et les établissements de soins ont diminué d'environ 7000 en 2020, de nombreux seniors préférant rester chez eux le plus longtemps possible et recourir à des services d'accompagnement médico-social à domicile. Au total, quelque 27 000 logements locatifs supplémentaires ont été absorbés par le marché en 2021, et un chiffre de cet ordre de grandeur devrait également être atteint cette année.

Nouveaux signes de déplacement de la demande

Dans l'édition 2021 de cette étude, nous avons déjà présenté les premiers signes d'un déplacement de la demande vers des logements plus grands en dehors des centres du fait de la pandémie et du recours accru au travail à domicile. Cette évolution s'est encore accentuée l'année dernière (voir le chapitre «Le Covid freine l'urbanisation», page 7 ss.). C'est ce que confirment notamment les indices de la demande basés sur les abonnements de recherche (fig. 32). En outre, la proportion de ménages de deux personnes et plus en location qui ne disposent pas d'une pièce supplémentaire pour aménager un éventuel bureau en vue du télétravail est élevée: un peu plus de 40% (état en 2019) (voir le chapitre «Propriété du logement», page 12). Il y a donc de plus en plus de raisons de penser que l'évolution observée dans la structure de la demande se poursuivra au-delà de la crise sanitaire.

Fig. 31: Départs bientôt majoritaires sur le marché de l'emploi

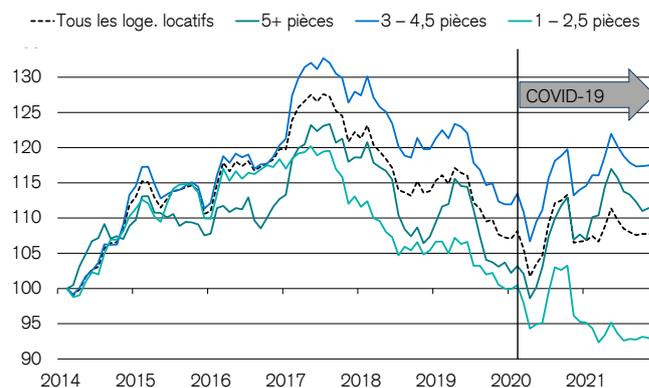
Nombre de personnes actives (à partir de 2021, estimations du Credit Suisse); retraite = atteinte de l'âge ordinaire de la retraite AVS



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse Dernières données: 2020

Fig. 32: Déplacement de la demande vers des logements plus grands

Indices de la demande de logements locatifs: 02/2014 = 100



Source: Reamatch360, Credit Suisse

Dernières données: 12/2021

Nouvelles constructions en retard sur la demande

La construction de logements locatifs est toujours en recul dans une nette majorité de régions et se concentre de plus en plus dans les centres et leur périphérie. Cette évolution nuit souvent aux logements existants, ce qui limite l'offre nette effective, d'autant que les dispositions réglementaires sont strictes dans ce domaine.

L'activité de construction, toujours en recul, ...

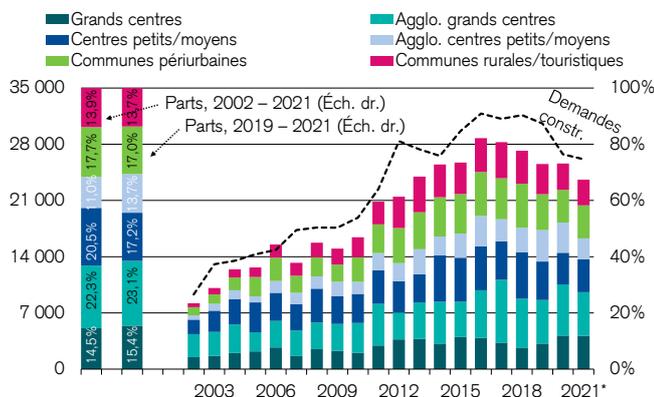
En 2021, le nombre de logements locatifs dont la construction a été autorisée en Suisse s'est élevé à 23 800, soit près de 2000 unités de moins qu'en 2020 (fig. 33). Depuis le pic de 2016, le volume annuel des nouvelles constructions autorisées a donc diminué de 17,7%. Toutefois, il est probable qu'au cours des deux dernières années, l'activité réelle de construction ait reculé bien plus que ne le suggèrent ces chiffres. Cette évolution est imputable à la pandémie: la productivité a partiellement baissé sur les chantiers en raison des mesures d'hygiène et d'éloignement social, lesquelles ont également généré dernièrement une pénurie de divers matériaux de construction.

... pourrait néanmoins reprendre de l'élan à moyen terme

Les chaînes d'approvisionnement mondiales devraient connaître des goulets d'étranglement un certain temps encore. Mais si la situation s'améliore, il n'est pas exclu que l'activité de construction affiche une reprise temporaire du fait de l'accumulation des commandes. La tendance globale devrait toutefois rester baissière ces deux prochaines années. À plus long terme néanmoins, plusieurs facteurs s'opposent à sa prolongation: le nombre de nouveaux logements planifiés (Demandes constr., fig. 33) s'est stabilisé l'année passée; en outre, face à la forte demande de logements ainsi qu'à la pénurie persistante de placements liée au faible niveau des taux d'intérêt, les investisseurs manifestent toujours un grand intérêt pour les immeubles d'habitation. Un nouveau recul annuel de la production de logements locatifs de l'ordre de 20 000 unités ou moins est donc peu probable en l'absence de signes d'un revirement de politique monétaire en Suisse. C'est en dehors des centres, où la demande de logements augmente actuellement et où la tendance des taux de vacance s'est inversée, que la construction d'immeubles locatifs pourrait reprendre de l'élan à moyen terme.

Fig. 33: Permis de construire au plus bas depuis 2013

Logements locatifs autorisés à la construction (nouvelles constructions), par type de commune (*2021: somme sur 12 mois en novembre 2021)

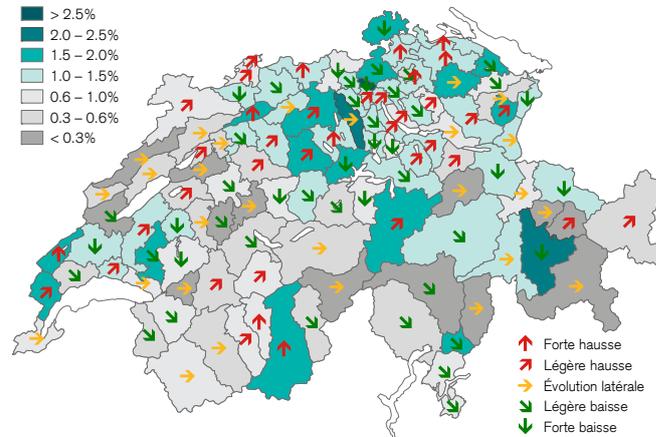


Source: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 11/2021

Fig. 34: Recul de la construction de logements locatifs dans la plupart des régions

Extension attendue du parc de logements locatifs en 2022; flèches: tendance par rapport à l'année précédente



Source: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Dernières données: 10/2021

Activité de construction encore concentrée dans les grandes agglomérations

Le léger recul de l'excédent d'offre en dehors des centres en 2021 n'est pas seulement attribuable au déplacement de la demande, mais aussi à la réorientation de l'activité de construction, laquelle se concentre à nouveau un peu plus dans les grands centres et leurs communes d'agglomération (fig. 33). Ces derniers ont réuni 40,7% du volume des nouvelles constructions autorisées l'année dernière (moyenne à long terme: 36,9%). En 2022, nous n'anticipons une expansion par rapport à 2021 que dans 38 des 110 régions économiques (fig. 34), dont certaines se

distinguent depuis longtemps par une tendance à la suroffre. Il s'agit notamment des régions de Thal, de Haute-Argovie, de Loèche, d'Appenzel Rhodes-Intérieures et du Tessin. Mais dans cette dernière, l'activité de construction se tasse progressivement.

Les projets de transformation génèrent des logements supplémentaires

Tandis que le nombre de nouvelles constructions de logements décroît en rase campagne, il augmente dans le parc immobilier existant, que ce soit par des transformations, des extensions, des surélévations ou par des démolitions suivies de constructions de remplacement. En 2019, 13,2% de l'ensemble des afflux nets¹¹ (près de 51 000 logements) ont été attribuables à des projets de transformation (fig. 35). Huit ans auparavant, cette proportion était encore inférieure de moitié. La pénurie de terrains est probablement l'un des principaux facteurs qui a dopé les transformations, surtout en zone urbaine. De 2015 à 2019, la part de celles-ci dans les afflux nets a été la plus importante dans les centres de grande et moyenne taille, à hauteur de respectivement 15% et 16%. Mais depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur l'aménagement du territoire, le terrain à bâtir est de moins en moins une ressource inépuisable, même dans les régions plus rurales. En outre, de nombreux projets de transformation devraient être réalisés dans le cadre d'assainissements énergétiques, lesquels ont le vent en poupe depuis longtemps sous l'effet d'une meilleure prise de conscience des enjeux environnementaux et de diverses mesures d'encouragement. Dernièrement, les projets de transformation se sont également multipliés dans les régions touristiques. Comme la loi sur les résidences secondaires y empêche la construction de logements de ce type, beaucoup de capitaux sont investis dans le parc immobilier relevant du droit antérieur. Mais comme la construction de logements supplémentaires dans le cadre d'une transformation ou d'un remplacement n'est autorisée que si la surface utile totale reste la même ou que les unités d'habitation ainsi créées servent de résidence principale, l'afflux net de logements provenant de projets de transformation n'a que légèrement augmenté dans ces régions.

L'augmentation des démolitions dans les centres ...

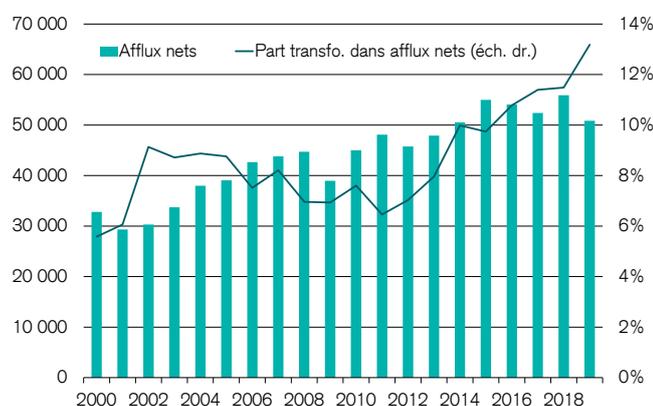
Les constructions de remplacement sont souvent préférées aux rénovations ou aux projets de transformation, surtout lorsqu'il y a encore des réserves de surfaces à exploiter et que l'état de la substance bâtie requiert d'importants investissements. Par conséquent, le nombre de démolitions de logements a augmenté ces dernières années. Entre 2015 et 2019, on a compté 18,5 démolitions pour 100 logements neufs dans les grands centres, contre 3,5 à 4 démolitions dans les communes rurales et périurbaines (fig. 36). Le fait de prendre en considération uniquement les projets de construction amène donc à surestimer l'expansion attendue du parc de logements dans les centres. Ce constat permet de relativiser le déplacement de l'activité de construction vers les grandes agglomérations que nous avons mentionné ci-dessus.

... et les oppositions des autorités relativisent le dynamisme de la planification

En outre, de nombreux grands projets dans les centres se sont heurtés à une forte opposition ces dernières années. Dans la ville de Zurich, par exemple, plusieurs d'entre eux sont gelés en raison des prescriptions fédérales de lutte contre le bruit. Sur la base des décisions qu'il a prises ces dernières années, le Tribunal fédéral a imposé une interprétation stricte de ces dispositions. En résumé, en dépit d'un déplacement de la demande et d'une activité de planification dynamique, il ne faut s'attendre, pour l'instant, qu'à une légère détente sur les marchés du logement de la ville de Zurich et des deux grands centres de l'arc lémanique.

Fig. 35: Un nombre croissant de nouveaux logements résultent de transformations

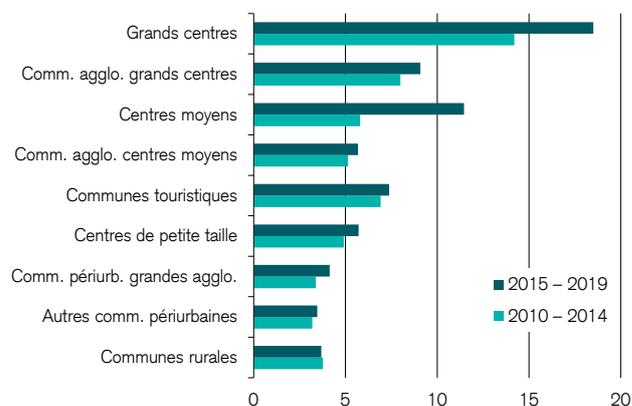
Afflux nets annuels de logements (y c. en propriété, en unités d'habitation) et part des projets de transformation dans les afflux nets



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse. Dernières données: 2019

Fig. 36: Davantage de démolitions de logements dans les centres

Nombre de démolitions pour 100 logements neufs



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse. Dernières données: 2019

¹¹ Afflux de logements provenant de nouvelles constructions et de transformations après déduction des unités retirées du marché du fait de démolitions ou de transformations

Retournement de tendance sur le marché du logement locatif

En 2021, le ralentissement de l'activité de construction et la vigueur de la demande ont induit un début de renversement de tendance sur le marché du logement locatif qui se traduit par une baisse des taux de vacance et une réduction des délais de commercialisation. Cette tendance devrait se poursuivre et avoir un impact croissant sur les loyers.

Retournement de tendance anticipé

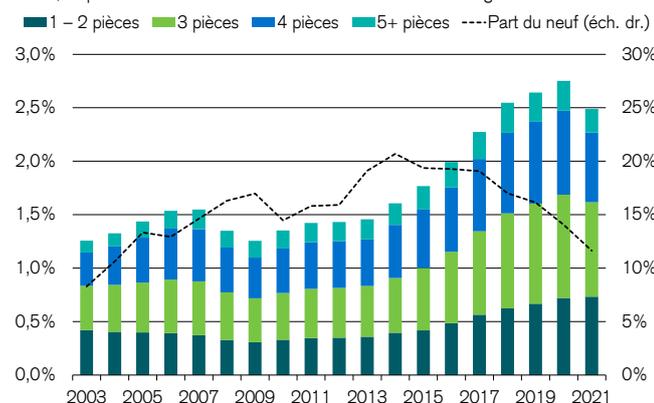
Jusqu'ici, la pandémie n'a guère affecté le logement locatif, un phénomène mis en évidence par le taux de vacance qui, à la surprise de la plupart des observateurs, a reculé l'année dernière pour la première fois depuis douze ans, et ce fortement (passant de 2,75% en 2021 à 2,49% récemment, fig. 37). Ce repli est attribuable à la solide demande et à la baisse de l'activité de construction, laquelle a probablement été accentuée temporairement par les répercussions du COVID-19.

Les taux de vacance se décalent des grands logements vers les petits, et des logements décentralisés vers les emplacements centraux

La structure des vacances est intéressante, car elle reflète une tendance également observée du côté de la demande, à savoir la recherche de logements plus grands situés à des emplacements moins centraux. Ainsi, le nombre de logements locatifs vides initialement faible dans les grands centres a augmenté de 17,3% en 2021, tandis que les taux vacance ont diminué dans tous les autres types de communes, en particulier dans les communes à la périphérie des grands centres (-17,1%) et dans les communes touristiques (-28,1%): les premières ont tiré profit d'une progression des départs du centre des agglomérations, tandis que les secondes ont probablement bénéficié aussi d'une hausse de la demande émanant de l'étranger. L'intérêt accru porté aux logements plus grands est très net également (fig. 37). Le taux de vacance des petits appartements allant jusqu'à deux pièces et demie a encore augmenté de 3,1%, alors que celui des grands appartements a reculé. Ainsi, en 2021, le nombre de logements vacants de 4 pièces a diminué de 16% par rapport à 2020, et celui des logements de 5 pièces et plus a même reculé de plus de 20%. En outre, la part des logements neufs dans le total des logements vacants est tombée à 11,6%, son taux le plus faible depuis 17 ans. Cette évolution est non seulement attribuable à l'engouement pour ce type de biens, mais également à la baisse de l'activité de construction.

Fig. 37: Logements plus grands et neufs: taux de vacance inférieur

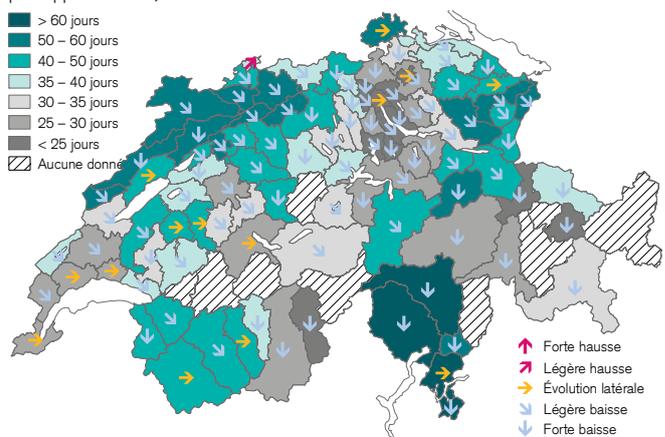
Taux de vacance des logements locatifs (selon le nombre de pièces), en % du parc locatif, et part des nouvelles constructions dans le total des logements vacants



Source: Office féd. de la statistique, Credit Suisse. Dernières données: 01.06.2021

Fig. 38: Commercialisation plus simple en dehors des centres

Durée d'insertion des annonces pour les logements locatifs, 2021 (flèches: évolution par rapport à 2020)



Source: Meta-Sys, Credit Suisse, Geostat

Dernières données: T4 2021

Durée d'annonce plus courte en dehors des centres

L'évolution de la durée d'insertion des annonces, c'est-à-dire la période pendant laquelle un logement vacant est proposé à la location, confirme le constat ci-dessus. Au niveau national, cette période a diminué entre 2020 et 2021 (moyenne annuelle), passant de 42,5 à 37,5 jours. Une réduction d'au moins deux jours par rapport à l'année précédente a été enregistrée dans 86 des 101 régions pour lesquelles nous avons pu calculer la durée d'insertion des annonces (fig. 38). Seules la région de Bâle-Ville a enregistré une augmentation de plus de deux jours. Dans les

autres régions situées autour de centres de grande et de moyenne taille, la durée de commercialisation a généralement suivi une tendance latérale. Le recul est également impressionnant dans les régions touristiques du Haut-Valais et des Grisons, où les durées d'insertion des annonces ont atteint en 2021 des valeurs parfois aussi basses que dans la ceinture extérieure de l'agglomération zurichoise et au bord du lac Léman. On peut en déduire que l'assouplissement de la séparation entre domicile et travail favorise non seulement la demande de résidences secondaires dans les régions touristiques alpines, mais aussi celle de logements locatifs qui y sont situés, le but étant de les utiliser à la fois pour le travail et les loisirs.

Plus forte croissance des loyers dans les cantons ruraux

Le fait que le pouvoir de marché des bailleurs dans de nombreuses régions en dehors des centres ait cessé de s'éroder semble aussi se refléter progressivement dans la structure géographique de l'évolution des loyers (fig. 39). D'après les évaluations de Homegate, les cantons plutôt ruraux ou touristiques ont enregistré en 2021 une nette augmentation des loyers, tant en valeur absolue qu'en comparaison des taux de renchérissement de 2020: il s'agit notamment des Grisons (+4,7%), d'Uri (+2,7%), de Nidwald (+2,5%), d'Argovie (+2,1%) et du Valais (+1,4%). En revanche, les loyers ont plutôt baissé dans les cantons de Genève (-1,3%) et de Zoug (-2,9%).

Tendance baissière des loyers

En Suisse, les indices de loyers continuent d'afficher des évolutions différentes selon qu'ils se focalisent sur les loyers proposés, les loyers conclus ou la charge locative d'un ménage moyen (indice des loyers de l'Office fédéral de la statistique) (fig. 40). Mais ils accusent tous, depuis peu, une tendance haussière. L'indice des loyers de l'Office fédéral de la statistique enregistre même la plus forte progression depuis le premier trimestre 2014: +1,3% à fin 2021.

2022: la reprise du marché locatif devrait se poursuivre

Nous nous attendons à ce que la hausse des loyers en dehors des centres se poursuive cette année. Les loyers proposés devraient néanmoins encore baisser légèrement (-1,0%) étant donné que la pression des loyers diminue dans les centres et que l'offre est encore fortement excédentaire dans de nombreux endroits. Comme nous n'attendons pas de relèvement des taux directeurs de la Banque nationale suisse dans les douze mois à venir, il est de plus en plus envisageable que le taux de référence chute encore, de 1,25% à 1,00%. À cette fin, il faudrait que le taux moyen déterminant perde encore 9 points de base, ce qui pourrait intervenir au plus tôt au dernier trimestre 2022, mais avec plus de probabilité en 2023. Tablant sur une évolution stable de la demande, nous pensons que le taux de logements vacants va à nouveau baisser, mais dans une moindre mesure (de 2,49% à 2,30%), notamment parce que le carnet de commandes bien rempli pourrait temporairement stimuler un peu l'activité de construction. De manière générale, le marché du logement locatif devrait avoir amorcé un retournement de tendance. Tant l'excédent d'offre que les écarts entre villes et campagnes se sont un peu réduits, mais ils sont encore loin d'avoir disparu. Le maintien de la politique monétaire actuelle pourrait en outre favoriser une reprise de l'activité de construction à moyen terme et un regain d'offres excédentaires, surtout si la conjoncture est faible.

Fig. 39: La hausse des loyers se décale vers les cantons ruraux

Loyers proposés: taux de hausse annuels par canton

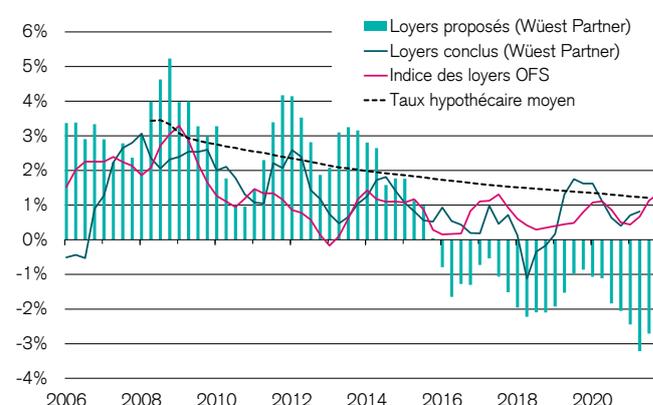


Source: Homegate, Credit Suisse

Dernières données: 12/2021

Fig. 40: Loyers: premiers signes d'un retournement de tendance

Taux de hausse annuels des indices des loyers et évolution du taux d'intérêt moyen



Source: Office fédéral de la statistique, Wüest Partner, Office fédéral du logement, Credit Suisse
Dernières données: T4 2021

Des signes de reprise

→ Demande

Immigration nette



- L'immigration nette redépasse le niveau d'avant-crise
- Centres: stabilisation en deçà du niveau d'avant-crise

2022: la demande toujours soutenue grâce à la poursuite de la reprise conjoncturelle

↘ Offre

Demandes de permis de construire



Permis de construire

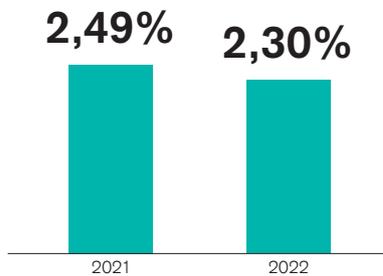


- Toujours moins de logements locatifs autorisés
- Nouvelles constructions: demandes de permis stables

2022: léger recul de l'expansion; la pandémie provoque parfois du retard dans les commandes

↘ Surfaces vacantes

En % du parc de logements locatifs

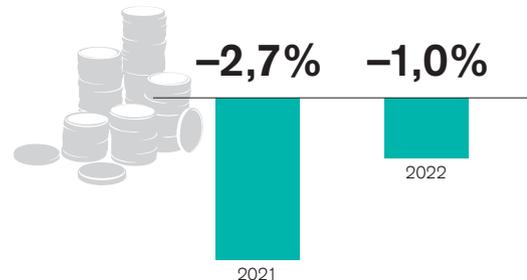


- Encore 3000 à 4000 logements en moins
- Grands centres: légère hausse des surfaces vacantes

Les surfaces vacantes baissent lentement

↘ Loyers

Croissance des loyers proposés, en %

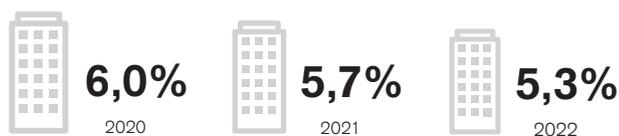


- Déclin de la croissance des prix dans les centres
- Moins de régions touchées par des baisses de prix

Net recul de la pression sur les loyers proposés

↘ Taux d'offre

En % du parc de logements locatifs



- Recul du taux d'offre à un plancher sur cinq ans
- Commercialisation plus rapide en dehors des centres

Recul plus marqué de l'offre de grands logements en périphérie des agglomérations et à la campagne

↘ Performance

Rendement total des immeubles résidentiels de rapport



- Primes de risque un peu inférieures hors des grands centres
- Rendement moyen du cash-flow net en repli à 3,0%

Placements: pression élevée et appelée à augmenter

Ces prévisions ne constituent pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Estimation par les algorithmes

En Suisse, on utilise depuis déjà plus de 20 ans des algorithmes pour évaluer la propriété du logement. Des méthodes modernes de machine learning peuvent encore améliorer la précision de ces estimations, au détriment toutefois de la transparence et de la stabilité.

Importance croissante du machine learning

Ces dix dernières années, le machine learning (ou apprentissage automatique) s'est imposé dans de nombreux domaines du quotidien, à la faveur notamment de la forte augmentation de la puissance de calcul des ordinateurs modernes. Aujourd'hui, les ordinateurs battent les meilleurs joueurs du monde aux échecs ou au go, les visages sur les réseaux sociaux sont facilement identifiés et en médecine, les algorithmes détectent mieux les tumeurs que les médecins. Depuis 2014, le terme de machine learning a acquis une nouvelle notoriété et sur Internet, il est recherché plus de deux fois plus souvent que le terme plus générique d'«analyse des données» (fig. 41).

Apprentissage automatique non supervisé et supervisé

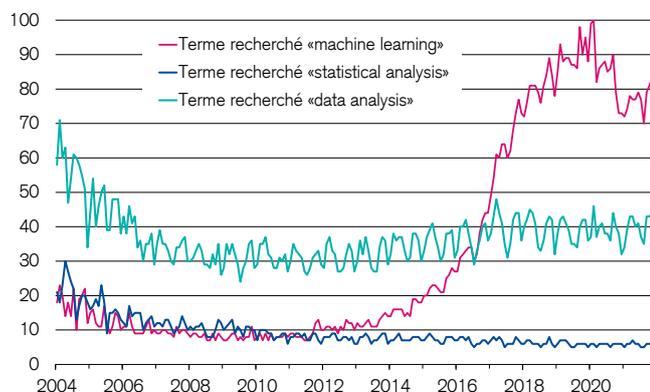
Qu'englobe le concept du Machine Learning? Il s'agit d'un sous-domaine de l'intelligence artificielle qui vise à déduire des connaissances à l'aide d'un algorithme, sur la base de modèles de données reconnus. Pour ce faire, de grandes quantités de données sont (d'ordinaire) analysées afin de mener à bien des tâches de prévision, de clustering et de classification. L'algorithme apprend grâce aux données existantes, améliorant ainsi sa précision.¹² Au niveau formel, une fonction de perte est minimisée – par exemple la différence totale entre la prévision de prix et le prix réel. Il convient de faire une distinction entre méthodes supervisées et méthodes non supervisées. Dans l'apprentissage non supervisé, les algorithmes trouvent des modèles dans des données, sans qu'une variable d'output ne soit spécifiée. Dans l'apprentissage supervisé en revanche, des variables d'input et d'output sont définies. L'algorithme s'efforce dans cette approche de déduire au mieux l'output à partir des variables d'input.

Le machine learning existe depuis des décennies

Si elles bénéficient d'un regain de popularité depuis peu, bien des méthodes de machine learning sont loin d'être nouvelles. De fait, certaines approches établies remontent à plusieurs décennies, mais pendant longtemps, faute de puissance de calcul, elles ne pouvaient pas être utilisées dans la pratique, ou seulement de manière très limitée. Ces dix dernières années, certains matériels améliorés et tout particulièrement optimisés pour le machine learning ont toutefois permis de réaliser de grands progrès.

Fig. 41: Le machine learning a gagné en popularité

Fréquence des termes de recherche, recherches mondiales; indice: 100 = valeur maximale

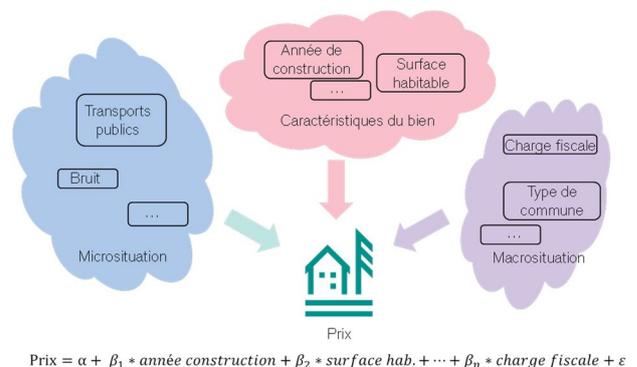


Source: Google Trends

Dernières données: 11/2021

Fig. 42: Visualisation d'un modèle de prix hédonique

Représentation schématique



Source: Credit Suisse

¹² On attribue au machine learning plusieurs définitions. Concernant son lien avec les questions économiques, voir par exemple Athey, S. (2019): The Impact of Machine Learning on Economics. In: Agrawal, Gans & Goldfarb (eds.) The Economics of Artificial Intelligence: An Agenda. University of Chicago Press.

Les modèles hédoniques, parmi les méthodes supervisées

D'autres méthodes de machine learning sont mises en pratique avec succès depuis des décennies, comme dans l'évaluation immobilière, où elles sont désormais bien établies. Les modèles de prix hédoniques, des modèles de régression multivariés, font eux aussi partie des méthodes supervisées. Un modèle de prix immobilier hédonique analyse le prix d'un bien sur la base des caractéristiques de l'objet ainsi que de la microsituation et de la macrosituation. Ce faisant, l'algorithme optimise la modélisation afin de réduire au maximum l'erreur d'estimation. Pourtant, contrairement à de nombreuses autres méthodes de machine learning, l'algorithme de modèles hédoniques est rarement suivi tel quel. Afin d'optimiser les modèles pour leur application pratique, les connaissances théoriques sur les interactions des différents indicateurs du marché immobilier et le savoir des experts sont directement intégrés dans la modélisation (fig. 42).

La Suisse, pionnière des modèles hédoniques

En appliquant dans la pratique des modèles hédoniques pour l'évaluation immobilière, la Suisse a fait office de pionnière. Au milieu des années 1990, l'entreprise IAZI (fondée en 1994) a conçu avec six banques, dont le Credit Suisse, le premier modèle hédonique utilisé à grande échelle pour évaluer la propriété du logement. Cette innovation a été motivée par la crise immobilière des années 1990, qui a mis en évidence l'importance de données préparées systématiquement sur le marché immobilier. À l'époque, une grande partie des données ne pouvait pas être lue par des machines et devait tout d'abord être préparée au format souhaité. Après environ un an et demi de développement, les banques ont pu commencer à recourir à ce modèle à partir de 1996.

Les indices de prix hédoniques optimisent la transparence

À compter de 1996, les ordinateurs ont donc de plus en plus souvent pris en charge l'évaluation de la propriété du logement en Suisse, ce qui a, sans surprise, contrarié dans un premier temps bien des experts en évaluation immobilière et associations. Mais depuis, les modèles hédoniques sont devenus la norme dans l'évaluation de la propriété du logement, si bien que même pour les plus petits immeubles de rapport, la méthode d'estimation assistée par ordinateur est de plus en plus utilisée. Les modèles ont sans cesse été améliorés depuis leur introduction, et un nombre croissant de fournisseurs en proposent. Et de ce fait, des indices de prix sont aujourd'hui publiés chaque trimestre au niveau régional et national. De quoi sensiblement améliorer la transparence sur le marché immobilier suisse.

La recherche se concentre sur de nouveaux algorithmes de machine learning

Le succès des modèles hédoniques et la disponibilité optimisée des données immobilières ont donné un nouvel élan à la recherche sur le marché immobilier en Suisse. Celle-ci se tourne cependant vers de nouveaux algorithmes de machine learning. Dans un ouvrage, les auteurs Mayer et al.¹³ ont ainsi comparé les méthodes de machine learning Random Forest et Gradient Boosting ainsi que les réseaux neuronaux à des modèles de régression traditionnels. Pour ce faire, ils ont utilisé un ensemble de données sur les maisons individuelles en Suisse. De leur côté, Walthert et Sigrist¹⁴ ont basé leur comparaison entre les modèles Deep Learning et Gradient Boosting, d'une part, et les modèles de régression traditionnels, d'autre part, sur des données relatives aux appartements en propriété en Suisse.

Des arbres de décision pour aider à la classification

Les méthodes Random Forest et Gradient Boosting recourent à des arbres de décision. Dans les deux approches, une variable explicative est utilisée pour classer l'ensemble des données en deux groupes. C'est l'algorithme qui détermine cette variable et la limite pour la classification, de façon à ce que les biens sous revue puissent être classés de la manière la plus optimale qui soit par rapport à leur prix. Ce processus se répète plusieurs fois.

Mode de fonctionnement des arbres de décision

La figure 43 représente un arbre de décision à deux embranchements. Dans cet exemple simple, les maisons individuelles sont triées au premier niveau selon le critère «surface habitable < 220 m²». Au deuxième niveau, l'algorithme sélectionne les critères «trajet jusqu'à la ville la plus proche ≥ 30 min» ainsi que «surface habitable < 382 m²». Les valeurs dans un cercle ovale correspondent au prix moyen de toutes les observations à l'intersection concernée. Pour illustrer concrètement le fonctionnement de l'arbre, prenons l'exemple d'une maison individuelle d'une surface habitable de 155 m² à Regensdorf, près de Zurich (valeur réelle: 1,7 mio. CHF). Dans la figure 43, le bien suit le chemin indiqué en vert. Notre modèle d'arbre de décision simple à deux niveaux lui attribuerait une valeur de 1,2 mio. CHF. L'imprécision des prévisions dans notre exemple s'explique par l'arbre très basique et court.

Le modèle entraîné doit être validé

Plus l'arbre est complexe et étendu, plus les prévisions concernant tous les biens dans l'ensemble de données sont précises. Dans des cas extrêmes, le modèle peut être si complet qu'un seul prix est attribué à chaque extrémité de l'arbre. Chaque prix peut alors être prévu avec exactitude dans chaque ensemble de données d'entraînement, mais cela n'est pas l'objectif. En effet, ce qui fait la qualité de l'algorithme, c'est sa capacité à prévoir le prix d'un bien qu'il ne connaît pas. Aussi la

¹³Mayer, M.; Bourassa, S.C.; Hoesli, M. & Scognamiglio, D. (2018): Estimation and Updating Methods for Hedonic Valuation. Swiss Finance Institute Research Paper Series, Nr. 18-76, Swiss Finance Institute, Zurich.

¹⁴Walthert, L. und Sigrist, F. (2019): Deep learning for real estate price prediction.

qualité doit-elle être contrôlée à l'aide d'un ensemble de données de validation. Afin d'éviter que le modèle ne soit trop spécifique, il est par exemple possible d'attribuer un nombre minimum d'observations à chaque extrémité de l'arbre de décision.

Random Forest: de nombreux arbres de décision complexes

En règle générale, si un seul arbre de décision ne génère pas de meilleures prédictions qu'un modèle de régression traditionnel, une combinaison de nombreux arbres donne souvent des résultats étonnamment précis. Le procédé Random Forest recourt à de nombreux arbres de décision complexes, dont la modélisation varie. Pour chaque embranchement, seul un sous-ensemble tiré au hasard de toutes les variables explicatives fait office de critères possibles de classification. De même, seule une partie de l'ensemble de données d'entraînement est intégrée à chaque arbre. Dans leur modèle Random Forest, Mayer et al. ont utilisé 500 arbres de décision.

Gradient Boosting: apprendre des erreurs d'estimation

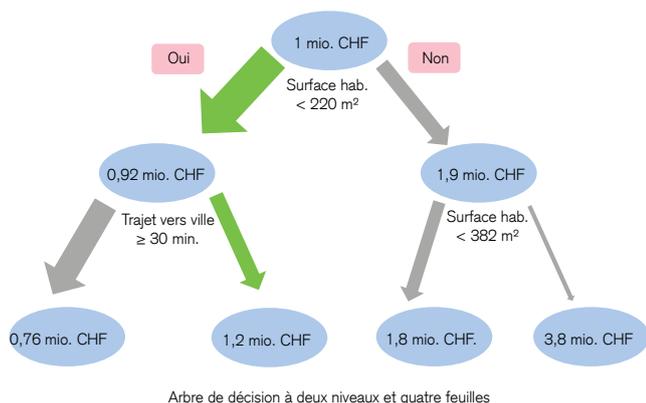
L'algorithme Gradient Boosting se base lui aussi sur de nombreux arbres de décision. Le processus de déduction est néanmoins différent. Dans le premier arbre, toutes les observations sont prises en compte avec la même pondération. Dans le deuxième, l'erreur d'estimation de chaque observation compte dans la pondération de celles-ci et les observations avec une prédiction incorrecte dans l'arbre précédent sont assorties d'une pondération plus élevée. De cette manière, l'erreur est progressivement réduite. On répète le processus jusqu'à ce qu'il ne soit plus possible d'améliorer le modèle. Mayer et al. ont répété leur algorithme à 1400 reprises et l'ont limité à une profondeur d'arbre maximale de 127 feuilles. Les modèles Gradient Boosting sont ceux qui offrent actuellement la plus grande précision pour les valeurs tabulaires. Dans la plupart des cas, ils génèrent de meilleurs résultats que les modèles Random Forest.

Modélisation complexe avec des réseaux neuronaux

Les arbres de décision ne sont pas les seuls moyens de modéliser les prix de l'immobilier à l'aide de méthodes de machine learning. Les réseaux neuronaux artificiels, qui s'inspirent du fonctionnement de notre système nerveux et de sa multitude de connexions neuronales, sont une option prisée. La figure 44 schématise ce type de réseau. Les Hidden Layers ou couches cachées, avec la combinaison et l'interaction complexes de différentes variables explicatives, sont un paramètre décisif. L'algorithme attribue une pondération à chaque connexion. À leur arrivée à une intersection, les signaux sont additionnés avec leur pondération et transmis à une fonction d'activation. Dès qu'une valeur seuil est dépassée, le signal est transmis dans le réseau. L'algorithme vérifie alors le résultat obtenu et apprend de ses erreurs en adaptant les pondérations de manière répétitive afin de générer les résultats les plus exacts possibles. Les réseaux Deep Learning, qui disposent de plusieurs Hidden Layers, sont un cas particulier de ces réseaux neuronaux.

Fig. 43: Exemple d'arbre de décision simple

Représentation schématique avec le cas des maisons individuelles

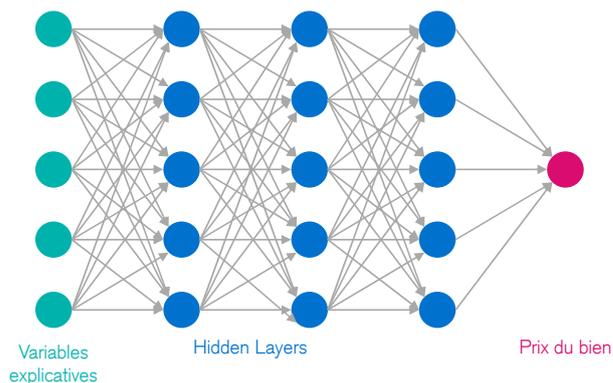


Arbre de décision à deux niveaux et quatre feuilles

Source: Mayer et al., Credit Suisse

Fig. 44: Exemple de réseau neuronal

Représentation schématique



Source: Credit Suisse

De meilleurs résultats, mais les modèles restent une boîte noire

Les travaux mentionnés soulignent que les estimations immobilières peuvent encore être légèrement améliorées grâce à des méthodes de machine learning modernes comme le Gradient Boosting ou des réseaux neuronaux artificiels (fig. 45). Cette optimisation a toutefois un coût. Les modèles hédoniques conventionnels ont un grand avantage: leur interprétabilité. Autrement dit, ils permettent de décrire aisément l'effet d'une variable explicative sur le prix d'un bien immobilier. Ce n'est pas le cas des méthodes de machine learning modernes. Et si des méthodes ont été développées ces dernières années pour pouvoir déterminer l'importance des variables d'input, il reste difficile d'en déduire des effets clairement interprétables. D'une certaine façon, les modèles

de machine learning demeurent ainsi une boîte noire, ce qui est tout faux utile dans les échanges avec les clients ou les autorités de surveillance, par exemple.

Inconvénient supplémentaire: une plus grande volatilité dans le temps

Les auteurs Mayer et al. mettent en outre en lumière un autre inconvénient des méthodes de machine learning modernes. Dans le cadre de leur travail, ils ont testé les différents modèles au fil du temps et ont pu ainsi déterminer que les méthodes de machine learning modernes présentent une volatilité plus élevée que les modèles de régression hédoniques classiques dès lors qu'elles sont appliquées sur plusieurs trimestres. Par conséquent, la valeur d'un bien immobilier varie nettement plus d'un trimestre à l'autre avec ces modèles (fig. 46). Mayer et al. parviennent à la conclusion que les modèles à effets mixtes sont ceux qui offrent le meilleur compromis entre précision, volatilité et interprétabilité. Ils s'apparentent aux modèles de régression classiques. En leur intégrant des effets aléatoires, ils peuvent capturer de manière appropriée dans le modèle les différentes dimensions spatiales et sont ainsi en mesure de réduire l'erreur d'estimation au moment de modéliser les paramètres liés à l'emplacement du bien.

Les cas spéciaux demeurent plus difficiles à estimer

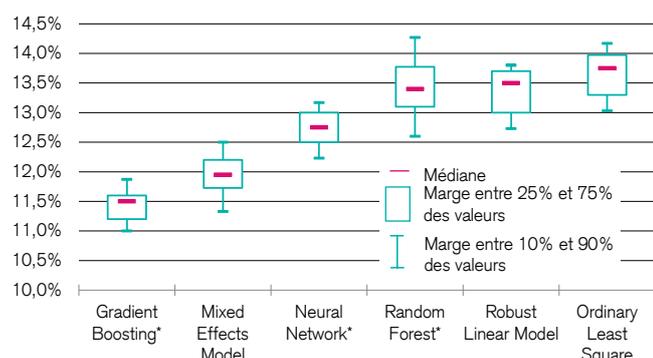
Les méthodes de machine learning modernes ont en outre les mêmes défauts que les modèles hédoniques classiques. Elles estiment avec précision essentiellement les biens dont les caractéristiques sont connues depuis la phase de modélisation. Confrontés à des éléments inconnus, les algorithmes restent à la peine. Les biens de luxe, d'exception ou ceux situés dans des communes sans données sont donc plus difficiles à estimer et ce, quel que soit l'algorithme choisi. De plus, les réseaux neuronaux, le Random Forest et le Gradient Boosting perdent toute efficacité dans les extrapolations, alors que les modèles de régression et à effets mixtes résolvent de tels cas sans problème. Les techniques de machine learning échouent par exemple lorsqu'une maison de 5000 m³ doit être évaluée, mais que l'ensemble des données ne va pas au-delà de maisons de 4999 m³.

La qualité des données, essentielle pour tous les modèles

La qualité des données est également décisive. Les prix de l'immobilier en sont un exemple éloquent. En Suisse, les données relatives aux transactions ne sont pas publiques et les obtenir est tout sauf facile. Les prix annoncés sur Internet ne représentent guère une alternative. C'est la leçon à tirer de l'évolution actuelle de la propriété du logement: en raison de la pénurie qui règne actuellement sur le segment, de plus en plus de biens sont vendus à un prix plus élevé que celui annoncé, voire adjugés au plus offrant.

Fig. 45: Les méthodes modernes de machine learning, plus précises

Répartition des erreurs de prévision absolues, en %



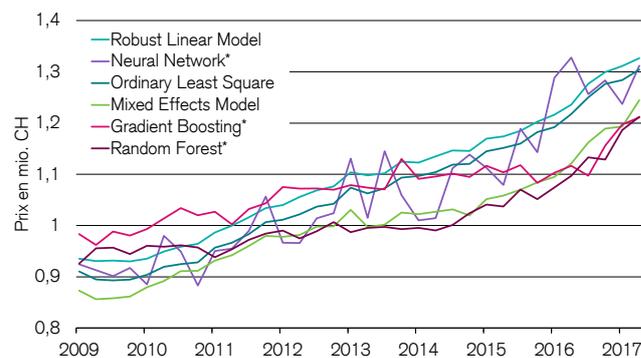
* Nouveaux algorithmes de machine learning

Source: Mayer et al.

Dernières données: 2017

Fig. 46: Les modèles traditionnels, moins volatils

Évolution du prix d'un bien type, évaluations au fil du temps



* Nouveaux algorithmes de machine learning

Source: Mayer et al.

Dernières données: 2017

Un décalage temporel persiste

Tous les modèles s'accompagnent en outre d'un décalage temporel. En effet, quel que soit l'algorithme retenu, les données de transaction utilisées pour la modélisation datent au mieux du trimestre précédent. Aucun des modèles ne peut donc refléter les changements de prix actuels sur le marché. Sans compter que, vu le faible nombre de transactions, le passage d'évaluations trimestrielles à des évaluations mensuelles n'est guère une option pour des raisons de qualité. Dès lors, ces décalages temporels entre modèle et marché vont s'inscrire dans la durée.

Encore du potentiel d'optimisation dans le processus de saisie

Indépendamment de l'algorithme choisi, un certain potentiel d'optimisation demeure, surtout en matière de saisie des données. Le processus d'évaluation pourrait encore être accéléré et automatisé davantage. À l'heure actuelle, l'algorithme doit encore souvent être alimenté manuellement. Car si la microsituation, par exemple, est déterminée automatiquement dans la plupart des modèles grâce à l'adresse indiquée, le standing du bien et l'état du bâtiment doivent eux être évalués par un humain. Le machine learning devrait donc pouvoir permettre d'automatiser davantage la saisie des données. La classification d'images et la reconnaissance des biens au moyen d'algorithmes de machine learning ont déjà fait de grands progrès ces dernières années.

Conclusion: le machine learning est intéressant, mais n'a rien d'une solution miracle

Pour résumer, les méthodes modernes de machine learning peuvent encore améliorer la qualité des prévisions des évaluations immobilières – avec toutefois des inconvénients: une transparence réduite et une volatilité accrue au fil du temps. Les méthodes modernes de machine learning ne devraient par conséquent être utilisées qu'avec parcimonie dans le financement immobilier des banques, dans un premier temps du moins. Des approches hybrides alliant modèles hédoniques traditionnels et méthodes de machine learning modernes pourraient être une solution. Justement, Mayer et al.¹⁵ ont récemment proposé une telle approche: la microsituation et la macrosituation sont déterminées à l'aide de méthodes de machine learning, tandis que la régression robuste intervient pour le reste de la modélisation. De cette façon, les avantages des deux méthodes sont combinés et les caractéristiques du bien restent directement interprétables.

¹⁵ Mayer, M.; Bourassa, S.C.; Hoesli, M. & Scognamiglio, D. (2021) Structured Additive Regression and Tree Boosting. Swiss Finance Institute Research Paper Series, Nr. 21-83, Swiss Finance Institute, Zurich.

Une demande hésitante

En raison d'incertitudes persistantes, la demande de surfaces de bureaux n'arrive pas à suivre la tendance à la hausse des chiffres de l'emploi. Cela étant, elle a plutôt bien tenu le choc en comparaison internationale.

Le marché du travail se redresse

Grâce aux mesures fiscales en général et à l'indemnité en cas de réduction de l'horaire de travail en particulier, la crise du coronavirus s'est moins répercutée sur le marché du travail en Suisse que dans d'autres pays. En effet, malgré le recul conjoncturel prononcé, le taux de chômage helvétique n'a atteint un pic de 3,7% qu'en janvier 2021. Il n'a ensuite cessé de diminuer jusqu'à la fin du quatrième trimestre 2021 pour atteindre 2,6%, tandis que la réduction de l'horaire de travail a elle aussi été bien moins utilisée. L'emploi total, en repli de 0,3% en 2020, s'est redressé de 1,1% (+45 000 postes) à la fin du troisième trimestre 2021 en comparaison annuelle, les branches avec une part traditionnellement élevée d'employés de bureau ayant notamment surmonté la pandémie sans trop de dommages grâce au recours au télétravail (Fig. 47).

Découplage entre chiffres du marché du travail et demande de surfaces de bureaux

La relation d'ordinaire étroite entre croissance de l'emploi de bureau et demande de surfaces de bureaux s'est en partie décollée pendant la pandémie. En effet, en dépit d'un développement robuste de l'emploi de bureau, de nombreux demandeurs se sont abstenus de louer de nouvelles surfaces. L'absorption des surfaces se fait attendre, notamment parce que la pandémie traîne en longueur et que la tendance au télétravail se consolide en conséquence. D'après une enquête de Deloitte, la proportion d'employés travaillant à domicile au moins une demi-journée par semaine a doublé dans le sillage de la pandémie, passant de 24% en 2018 à près de 50% récemment. À notre sens, notre prévision de juin 2020, qui stipulait que le télétravail allait entraîner à moyen terme une diminution des besoins en surfaces de bureaux d'environ 15%, reste d'actualité.

Une demande moins hésitante que prévu

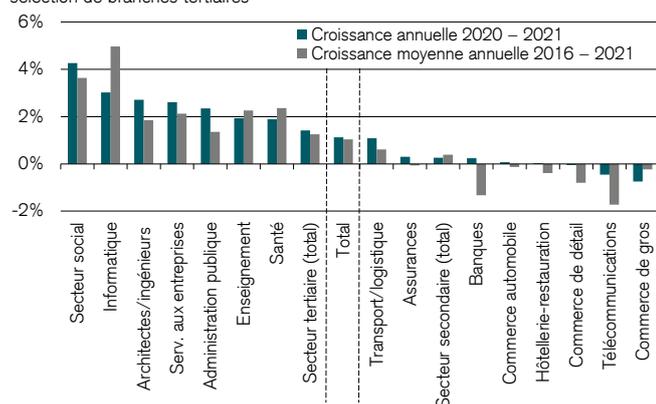
Si l'incertitude quant à la demande future de surfaces de bureaux reste assez élevée chez de nombreux locataires, des prolongations de baux et quelques nouveaux contrats ont été observés sur le marché – notamment à des fins de concentration. La demande de surfaces a donc fait meilleure figure que ce que beaucoup ne craignaient, malgré de nombreux locaux de bureaux à moitié vides. Jusqu'ici, les changements structurels restent peu visibles sur le marché. L'incertitude signifie aussi que les locataires ne cèdent des surfaces ou ne renoncent à prolonger leur bail que dans certains cas.

La demande tend à la hausse, mais reste morose

Le long processus de normalisation met en outre de plus en plus en évidence le rôle important d'un bureau central dans la communication, et surtout dans l'innovation au sein d'une entreprise. Avec le temps, les inconvénients du télétravail devraient se faire plus manifestes, si bien que les bureaux devraient regagner en importance. Dans l'ensemble, nous estimons que la demande supplémentaire, en repli d'environ 260 000 m² en 2021, devrait se redresser cette année pour atteindre environ 360 000 m² (Fig. 48).

Fig. 47: La croissance de l'emploi se reprend bien

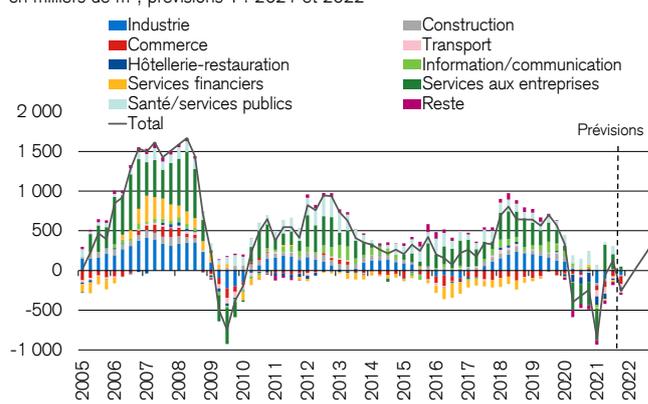
Croissance de l'emploi (croissance annuelle à la fin du T3 2021, en EPT) dans une sélection de branches tertiaires



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse | Dernières données: T3 2021

Fig. 48: La demande supplémentaire de bureaux à la traîne

Demande supplémentaire estimée par rapport au trimestre précédent, en milliers de m²; prévisions T4 2021 et 2022



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse | Dernières données: T3 2021

Le télétravail, frein seulement provisoire au besoin de surfaces

À long terme, une forte tendance à la numérisation éclipsera le recul à moyen terme de la demande de surfaces de bureaux dû au télétravail. La numérisation transformera de nombreux emplois en activités de bureau; à long terme, elle devrait donc générer une demande supplémentaire importante.

Des tendances contradictoires ont un impact sur la demande de bureaux à long terme

Ces dernières années, la croissance de l'emploi et la numérisation croissante du marché du travail ont entraîné une augmentation significative des emplois de bureau en Suisse, stimulant ainsi la demande de surfaces de bureaux. Entre 2000 et 2019, le pourcentage moyen des activités de bureau par rapport à l'ensemble des emplois (taux de bureaux) est passé de 34% à 45%. Dans le même temps, la part de personnes travaillant au moins en partie depuis chez elles a augmenté, avant même l'apparition de la pandémie. Le coronavirus a renforcé cette tendance, raison pour laquelle nous tablons sur une réduction de la demande de 15% d'ici 2030, télétravail oblige. L'évolution inverse de ces tendances soulève une question: comment l'évolution de l'emploi se répercutera-t-elle à l'avenir sur la demande de surfaces de bureaux?

Base: prévisions de l'emploi jusqu'en 2060

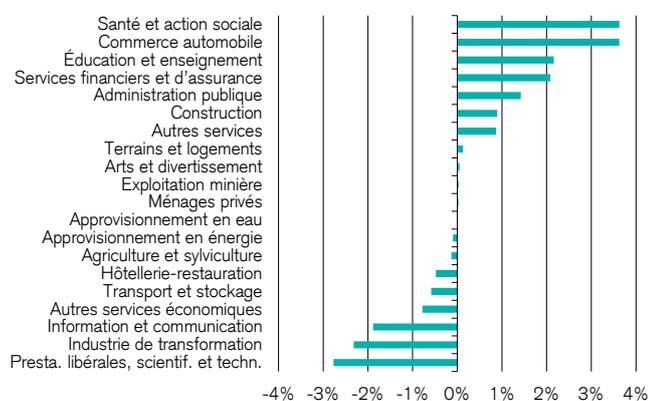
Notre analyse s'appuie sur les scénarios économiques suisses 2060 élaborés par Ecoplan et KPMG, qui tablent sur une croissance de l'emploi de 10% au total d'ici 2060 dans notre pays.¹⁶ Abstraction faite des tendances susmentionnées, cette croissance de l'emploi se traduit par une augmentation des surfaces de bureaux d'environ 6% d'ici 2060, les contributions variant fortement selon les branches (Fig. 49). En revanche, la baisse de la demande liée au télétravail, estimée à 15% d'ici 2030, se traduit par une diminution des surfaces de 10% d'ici 2060. Compte tenu des différentes structures économiques régionales, les villes à forte densité d'emplois de bureau sont les plus touchées. Si le télétravail réduit les besoins de surfaces, la numérisation fait progresser les taux de bureaux dans toutes les branches – à 60% en moyenne d'ici 2060 selon notre modélisation. À lui seul, ce pourcentage entraînerait une augmentation de 42% de la demande de surfaces de bureaux (Fig. 50).

Demande de surfaces de bureaux positive sur le long terme

Au regard de ces trois paramètres, la Suisse aura besoin de 23% de surfaces de bureaux supplémentaires d'ici 2060. La tendance au télétravail ne devrait donc affecter les besoins que dans les prochaines années. Une fois que le nouveau rapport entre télétravail et travail au bureau sera établi, la forte tendance à la numérisation devrait devenir un facteur de croissance déterminant¹⁷.

Fig. 49: Contrib. à la croiss. à LT (6%) des surf. de bureaux

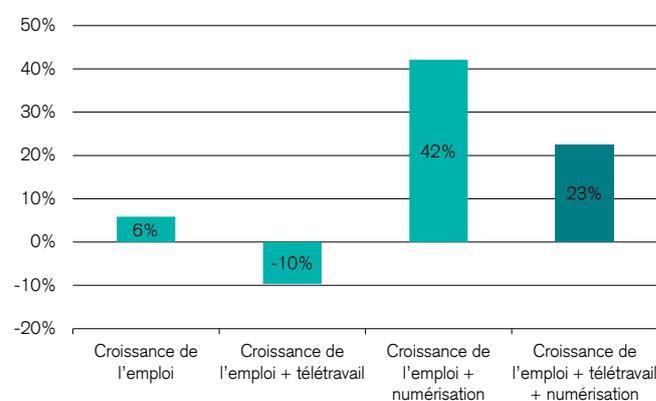
En points de pourcentage, 2019–2060, sans télétravail ni numérisation



Source: Ecoplan, KPMG, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 50: La numérisation augmente la demande de bureaux à LT

Demande de surf. de bureaux, croiss. par moteur, pts de pourcent., 2019–2060



Source: Ecoplan, KPMG, Office fédéral de la statistique, Rutzer & Niggli¹⁸, Credit Suisse:

¹⁶ Ecoplan, KPMG (2020): Scénarios par branche et leur régionalisation, rapport final.

¹⁷ Voir également notre étude «Credit Suisse Marché de l'immobilier de bureau suisse 2022» de décembre 2021.

¹⁸ Rutzer, C. & Niggli, M. (2020). Corona-Lockdown und Home Office in der Schweiz. CIEB, Bâle.

L'offre repart à la hausse

Les surfaces de bureaux proposées à la location progressent à nouveau, mais moins qu'à l'étranger. La demande hésitante fait augmenter l'offre sur tous les marchés partiels. Aussi prévoyons-nous une commercialisation des surfaces de bureaux plutôt délicate dans les trimestres à venir.

Nouvelle croissance de l'offre de surfaces de bureaux – mais moins soutenue qu'à l'étranger

Si la demande de surfaces de bureaux, robuste jusqu'à l'apparition de la pandémie, n'a pas permis d'endiguer la hausse de l'offre de surfaces qui s'observe depuis des années, elle l'a au moins temporairement stoppée. La faiblesse de la demande, plombée par la pandémie, met fin à cette brève phase de consolidation; pour preuve, le volume des surfaces de bureaux proposées s'accroît à nouveau à l'heure actuelle (Fig. 52). Le taux de l'offre est passé de 5,5% à 5,8% en 2021. Par rapport à d'autres marchés de l'étranger (États-Unis ou Grande-Bretagne, par exemple), l'offre de surfaces de bureaux n'augmente que modérément en Suisse. Les surfaces continuent donc d'être absorbées par le marché, principalement pour optimiser des sites, et souvent aussi pour regrouper des collaborateurs.

L'augmentation de l'offre est largement soutenue

Tous les segments du marché de l'immobilier de bureau contribuent à la hausse de l'offre. Les surfaces proposées gagnent du terrain à la fois dans les cinq grands marchés, dans les petits et les moyens centres, ainsi que dans le reste de la Suisse (Fig. 51). Dans les grands centres, l'offre augmente le plus, en chiffres absolus, dans les communes d'agglomération autour des villes (immobiliers de bureau extérieurs). En pourcentage, c'est cependant dans les centres-villes que l'offre a le plus progressé. Les segments du marché qui enregistrent actuellement une forte hausse des surfaces sont particulièrement concernés. Ainsi, l'extension attendue des surfaces à Bâle, par exemple, contribue significativement à l'augmentation de l'offre de surfaces dans les centres-villes.

De plus en plus de surfaces proposées en dehors des portails

À l'image des locataires plus prudents, qui préfèrent souvent remettre à plus tard leur décision de louer des surfaces supplémentaires, les bailleurs sont eux aussi moins enclins à annoncer les surfaces qui se libèrent ou sont vacantes sur les grands portails en ligne. Par conséquent, la part des surfaces annoncées uniquement par des courtiers ou des sites web immobiliers a pour ainsi dire doublé en 2021 en comparaison annuelle. Cette tendance peut s'interpréter comme une réaction à la faible absorption des surfaces de bureaux.

Des perspectives mitigées

Malgré une croissance de l'emploi plus soutenue, l'absorption des surfaces devrait demeurer difficile et en deçà des valeurs habituelles. Une nouvelle hausse de l'offre de surfaces n'est donc pas à exclure, d'autant que jusqu'ici, peu de surfaces ont été libérées ou réduites en raison de la pandémie. Et pourtant, bien des locataires prévoient de le faire. Dans le même temps, une certaine demande s'est probablement accumulée. L'offre devrait donc à notre sens continuer à augmenter, et surtout pour les surfaces de grande taille et celles situées en périphérie.

Fig. 51: Offre de surf. de bureaux en hausse sur tous les marchés partiels

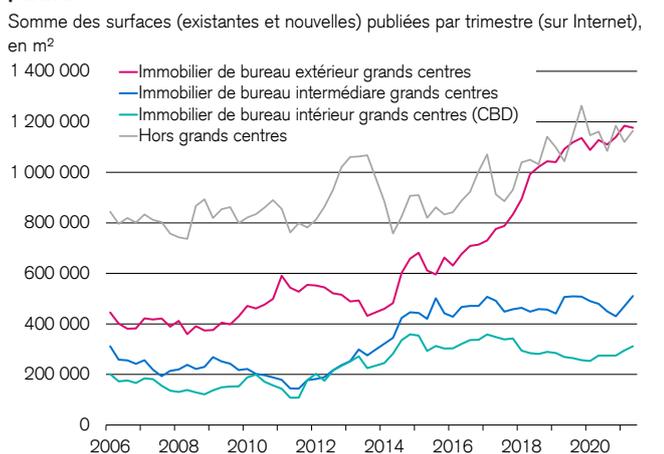
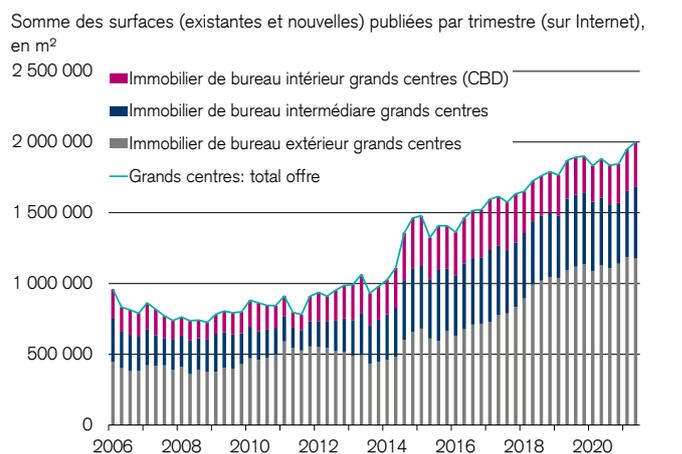


Fig. 52: L'offre de surfaces de bureaux repart à la hausse



Faible activité de construction

D'après les permis de construire octroyés, l'activité de construction d'immeubles de bureaux à venir devrait rester bien inférieure à la moyenne à long terme dans toute la Suisse, mais particulièrement dans les grands centres, où la situation est variable.

L'activité de construction est actuellement déterminante pour la situation du marché

La pandémie a significativement accéléré la transition vers de nouvelles formes de travail et des univers de travail modernes. Les incertitudes en découlant quant aux futurs besoins en surfaces de bureaux ont miné la demande. Dans pareille situation, l'offre passe inmanquablement au premier plan, car l'arrivée massive de nouvelles surfaces sur le marché peut rapidement entraîner des déséquilibres sur les marchés régionaux.

Prudence du côté des investisseurs

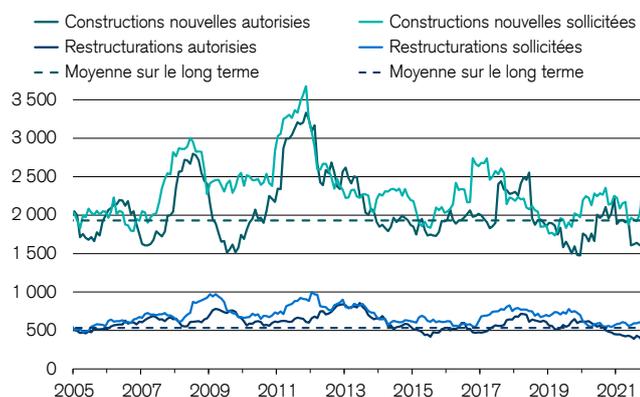
En 2021, les permis de construire délivrés pour des surfaces de bureaux représentent un volume d'investissement d'environ 1,6 milliard CHF (Fig. 53), un chiffre nettement en deçà du pic de novembre 2020 et inférieur de 17% à la moyenne à long terme depuis 1995. Les investisseurs se montrent donc un peu plus prudents lorsqu'il s'agit d'injecter des fonds dans des immeubles de bureaux; de même, ils attendent que les incertitudes planant sur les futurs besoins en surfaces se dissipent pour lancer de nouveaux projets. Les demandes de permis de construire, elles, restent élevées, à la faveur surtout de facteurs particuliers. Ainsi, de plus en plus de centres de données ou d'autres bâtiments incluant des bureaux sont actuellement planifiés. Une demande de permis de construire pour un nouveau centre de police du canton de Berne, à Niederwangen, a par exemple été récemment déposée. Les montants approuvés pour la transformation de bureaux en 2021 représentent une somme très faible en comparaison à long terme. Aujourd'hui, les constructions de remplacement sont préférées aux transformations dans la plupart des cas.

L'activité de construction est morose dans la plupart des grands et moyens centres

Si la situation de l'immobilier de bureau à Zurich est relativement intacte, c'est en grande partie en raison d'une activité de construction clairement inférieure à la moyenne. La figure 54 mesure l'extension des surfaces sur la base de la valeur moyenne des investissements autorisés ces cinq dernières années, car de nombreux projets de bureaux ne sont lancés que lorsque les permis de construire sont sur le point d'expirer. À l'inverse, la forte expansion des surfaces à Bâle permet de comprendre pourquoi l'offre de surfaces proposées n'a cessé d'augmenter, jusqu'à atteindre un taux d'offre de 8,8%. La comparaison entre Lausanne et Genève est intéressante: alors que dans la cité de Calvin, c'est plutôt la faible demande qui a fait augmenter l'offre de surfaces à 12,3% ces dernières années, Lausanne a pu compter sur une demande assez robuste malgré une activité de construction plus intense, si bien que l'offre de surfaces y a finalement nettement moins progressé. Au total, le pipeline n'est rempli qu'aux trois quarts dans la plupart des grands et moyens centres. Au vu de cette retenue des investisseurs, la plupart des marchés de l'immobilier de bureau ne devraient pas connaître de déséquilibres trop importants dans les trimestres à venir.

Fig. 53: L'extension attendue des surfaces de bureaux est faible

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

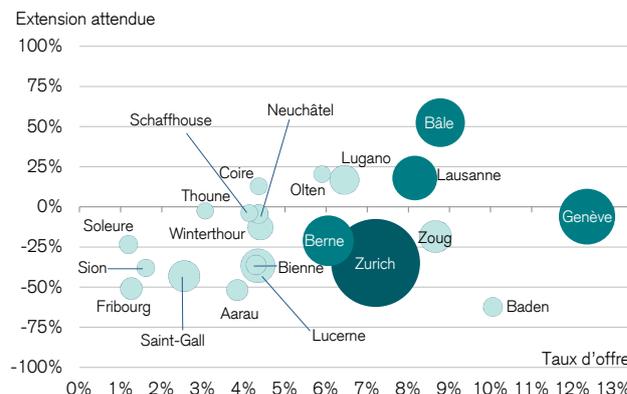


Source: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 10/2021

Fig. 54: Des expansions marquées augmentent les taux d'offre

Taille du cercle: parc de surfaces de bureaux; expansion: permis octroyés ces 5 dernières années par rapport à la moy. à long terme, taux d'offre en % du parc, 2018



Source: Credit Suisse, Meta-Sys, Baublatt

Dernières données: 09/2021

L'immobilier de bureau résiste

Plombée par la pandémie, la faible demande se traduit par une hausse des taux d'offre et des surfaces vacantes. Les loyers, quant à eux, sont sous pression. Cela dit, comparé aux marchés étrangers, l'immobilier de bureau suisse résiste mieux que prévu.

Jusqu'ici, les effets de la pandémie sont gérables

Tandis que l'offre de surfaces de bureaux proposées et les surfaces vacantes explosaient à Londres ou à New York en raison de la pandémie de COVID-19, la situation est restée sous contrôle en Suisse. Bien sûr, dans l'ensemble, les offres de surfaces ont augmenté et les surfaces vacantes repartent à la hausse, mais les perturbations ont jusqu'ici été nettement moins graves que ce que l'on craignait initialement. Au total, les surfaces vacantes officiellement mesurées en Suisse, qui couvrent environ 44% du marché, ont enregistré une progression modérée de 13%. La réduction des surfaces vacantes observée au cours des deux années précédentes a pour ainsi dire été inversée (Fig. 55).

Les surfaces vacantes à nouveau en hausse

En ville de Zurich, le taux de vacance a certes augmenté de 18% jusqu'à la mi-2021, mais il reste au troisième niveau le plus bas de ces vingt dernières années. Dans la ville de Berne, où les réaffectations de surfaces de bureaux sont déjà très répandues, les surfaces vacantes ont même reculé d'un tiers. Elles ont aussi diminué dans le canton de Genève, bien que le chiffre actuel demeure dans la fourchette du record atteint il y a deux ans. En revanche, les surfaces vacantes ont grimpé dans les grands centres où l'activité de construction était et demeure la plus intense. Dans la ville de Bâle et la région de Lausanne, les surfaces vacantes ont plus que doublé, alors que dans le canton de Bâle-Campagne, la progression n'a pas dépassé un tiers.

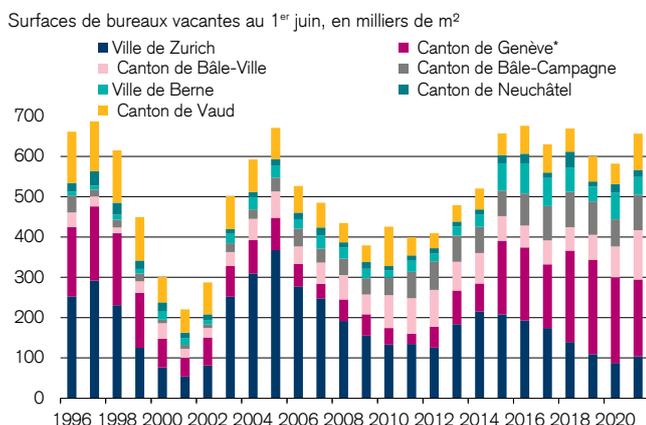
Tendance toujours latérale pour les loyers

Les loyers envoient des signaux un peu contradictoires: à la mi-2021, ils avaient perdu 0,1% en comparaison annuelle, après avoir gagné en moyenne 1,3% par an pendant la décennie précédente (Fig. 56). Dans la région de Berne (-1,2%) et la ville de Zurich (-0,6%), ils ont cédé du terrain. Soulignons cependant que les loyers mesurés à la conclusion des baux ne reflètent pas toute la vérité: les bailleurs ont, semble-t-il, dû faire de plus en plus de concessions, en particulier en dehors des centres-villes, pour parvenir à écouler des surfaces de bureaux sur le marché.

Des perspectives mitigées

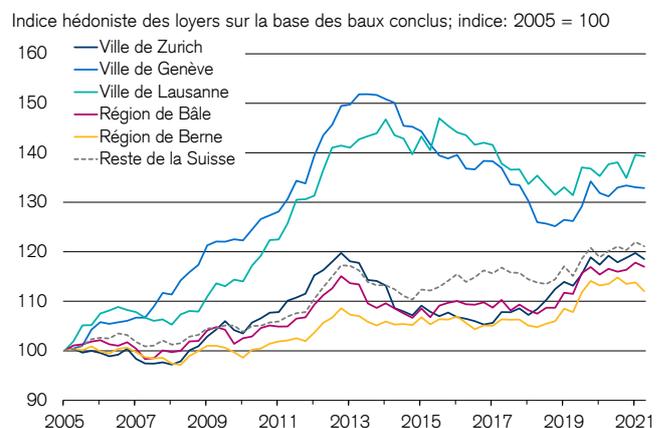
D'un côté, la robuste croissance de l'emploi et le recul des taux d'incidence du COVID-19 devraient doper la demande de surfaces ces prochains trimestres. D'un autre côté, les baux arrivant à échéance devraient selon nous faire l'objet d'une rationalisation des surfaces, notamment de la part des grandes entreprises. À l'avenir, il ne faudra donc plus tabler sur le même besoin en surface par employé, et la commercialisation devrait rester difficile. En dépit de la reprise conjoncturelle, les offres de surfaces et les surfaces vacantes devraient selon nous se maintenir à des niveaux élevés, tandis que les loyers continueront de légèrement se replier.

Fig. 55: Les surfaces vacantes repartent à la hausse



* 2020: interpolation de la valeur pour le canton de Genève, faute de données.
Source: divers offices de statistique, Credit Suisse Dernière donnée: 06/2021

Fig. 56: Les prix des loyers de bureaux tendent actuellement à se stabiliser



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

Dernières données: T2 2021

La pandémie laisse des traces

↘ Demande

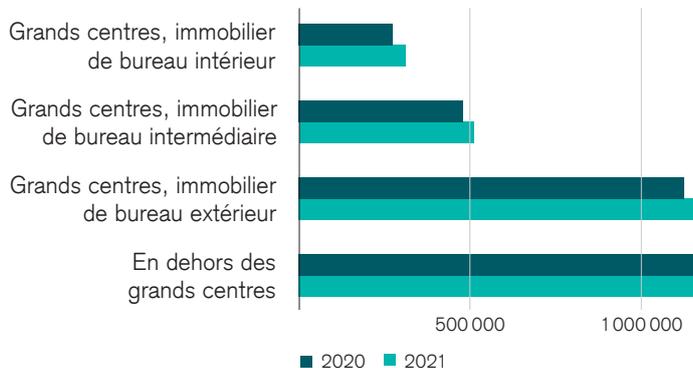


L'incertitude due au télétravail freine la demande

2022: la demande de surfaces se reprend mais reste à la traîne de la croissance de l'emploi

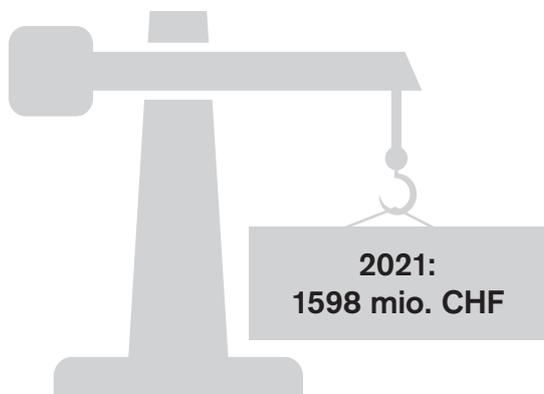
↗ Offre

Offre de surfaces annoncées, en m²



2022: l'absorption de surface toujours difficile

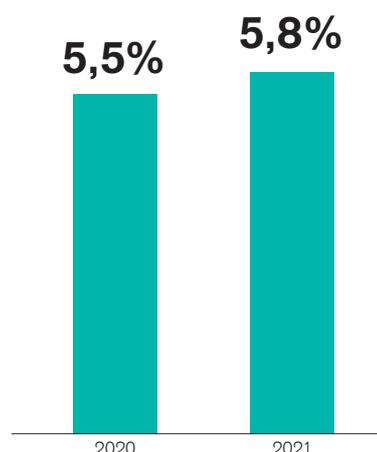
↘ Surfaces de bureaux avec permis de construire



Surfaces de bureaux avec permis de construire: 17% en deçà de la moyenne à long terme

2022: la retenue des investisseurs du côté de la production empêche l'apparition d'importants déséquilibres

↗ Taux d'offre



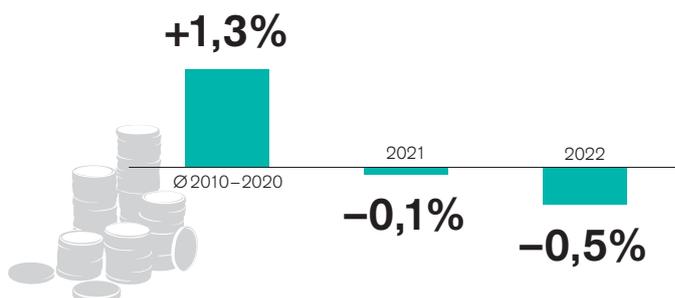
Les taux d'offre augmentent davantage dans les régions qui ont récemment connu une forte expansion

↗ Surfaces vacantes



2022: les surfaces vacantes progressent encore

↘ Prix des loyers (à la conclusion des baux)



2022: pression persistante sur les loyers

Délai de grâce temporaire

L'augmentation inespérée des chiffres d'affaires (CA) masque la mutation structurelle historique du commerce de détail, amplifiée par la pandémie. Le dégraissage des effectifs se poursuit en effet insidieusement et n'est pas près de s'arrêter.

Consommation forcée de produits suisses

L'excès de distractions, de choix et d'alternatives tend à nuire au commerce de détail suisse. Les augmentations inespérées de son CA pendant la pandémie ont clairement illustré ce constat. Limités dans leur liberté de mouvement et même par moments confinés chez eux, les ménages se sont davantage tournés vers les produits vendus en ligne ou le commerce de détail stationnaire pour dépenser un argent qui, en temps normal, aurait financé voyages, sorties au restaurant, concerts ou autres activités de loisirs. Faute de pouvoir voyager, les Suisses ont réappris à connaître et à apprécier les charmes de leur pays. Est-ce aussi durablement vrai pour le commerce de détail? Pas vraiment. La forte augmentation du CA du commerce de détail suisse est due aux restrictions pandémiques. Elle reflète donc plus une consommation forcée qu'une hausse de l'attractivité des magasins helvétiques.

Du répit pour le commerce stationnaire

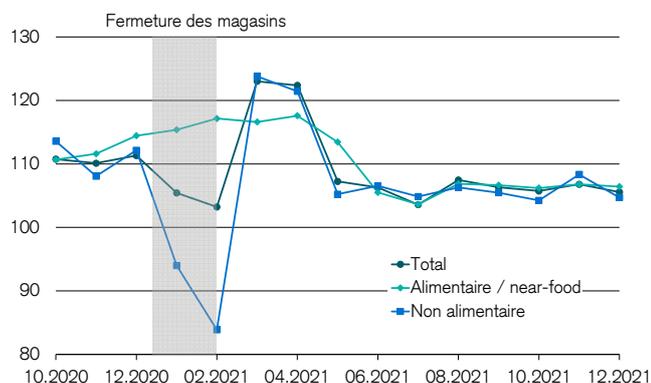
La pandémie a ainsi permis au retail d'enregistrer en 2021 – comme en 2020 – une croissance de son CA inédite depuis longtemps: +1,3% en 2021 selon l'Institut GfK (fig. 58). Les statistiques de l'OFS, qui intègrent à la fois les grands acteurs et les commerçants spécialisés, indiquent un pourcentage de 3,3%. Ce vent favorable inespéré, qui s'est même traduit par une hausse du chiffre d'affaires du commerce stationnaire (+3,0%), offre au commerce de détail un répit bienvenu face aux mutations structurelles actuelles, lesquelles nous font de plus en plus passer d'habitudes d'achat localisées à des achats sans référence spatiale précise. Le commerce serait bien inspiré de profiter de ce délai de grâce pour réorganiser ses structures en conséquence. Les vacances hors de Suisse, les escapades shopping dans des villes de l'étranger ou les courses hebdomadaires meilleur marché dans un pays voisin seront à nouveau une réalité tôt ou tard...trop tôt au gré du commerce de détail.

Rétrospective 2021: le retail, grand gagnant de la pandémie

Le coronavirus a marqué le chiffre d'affaires du commerce de détail suisse en 2021 comme en 2020. La fermeture des magasins de biens de consommation non essentiels du 18 janvier à fin février 2021, surtout, a laissé des traces profondes chez les détaillants non alimentaires (fig. 57). Le commerce alimentaire, lui, a profité pendant plusieurs mois d'une concurrence limitée, au vu de la situation du tourisme d'achat et de la restauration. Au premier semestre 2021, les dépenses de consommation dans le tourisme d'achat ont cédé environ 23% par rapport à avant la pandémie.¹⁹

Fig. 57: Normalisation des CA du commerce durant l'année

CA nominaux du retail corrigés des var. saisonnières et indexés (2019 = 100)

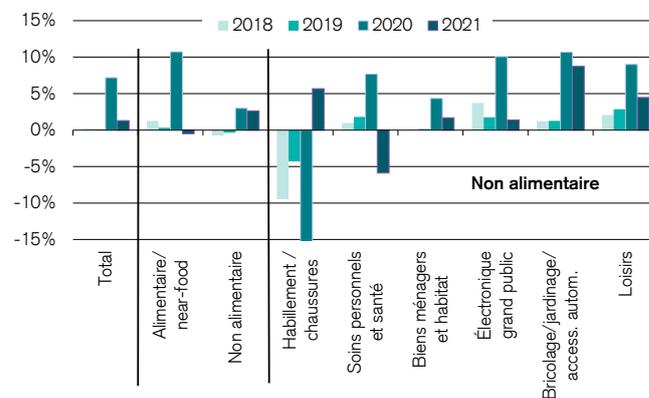


Source: GfK, Credit Suisse

Dernières données: 12/2021

Fig. 58: L'alimentaire reste élevé, le non-alimentaire repart à la hausse

Croissance nom. CA, com. de détail (corr. des var. saisonnières/jours ouvrables)



Source: GfK, Credit Suisse

Dernières données: 12/2021

¹⁹ Hunziker, T. (2021): Le tourisme d'achat n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise, Credit Suisse Econ. Alert, 21.07.2021.

Le commerce de détail alimentaire toujours à son niveau élevé de l'année dernière

Avec la réouverture des frontières et des restaurants au deuxième trimestre, la pression de la concurrence sur le commerce alimentaire suisse s'est à nouveau accrue, faisant reculer les chiffres d'affaires (fig. 57). Simultanément, le tourisme d'achat a commencé à se redresser, tout en demeurant dans un premier temps en deçà de son niveau de 2019. Sa reprise continue a ensuite entraîné une normalisation des chiffres d'affaires, y compris dans le secteur alimentaire, même si ceux-ci sont restés supérieurs au niveau pré-pandémique jusqu'à la fin de l'année, en raison de la persistance de la pandémie et de la tendance au télétravail.

Le secteur non alimentaire a de la chance dans son malheur

Dans le secteur non alimentaire, très affecté par les fermetures de magasins à l'hiver 2020/2021, la réouverture des magasins à partir du 1^{er} mars 2021 a débouché sur un rattrapage prononcé de la consommation, largement limité à la Suisse. Le chiffre d'affaires du secteur non alimentaire s'est ensuite lui aussi stabilisé légèrement au-dessus du niveau d'avant-crise. Une fois encore, le segment de l'habillement et des chaussures a souffert (fig. 58). S'il a progressé en comparaison annuelle, sa reprise a été plutôt décevante compte tenu de son année 2020 catastrophique (-15%). Un effet de base s'est également fait ressentir dans les soins personnels et la santé, qui n'ont pas pu répéter en 2021 leurs chiffres d'affaires solides de 2020. En revanche, les secteurs biens ménagers et habitat (+1,7%), électronique grand public (+1,4%), bricolage / jardinage / accessoires automobiles (+8,8%) et loisirs (+4,5%), à nouveau en hausse, ont retrouvé des couleurs. Finalement, le segment non alimentaire s'en est mieux sorti qu'en 2020 (+2,7%). Le segment alimentaire, lui, a tout juste réussi à maintenir son niveau élevé de l'année précédente avec une légère baisse de 0,5%. Dans l'ensemble, la situation du commerce de détail paraît peu à peu se normaliser à un niveau environ 6% au-dessus des chiffres d'affaires d'avant la pandémie. Reste maintenant à défendre ces résultats.

2021, une bonne surprise pour de nombreux détaillants

Pour de nombreux détaillants, 2021 a été meilleure que prévu. Après avoir formulé des objectifs assez prudents en matière de chiffres d'affaires et de bénéfices en raison d'une année 2020 compliquée, 50% des détaillants ont pu dépasser, parfois nettement, ces prévisions. Pour 51% d'entre eux, les bénéfices ont même été supérieurs aux attentes, et 10% seulement ont manqué leurs objectifs. Le marché partiel du non-alimentaire a affiché des résultats un peu plus souvent supérieurs à la moyenne que le secteur alimentaire. La comparaison effective entre 2021 et 2020 donne également un résultat positif. 54% des décideurs du commerce de détail interrogés par la société de conseil Fuhrer & Hotz pour notre étude Retail Outlook²⁰ ont indiqué avoir pu augmenter leurs chiffres d'affaires par rapport à 2020 et seuls 30% sont restés en deçà. Les commerçants du segment alimentaire / near-food ont été plus fortement touchés par les baisses de chiffre d'affaires que la moyenne, probablement parce que davantage de personnes ont retrouvé le chemin du bureau et ont donc moins souvent mangé chez elles. La tendance des achats alimentaires dans le commerce de détail pour une consommation à domicile s'est donc orientée à la baisse.

Perspectives 2022: recul inévitable des chiffres d'affaires

La poursuite de la reprise conjoncturelle et l'embellie sur le marché du travail devraient soutenir les chiffres d'affaires du commerce de détail en 2022. La croissance démographique constante, largement portée par une immigration nette positive, devrait-elle aussi être supérieure en 2022 au niveau d'avant la crise. L'effet de base induit par la fermeture des magasins stationnaires début 2021 influera positivement sur la croissance des chiffres d'affaires en 2022. Cela étant, il sera difficile de conserver les niveaux très élevés de 2021 dans le contexte de la pandémie, car d'autres effets de base ont un impact négatif. La fin des restrictions dans la restauration et de l'obligation du télétravail devrait peser sur les chiffres d'affaires du secteur alimentaire. Par ailleurs, dans le cadre de la normalisation, des activités de consommation alternatives devraient à nouveau disputer de plus en plus au commerce de détail suisse les parts plus conséquentes des dépenses de consommation. Le tourisme d'achat, lui, va de nouveau peser plus lourd. Une normalisation des habitudes d'achat s'est déjà dessinée au deuxième semestre 2021. La fréquentation des commerces de détail stationnaires a atteint des valeurs à peine inférieures à celles des semaines qui avaient précédé le début de la pandémie (fig. 59).

Les tendances à la saturation devraient faire pencher la balance dans l'autre sens

Les tendances à la saturation dans la vente de biens de consommation durables – bicyclettes, skis de fond, meubles, ordinateurs ou encore outils pour la maison et le jardin – devraient faire reculer les chiffres d'affaires dans les segments non alimentaires correspondants. L'habillement, par contre, devrait à notre sens connaître une consommation de rattrapage, sans toutefois permettre au secteur de se rapprocher de son niveau d'avant-crise. Pour 2022, nous attendons globalement une baisse des chiffres d'affaires nominaux d'environ 4%. La variation annuelle évoluera selon le segment. L'optimisme est davantage de mise dans la branche commerce de détail. Pour preuve, deux tiers des détaillants et fabricants de biens du commerce de détail interrogés anticipent une hausse de leurs chiffres d'affaires en 2022.

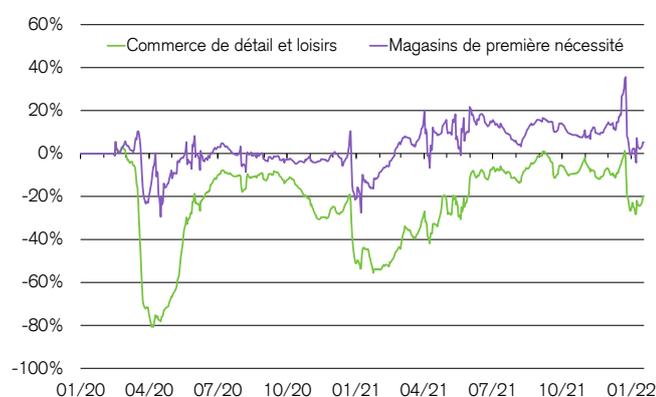
²⁰ Credit Suisse Retail Outlook 2022: Des «special days» polarisent le commerce de détail suisse.

Nouvelles parts de marché pour le commerce en ligne agile

En 2021, le commerce en ligne a su conserver le niveau de chiffre d'affaires en forte hausse de 2020 – et même l'augmenter (fig. 60). L'évolution parfois surprenante de la crise sanitaire a tourné à l'avantage des commerçants en ligne agiles, qui ont pu adapter plus facilement et plus rapidement leur gamme de produits, leurs promotions ou leurs prix. Les évolutions marquées dans la demande – par exemple, les pantoufles supplantant les chaussures élégantes – ont été autant de défis pour le commerce. Quiconque était en mesure de livrer des produits soudainement prisés disposait d'un avantage. Or, les commerçants en ligne, habitués à des cycles plus courts, ont eu moins de difficultés à se procurer la bonne marchandise et à la distribuer que les commerçants stationnaires, qui achètent généralement leurs produits longtemps à l'avance et les gèrent ensuite de façon statique au fil de la saison. Les fournisseurs qui ont le plus profité de la formidable demande en ligne sont ceux qui étaient déjà établis sur le marché, disposaient de processus opérationnels et avaient mis en place des infrastructures logistiques complètes ou pouvaient s'approvisionner à l'extérieur. Ces acteurs ont pu exploiter pleinement les économies d'échelle offertes par des volumes de chiffres d'affaires en hausse.

Fig. 59: Normalisation des fréquentations au deuxième semestre 2021

Moyenne sur 7 jours, 0% = valeur de départ entre le 10 janvier et le 29 février 2020

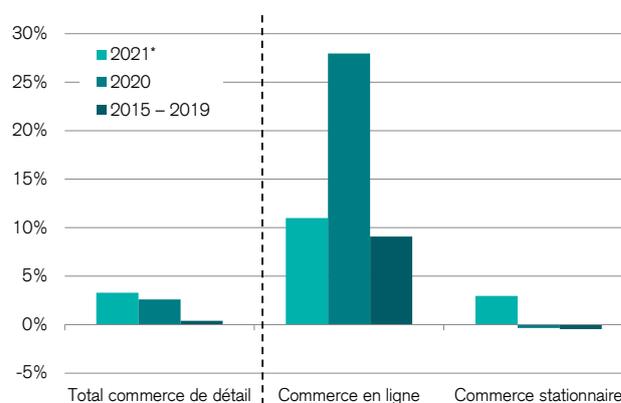


Source: Google

Dernières données: 17.01.2022

Fig. 60: Évolution divergente des chiffres d'affaires commerce stationnaire / en ligne

Croissance des CA nominaux du commerce de détail (*estimation)



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

Importantes disparités dans le secteur en ligne

Il va sans dire que les chiffres d'affaires n'ont pas évolué de la même façon pour tous les détaillants en ligne. Si tous ou presque ont pu tirer parti du boom entraîné par le coronavirus, certains n'ont atteint que des taux de croissance à un chiffre. D'autres, en revanche, ont vu leurs chiffres d'affaires littéralement crever le plafond. Notons par ailleurs que les fournisseurs étrangers ont été distancés: la plupart ont affiché des chiffres d'affaires en baisse en 2020 – et probablement aussi en 2021. Au total, le commerce en ligne devrait avoir gagné environ 11% l'an dernier. À la mi-2021, ce pourcentage était encore de 15% en comparaison annuelle. Cependant, la concurrence du commerce stationnaire ayant été plus forte au deuxième semestre, le commerce en ligne n'a pu conserver ce niveau. Fin septembre, il était déjà passé à 13% selon GfK. Depuis, les premiers détaillants en ligne ont présenté leurs chiffres d'affaires pour toute l'année 2021. Migros a par exemple fait part d'une croissance du commerce de détail en ligne de 15,6%, à laquelle Digitec Galaxus a contribué à hauteur de 17,7%. Le groupe Competec, avec son détaillant en ligne Brack.ch, a totalisé une croissance de 9,0%. Chez Coop, l'activité business to consumer a enregistré une croissance de 7,6%. Enfin, Farmy a signé une hausse de 23%.

En 2021, le commerce en ligne a pour ainsi dire renoué avec son ancienne croissance

La croissance à nouveau élevée du commerce en ligne l'an dernier s'est établie à peu près au niveau des années précédant la crise sanitaire – preuve que les chiffres d'affaires qui ont migré vers le canal en ligne sont en principe définitivement perdus pour le commerce stationnaire. Le coronavirus a modifié les habitudes d'achat de nombreux ménages. Avec la pandémie, les consommateurs ont acquis des compétences en matière d'achat en ligne et ils optent aujourd'hui pour ce canal pour toujours plus de produits. De nombreux consommateurs qui ont effectué leur première commande en ligne pendant le confinement ne voudront plus revenir en arrière.

Les fréquentations évoluent

Avec cette réattribution des canaux d'achat, les baisses de CA attendues risquent de se faire pour l'essentiel au détriment du commerce stationnaire. En outre, la pandémie a bouleversé les habitudes d'achat. Comme les formes mixtes télétravail / bureau risquent de prévaloir désormais, ces

évolutions devraient modifier durablement les comportements d'achat. Les emplacements très fréquentés situés à des carrefours stratégiques sont par exemple concernés. Déjà très affectés par les fréquentations en baisse dues au coronavirus, ils risquent à présent de devoir attendre bien longtemps avant que celles-ci ne retrouvent leur niveau d'antan. À l'inverse, les magasins de quartier tirent leur épingle du jeu. Globalement, des reculs de fréquentation sont à prévoir, car la mobilité diminue inexorablement. Un aspect déjà évoqué dans notre Retail Outlook 2021.²¹

Dégraissage des effectifs dans le commerce stationnaire

Devant cette nouvelle donne et ces expériences en ligne, les magasins vont devoir réagir. Ceux-ci ont tendance à sous-estimer le potentiel du secteur en ligne – ce qui explique que 69% des décideurs interrogés par Fuhrer & Hotz qui vendent des biens de consommation non essentiels aient dépassé leurs CA en ligne projetés pour 2021, souvent même de 10% ou plus. Les chaînes nationales et internationales devraient donc poursuivre leur stratégie consistant à réduire le nombre de succursales et à investir dans le canal en ligne. Dans le même temps, le besoin de surfaces diminue, puisque le commerce stationnaire a de moins en moins pour vocation de proposer des gammes entières de produits. Ce sont désormais les boutiques en ligne qui s'en chargent. De nombreux détaillants spécialisés quittent par ailleurs le marché sans faire de bruit – pas parce qu'ils font faillite, mais parce qu'ils ferment leur affaire avant d'y être contraints, faute de solution de succession ou de perspectives prometteuses. Depuis des années, le nombre total de points de vente en Suisse baisse: boulangeries, boucheries, magasins de vêtements et de chaussures, papeteries, magasins de meubles – une liste infinie – disparaissent. Seuls quelques secteurs du détail augmentent le nombre de leurs PDV, comme les magasins de vélos et de lunettes, animaleries ou revendeurs de produits médicaux ou cosmétiques.

Les fermetures se concentrent sur le segment non alimentaire

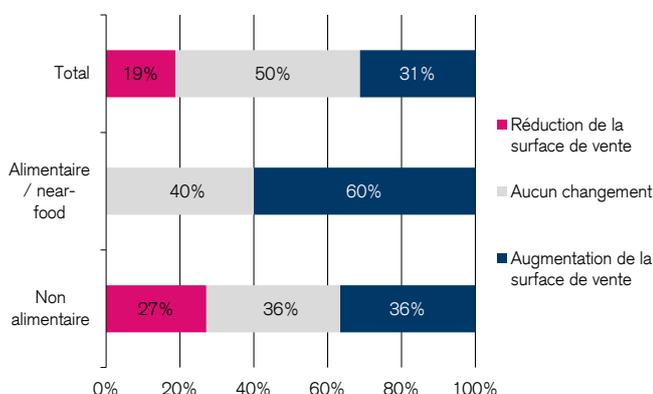
Le secteur alimentaire / near-food devrait aussi voir le nombre de ses PDV augmenter. La redécouverte des magasins de quartier et la croissance continue de la population devraient soutenir cette tendance, qui se reflète également dans les réponses des détaillants concernant leurs projets en matière de surfaces de vente (fig. 61): aucun détaillant du secteur alimentaire / near-food n'a déclaré envisager de réduire sa surface, alors que 27% des détaillants du secteur non alimentaire l'ont indiqué. Si l'expansion s'impose dans le secteur alimentaire / near-food, divers acteurs du segment non alimentaire veulent améliorer leur rentabilité en fermant des sites existants.

Les grands et moyens centres (agglomérations comprises) sont les premiers concernés

Reste enfin à savoir où le dégraissage des effectifs laissera les traces les plus profondes. Pour ce faire, une analyse de l'offre de surfaces annoncées sur les portails en ligne peut s'avérer judicieuse (fig. 62). Le volume annoncé a atteint un premier pic en 2016, lorsque le marché des surfaces de vente a subi une mutation structurelle, avant de repartir à la hausse depuis le début de 2020. La pandémie semble avoir déclenché de nouveaux réajustements qui touchent d'abord les grands et moyens centres, jusqu'ici les plus touchés par la mutation structurelle, ainsi que leurs agglomérations. Ce récent phénomène a épargné les petits centres et les communes périurbaines, touristiques et rurales. La densité des magasins y est en effet bien inférieure, tandis que la demande a tout à coup explosé avec la hausse du télétravail.

Fig. 61: Évolution prévue de la surface de vente

Évolution prévue du %age des surfaces de vente dans la surface totale; n=16

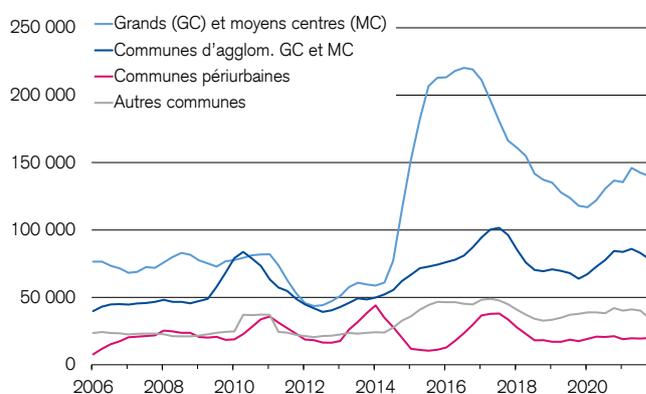


Source: Fuhrer & Hotz

Dernières données: 2021

Fig. 62: La pandémie déclenche de nouveaux réajustements

Surfaces de vente annoncées sur les portails en ligne en m² (moyenne trimestrielle mobile)



Source: Meta-Sys, Credit Suisse

Dernières données: T4 2021

²¹ Credit Suisse Retail Outlook 2021: Pandémie de COVID-19 et commerce de détail suisse.

La pression demeure sur les rendements

Les placements immobiliers directs suisses ont à nouveau démontré leur résistance à la crise, et la reprise croissante renforce encore leur base de revenus. Même les récentes hausses des taux d'intérêt ne devraient donc pas décourager des investisseurs en manque d'alternatives.

Les investisseurs pensent déjà à l'après-pandémie

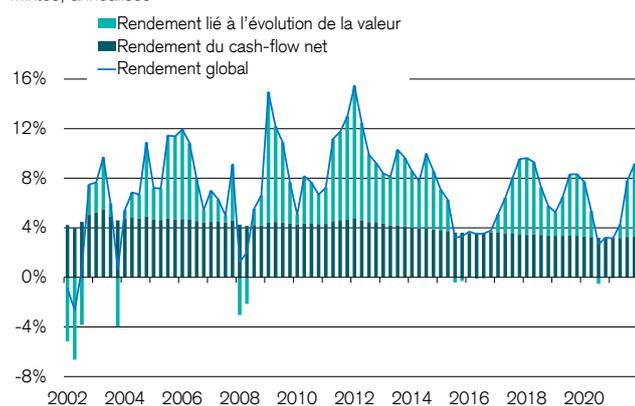
La reprise économique soutenue amorcée l'an dernier devrait se poursuivre. Qui plus est, l'évolution de la pandémie laisse espérer la levée, dans le courant de l'année, d'une bonne partie des restrictions encore en vigueur. Les investisseurs peuvent donc à nouveau se projeter à plus long terme. Reste qu'une question se pose parfois: comment adapter les portefeuilles immobiliers à l'après-pandémie? D'une part, les perspectives de rendement se sont déplacées entre et au sein des différents segments. Pour les bureaux, l'emplacement devient encore plus décisif. Les immeubles d'habitation en périphérie des grands centres sont prisés, tandis que surfaces logistiques et centres de données devraient encore générer d'importantes plus-values. D'autre part, les tendances inflationnistes naissantes aux USA et dans la zone euro rappellent aux investisseurs que l'ère des taux d'intérêt extrêmement bas n'est pas éternelle.

Une demande illimitée d'«or en béton»

La Suisse n'en est pas encore là. Certes, la tendance des rendements sur le marché des capitaux était à la hausse en début d'année et l'obligation de la Confédération à dix ans a dépassé pour la première fois depuis trois ans la barre du 0%, mais au vu du rendement moyen du cash-flow net de 3,3% (Fig. 63) pour les immeubles d'habitation et de rapport mixtes, la prime de rendement demeure élevée, même en comparaison à long terme. Les transactions sur le marché des capitaux effectuées l'an dernier tous azimuts par des fonds immobiliers et des sociétés anonymes immobilières (voir. p. 51) ainsi qu'une forte croissance (jusqu'à 6% en comparaison annuelle) des crédits hypothécaires aux entreprises en circulation témoignent elles aussi d'une demande toujours soutenue pour l'«or en béton».

Fig. 63: La croissance des prix s'accélère pour les immeubles de rapport

Rendements globaux issus des transactions sur immeubles d'habitation et de rapport mixtes, annualisés



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

Source: IAZI, Credit Suisse

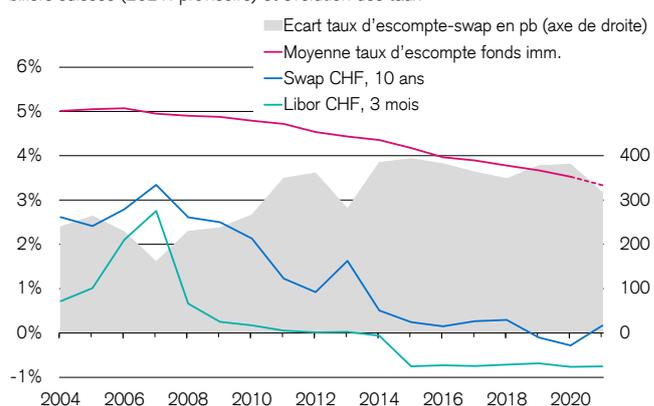
Dernières données: T4 2021

Les rendements des immeubles d'habitation devraient encore reculer

Les données relatives aux transactions sur immeubles d'habitation et de rapport mixtes (Fig. 63) confortent cette impression. Selon l'indice de performance SXI Investment Real Estate, qui couvre environ la moitié des transactions de gré à gré en Suisse, la croissance des prix s'est accélérée l'an dernier. Au T4 2021, les prix de transaction ont ainsi gagné 5,9% par rapport au T4 2020, le rendement global atteignant même 9,1%. Les immeubles d'habitation devraient être le principal moteur de cette croissance. Bien des investisseurs les considèrent toujours comme un instrument

Fig. 64: Les «réserves» en repli dans les évaluations

Évolution des taux d'escompte moyens sur la base des immeubles des fonds immobiliers suisses (2021: provisoire) et évolution des taux



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

Source: Rapports annuels des fonds immobiliers, Datastream, Credit Suisse

Dernières données: 30.09.2021

de style obligataire, avec leur faible risque de perte en capital et leur distribution fiable. Mais une incertitude entoure la rentabilité future des surfaces de bureaux et de vente hors des meilleurs sites, car les locataires sont en attente, incapables d'anticiper leurs besoins en surface dans un contexte de mutation structurelle.

Marge de manœuvre résiduelle pour les taux d'escompte

Si les rendements du marché des capitaux ont dépassé leurs planchers, le soutien apporté par les taux d'intérêt aux évaluations des immeubles de rapport devrait perdurer. Depuis 2004, les taux d'escompte moyens utilisés pour l'évaluation des immeubles des fonds immobiliers suisses sont passés de 5,0% à 3,3% (Fig. 64). L'écart entre taux d'escompte et taux d'intérêt sans risque, sur la base d'un swap à dix ans en CHF, s'est dans l'intervalle creusé jusqu'à près de 400 points de base. Les taux d'intérêt à long terme ayant augmenté, l'écart s'est de nouveau réduit à presque 320 points de base jusqu'en 2021, si bien qu'il y a toujours une marge de manœuvre pour une baisse des taux d'escompte.

Meilleures perspectives de rendement pour les immeubles d'habitation...

Les immeubles résidentiels de rapport ont depuis peu de meilleures perspectives de rendement. L'an dernier, la tendance du taux de vacance s'est inversée et les loyers se sont stabilisés (voir le chapitre sur les logements locatifs, page 26 ss.). À l'aune du portefeuille du pool de données de la Real Estate Investment Data Association (REIDA), les pertes de revenus locatifs liées aux surfaces vacantes sont passées de 3,6% du revenu locatif projeté en 2019 à 2,4% en 2021 (fig. 65).

... mais les locataires sont toujours en position de force

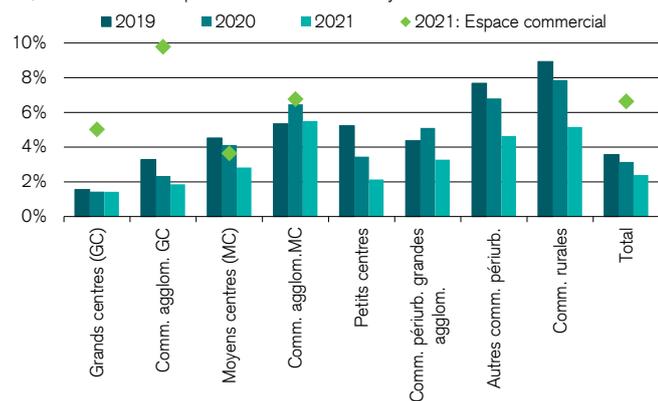
L'offre demeure largement excédentaire dans certaines régions. De fait, la perte de revenu locatif dans les communes d'agglomération des moyens centres atteint encore pas moins de 5,5%. Dans ce contexte, la course aux locataires reste intense. Il faut positionner le mieux possible un immeuble sur le marché pour contrer la combinaison baisse des rendements / risques substantiels de perte de revenus. Loin des meilleurs emplacements, le mix de logements et les plans d'ensemble doivent être harmonisés aux demandeurs potentiels. L'équipement des immeubles fait également office de levier efficace, puisqu'il peut être adapté sans travaux de rénovation importants, même pour des biens existants. Par exemple, la présence d'une machine à laver et d'un sèche-linge est aujourd'hui un critère décisif pour de nombreuses personnes en quête d'un logement. Le pourcentage des annonces précisant la présence de ces deux appareils dans un logement est donc passé de 15% à environ 25% ces dix dernières années.

Tirer parti du boom de la mobilité électrique

La mobilité électrique a le vent en poupe. Le nombre d'immatriculations de voitures électriques a littéralement explosé ces dernières années. Au T4 2021, leur part (hybrides rechargeables comprises) représentait déjà 29,8% (fig. 66) et devrait continuer à progresser. En conséquence, la proximité d'une station de recharge ou la présence d'une place de stationnement avec une borne de recharge va probablement devenir un critère décisif pour de plus en plus de locataires à la recherche d'un logement. L'offre en la matière est en hausse pour les logements en location, mais toujours très faible: au T4 2021, à peine 0,5% des annonces de logements en location mentionnaient l'accès à une station de recharge ou la possibilité d'installer une borne. Les «early movers» ont donc une chance d'anticiper ce besoin croissant – dans certains cantons, ils peuvent même profiter d'une subvention dans le cadre de programmes d'encouragement énergétique. Les nouvelles constructions devraient donc au moins être en mesure d'accueillir des bornes sur certaines places de stationnement. Il est également possible de collaborer avec un exploitant de station de recharge ou une compagnie électrique afin de mettre en place des stations partagées (et même de générer des revenus supplémentaires).

Fig. 65: Pertes de revenus locatifs en recul dans le logement

Pertes de revenus locatifs dues aux vacances, en % des loyers projetés, toujours au T3; base de données: plus de 120 000 baux à loyer d'investisseurs institutionnels

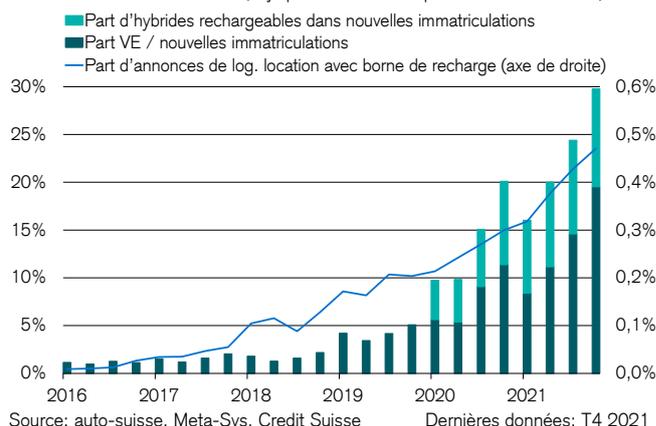


Source: REIDA, Credit Suisse

Dernières données: T3 2021

Fig. 66: Bornes encore rares dans les locations

Part des VE dans les nv immatriculations et part des annonces de logements en location mentionnant une borne (déjà présente ou avec possibilité d'installation)



Source: auto-suisse, Meta-Sys, Credit Suisse

Dernières données: T4 2021

Fonds immobiliers résidentiels: peu de potentiel de hausse

Les investisseurs sont disposés à payer le prix pour obtenir les revenus stables des fonds immobiliers résidentiels. Pour les actions immobilières et les fonds immobiliers commerciaux en revanche, l'heure est toujours à la retenue, en dépit de la reprise.

Les fonds immobiliers distancent les actions immobilières

Durant la deuxième année de la pandémie, les fonds immobiliers suisses ont continué à faire valoir leurs qualités défensives et leurs similitudes avec les obligations. Et si leur rendement global de 7,3% (fig. 67) en 2021 a été – contrairement à 2020 – bien en deçà de celui du marché global des actions (SPI: +23,4%) et des indices mondiaux d'actions immobilières (MSCI World Real Estate: +32,1%), ils ont à nouveau laissé à bonne distance les actions immobilières suisses (SXI Real Estate Shares: +4,4%) et européennes (+3,8%).

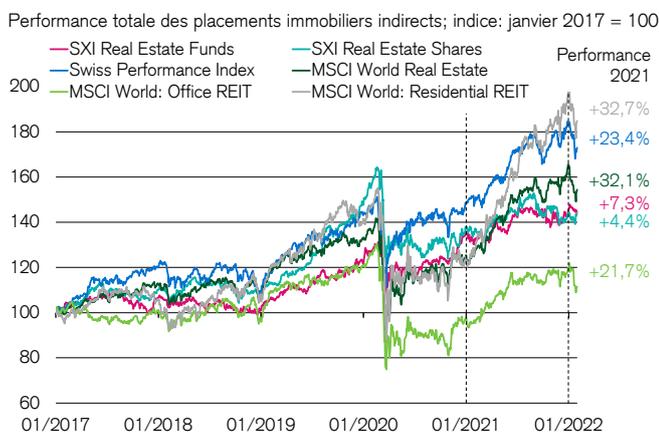
Une préférence pour l'immobilier résidentiel

Les effets structurels liés à la pandémie (diminution des besoins en surfaces de bureaux suite à l'essor du télétravail ou accélération de la progression du commerce en ligne) continuent de miner la performance des surfaces commerciales. Si les Real Estate Investment Trusts (REIT) mondiaux axés sur les bureaux ou le retail ont bien progressé l'an dernier, comme les actions immobilières suisses, investies à plus de 75% dans des surfaces commerciales, ils ne se sont toujours pas totalement remis de la chute du début de la pandémie. Les fonds immobiliers suisses cotés, eux, sont investis à plus de 50% dans des immeubles d'habitation.

Les taux de défaut des loyers en repli

Les fonds immobiliers sont de plus en plus soutenus par leurs fondamentaux. Pour la première fois depuis quatre ans, le taux de défaut des loyers a baissé en 2021, de 6,0% à 5,7% (fig. 68). Les fonds immobiliers commerciaux sont les seuls responsables de ce recul, moins lié aux variations des surfaces vacantes qu'à une diminution des pertes dues à la pandémie dans le sillage de remises de loyers et de pertes sur débiteur, elles aussi parfois intégrées aux taux de défaut des loyers. Comme l'exercice pris en compte pour certains fonds couvre encore tout le deuxième semestre 2020, ces effets temporaires ne devraient pas encore avoir tout à fait disparu, si bien que 2022 devrait aussi refléter une réduction des taux de défaut des loyers. Pourtant, les fonds immobiliers axés sur le logement affichent eux une nouvelle hausse minimale du taux de défaut des loyers (5,1% en 2021). Autrement dit, le recul du taux de vacance sur le marché du logement locatif ne s'est pas encore répercuté sur le taux de défaut des loyers, ce qui peut s'expliquer par la délimitation temporelle des exercices, mais aussi par la priorité donnée par ces fonds aux grandes agglomérations, dont les centres n'ont pas connu de baisses des surfaces vacantes.

Fig. 67: Les actions immobilières suisses sous-performent

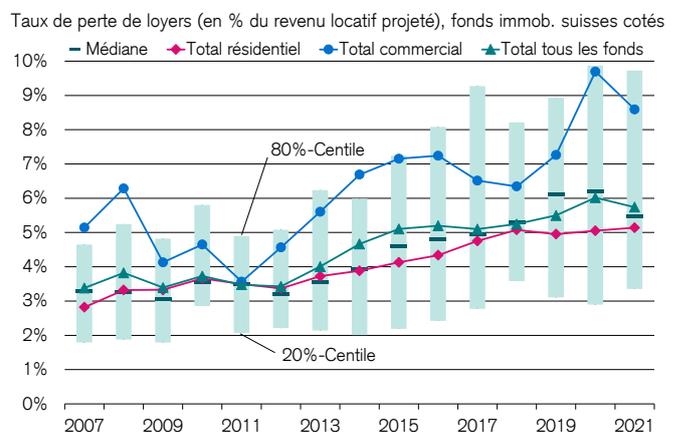


Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.

Source: Datastream, Credit Suisse

Dernières données: 31.01.2022

Fig. 68: La tendance s'inverse pour les pertes de revenus locatifs



Source: rapports annuels et semestriels de fonds immobiliers, Datastream, Credit Suisse
Dernières données: 30.09.2021

Les véhicules de placement remplissent les caisses pour d'autres transactions

L'intérêt des investisseurs pour les placements immobiliers indirects se reflète dans les afflux de capitaux (fig. 69): avec 3,65 mrd CHF injectés dans des augmentations de capital et des lancements en 2021, le volume – déjà élevé – de 2020 a été dépassé. Les fonds immobiliers se positionnent ainsi toujours plus comme l'un des acteurs principaux du marché des transactions pour les immeubles de rapport et devraient contribuer à une demande élevée. Pas moins de trois nouveaux fonds cotés ont rejoint la bourse SIX de Zurich et intégré l'indice SXI Real Estate Funds (capitalisation totale: plus de 64 mrd CHF). Les sociétés anonymes immobilières ont elles aussi participé activement au marché des capitaux en plaçant des obligations à hauteur de 1,71 mrd CHF.

Des primes élevées pour les fonds immobiliers résidentiels...

L'intérêt prononcé des investisseurs pour l'immobilier résidentiel se reflète dans les agios des fonds immobiliers. Les primes sur la valeur nette d'inventaire, auxquelles sont négociés en bourse les fonds immobiliers résidentiels, atteignent la valeur élevée de 46,4% à la fin janvier 2022, après avoir même franchi la barre des 50% en cours d'année (fig. 70). Les primes les plus élevées (parfois plus de 60%) sont payées pour des fonds qui sont d'ordinaire grands, liquides et établis depuis des décennies. Deux facteurs viennent pour l'essentiel expliquer ce phénomène: les réserves de réévaluation existantes et les impôts différés élevés pris en compte dans le calcul de la valeur nette d'inventaire (VNI). Pour les fonds moins récents qui ont acheté à des prix avantageux, notamment, les impôts de liquidation estimés tirent la VNI outre mesure vers le bas, gonflant par conséquent les agios. Sans déduction des impôts de liquidation (moins importants lorsque la durée de possession est plus longue), la VNI serait plus élevée et les primes paraîtraient moins exagérées.

... par rapport aux fonds et aux actions axés sur les surfaces commerciales

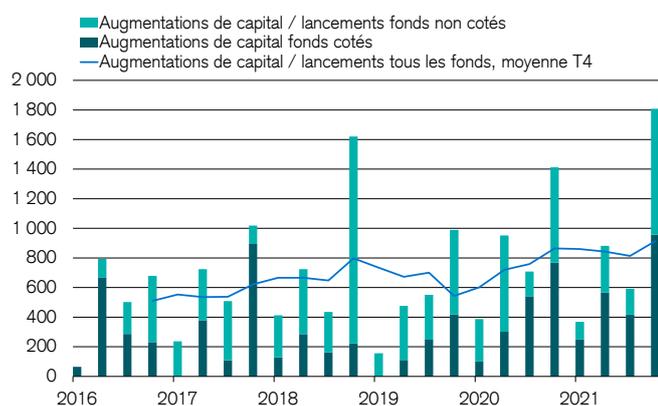
La prime moyenne (l'agio payé sur le marché pour les fonds d'immobilier résidentiel par rapport aux fonds qui se concentrent sur l'immobilier commercial) a grimpé depuis le début de la pandémie, atteignant plus de 20 points de pourcentage à la fin janvier 2022. Les fonds immobiliers commerciaux nettement axés sur des segments spécialisés (logistique ou encore self storage) sont mieux valorisés, tandis que quelques rares fonds se cotent sans prime, ou même avec de légères décotes par rapport à la valeur d'inventaire. Ce sont souvent des fonds avec une part plus importante de surfaces de bureaux et de surfaces commerciales éloignées des emplacements de premier choix, qui mettent l'accent sur la croissance et s'accompagnent parfois d'un risque important de vacance. Enfin, les primes des actions immobilières se révèlent plus modérées que celles des fonds (récemment: 18,9%), mais toujours supérieures à leur moyenne à long terme.

Opportunité de prises de bénéfices

En d'autres termes, la stabilité des rendements des fonds immobiliers résidentiels a un prix. Ces produits combinent actuellement primes élevées et rendement direct faible (2,1% en moyenne). Les fonds immobiliers commerciaux, eux, permettent encore d'obtenir des rendements directs de 3,4% en moyenne. Si les cash-flows des fonds immobiliers résidentiels représentent une bonne sécurité, les prix risquent eux de subir de fortes corrections en cas de hausse des taux – une forte corrélation à long terme s'observant entre niveau des taux et agio. Au vu des rendements déjà relevés du marché des capitaux, les valorisations actuelles doivent être considérées comme élevées, raison pour laquelle il y a peu de marge de manœuvre pour de nouvelles plus-values. Pour les investisseurs plus orientés croissance et à l'horizon de placement plus long, il nous semble judicieux d'envisager de réaliser des bénéfices sur une partie des positions dans des fonds immobiliers résidentiels, puis d'investir le produit dans de l'immobilier commercial suisse ou étranger.

Fig. 69: Afflux de capitaux fonds immobiliers suisses

Augmentations de capital et lancements, en mio. CHF

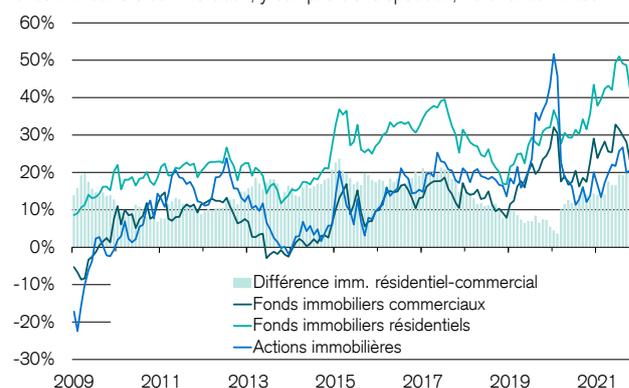


Source: Credit Suisse

Dernières données: 31.12.2021

Fig. 70: Fonds immobiliers résidentiels avec agios record

Agios des fonds immobiliers et primes des actions immobilières, en % de la VNI; fonds immobiliers commerciaux, y compris 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: Datastream, Credit Suisse

Dernières données: 31.01.2022

Une stratégie de placement orientée sur l'après-pandémie

Meilleures perspectives de rendement, risques de taux en hausse

Le marché du logement est le premier gagnant de la solide reprise économique appelée à se poursuivre en 2022 (croissance du PIB attendue de +2,5%). La pandémie laisse toutefois des traces tenaces sur le marché immobilier, puisqu'elle a entraîné des déplacements de la demande dans et entre les différents segments du marché immobilier. En même temps, avec la politique monétaire et fiscale expansive et les ruptures d'approvisionnement dans le monde entier, elle a fait apparaître des tendances inflationnistes. Mais celles-ci restent encore gérables en Suisse, si bien qu'un changement de cap de la politique monétaire de la BNS n'est pas imminent. Les investisseurs devraient cependant se préparer à de nouvelles hausses modérées des taux longs, car même pour les placements immobiliers indirects liquides, ces relèvements ne semblent pas encore intégrés dans les prix, comme l'indiquent les agios élevés des fonds immobiliers.

Repenser des stratégies qui ont fait leurs preuves

À plus long terme, la stratégie classique acheter-conserver ne devrait plus forcément garantir le rendement, contrairement à ce qui était le cas ces 20 dernières années. Sur les meilleurs emplacements, la compression des rendements a atteint une ampleur révélant un fort potentiel de correction de valeur en cas de futures hausses des taux. Cela remet en question le rapport risque-rendement de stratégies réputées prudentes, comme la priorité donnée aux immeubles d'habitation core dans les centres. Aussi faut-il adopter une stratégie de placement qui privilégie diversification régionale et sectorielle, inclut des biens au potentiel d'augmentation des rendements ou des développements immobiliers, et tient compte des placements à l'étranger.

Nos placements immobiliers privilégiés en 2022

Évaluation récapitulative des différents segments immobiliers et biens préférés

Segment	Évaluation générale	Conviction absolue
Logements	La demande locative soutenue et la baisse de l'activité de construction ont amélioré les perspectives de rendement, surtout dans les régions suburbaines à rurales. Des risques d'offre excédentaire subsistent ponctuellement et, avec la forte compression des rendements, des corrections de valeur plus fortes menacent en cas de hausse des taux.	<ul style="list-style-type: none"> - Objets situés dans des communes bien desservies de régions suburbaines à rurales - Part importante de logements de trois pièces ou plus - Plans d'ensemble flexibles, adaptés au télétravail, surfaces extérieures / balcons de belle taille - Micro-apparts, logements étudiants, coliving dans les GC - Logements pour seniors (mutation démographique, recul des entrées dans les maisons de retraite et les EMS)
Surfaces de bureaux	La commercialisation restera délicate en raison des incertitudes liées au télétravail. Malgré la reprise conjoncturelle, nous nous attendons à ce que les offres de surfaces et les surfaces vacantes restent à des niveaux élevés et à ce que les loyers continuent de baisser légèrement.	<ul style="list-style-type: none"> - Immeubles situés dans des emplacements centraux, avec une forte densité de points d'intérêt - Plans d'ensemble adaptables aux modèles de travail hybrides où les bureaux sont des zones de communication - Surfaces de coworking sur des sites urbains avec exploitant attractif
Surfaces de vente	Le déplacement des chiffres d'affaires vers le canal en ligne s'est accéléré pendant la pandémie. La mutation structurelle n'est pas encore très avancée en Suisse; les surfaces de vente risquent de subir des corrections au niveau des rendements et des prix.	<ul style="list-style-type: none"> - Artères principales dans les grands centres - Centres commerciaux urbains avec dominante restauration et services - Petits centres retail avec dominante alimentaire - Marchés spécialisés (surtout magasins de jardinage et de construction)
Logistique	Les surfaces logistiques tirent parti de la croissance du commerce en ligne et de l'urbanisation. La pénurie de terrains limite l'offre en Suisse, et il faut s'attendre à de nouvelles revalorisations à long terme.	<ul style="list-style-type: none"> - Centres de colis et de distribution sur les principaux axes de transport, grande possibilité d'utilisation tierce - Surfaces logistiques de petite taille en ville
Hôtellerie-restauration	La restauration et l'hôtellerie orientée tourisme de loisirs devraient se rétablir relativement rapidement et complètement au terme de la pandémie. La demande européenne puis, avec un peu de retard, la demande extra-européenne, devraient retrouver des couleurs. Les hôtels axés sur le tourisme d'affaires (à proximité des aéroports p. ex.) pourraient cependant voir leurs revenus baisser à terme.	<ul style="list-style-type: none"> - Hôtels innovants de 3 à 4 étoiles en ville destinés à une clientèle de tourisme jeune et urbaine - Apart-hôtels / serviced apartments de l'arc alpin avec offres de coworking - Les dark kitchens qui tirent parti du boom des services de coursiers dans l'alimentaire

Source : Credit Suisse

Dix questions, dix réponses

Les prix de la propriété du logement vont-ils continuer à augmenter?

À notre avis, les prix vont rester sur la pente ascendante. Tout autre scénario nous surprendrait beaucoup. Selon une loi fondamentale de l'économie, lorsque l'offre est limitée, les prix montent. Depuis des années, la production de logements en propriété est en recul, en raison de la raréfaction générale des terrains à bâtir et, surtout, d'une activité de construction davantage axée sur les logements locatifs. Des premiers signes de pénurie s'observaient déjà avant la pandémie, mais il faut désormais intégrer à l'équation une demande plus élevée due au coronavirus, tandis que peu d'éléments laissent présager une prochaine hausse de la production.

La croissance des prix a-t-elle une limite?

Pas vraiment. Les prix peuvent tout à fait se détacher de niveaux fondamentalement justifiés durant une longue période, encore plus en cas de pénurie et lorsque l'excédent de la demande amène les acheteurs à prendre des décisions rapides, sans examiner en détail la valeur intrinsèque du bien. Dans le contexte actuel du marché, les acheteurs sont prêts à payer plus que ce que les dernières évaluations ne le justifieraient. Dans le cas d'évaluations hédoniques, les biens individuels sont évalués de la façon la plus adéquate possible, sur la base des prix de transaction connus de la dernière période. De ce fait, les prix s'envolent d'eux-mêmes et il n'y a pas de contrôle de la valeur intrinsèque future. Au sens des évaluations hédoniques, le niveau de prix est résistant, mais cela n'est vrai que tant que la spirale ascendante est assez prononcée ou que suffisamment d'acheteurs s'attendent à ce que les prix continuent à augmenter. Si cette conviction devait être ébranlée par une quelconque nouvelle, les prix pourraient commencer à déraiper et à s'aligner à nouveau sur les valeurs fondamentales, ce qui devient particulièrement périlleux si, dans l'intervalle, le marché réagit à la spirale des prix et crée une offre excédentaire. Mais à notre avis, cette éventualité peut être exclue dans un avenir proche.

Une bulle sur le marché du logement en propriété?

Les bulles apparaissent en présence d'une intense spéculation et lorsque les achats visent uniquement une revente rapide. Selon nous, ce phénomène ne s'est pas produit ces dernières années. Les prix très élevés en Suisse s'expliquent pour l'essentiel par les taux d'intérêt extrêmement bas. Cette évolution ne nous préoccupe que depuis quelques trimestres, la pénurie et la pression du côté de la demande incitant à un comportement d'achat frénétique. Les prix des logements en propriété ne se sont nettement découplés des revenus que dans quelques régions, comme à Genève. Des bulles se forment lorsque ce genre de phase dure des années. Dans tous les cas, les acheteurs doivent être conscients que nous nous trouvons désormais très haut sur l'échelle et que la chute des prix n'en serait que plus marquée. Elle n'épargnerait d'ailleurs aucune région ou presque, puisque les prix ont récemment fortement augmenté, même en périphérie.

Une hausse rapide des taux d'intérêt pourrait-elle mettre le marché immobilier en mauvaise posture?

Nous restons assez sereins à ce sujet pour deux raisons: premièrement, avec la réglementation stricte, les acheteurs de maisons doivent déjà pouvoir supporter des taux d'intérêt théoriques de 4,5% ou 5,0%. Deuxièmement, plus de 80% des preneurs d'hypothèque ont conclu une Hypothèque fix. En d'autres termes, un choc des taux n'affecterait la plupart d'entre eux qu'avec un certain décalage dans le temps. Notons cependant qu'une hausse rapide des intérêts réduirait sensiblement les évaluations des biens immobiliers. Il y aurait certes de fortes pertes et quelques problèmes chez des propriétaires qui viennent d'acheter, mais le marché immobilier n'en serait pas ébranlé, grâce à la réglementation de la Suisse, l'une des plus strictes au monde.

Des Hypothèques fix pour se couvrir?

L'histoire nous a montré que sur l'ensemble de leur durée, les Hypothèques fix sont presque toujours plus chères que les hypothèques indexées sur le marché monétaire. En d'autres termes, le passage d'une hypothèque à taux variable à une hypothèque à taux fixe doit être mûrement réfléchi, d'autant que les moments où ces couvertures ont été rentables sont rares. Néanmoins, au terme d'une période de taux bas, passer à une Hypothèque fix peut s'avérer intéressant. Ainsi, les ménages qui ont souscrit une Hypothèque fix sur cinq ou dix ans entre 1986 et 1989 ont fait un meilleur choix qu'avec une hypothèque indexée sur le marché monétaire, puisque les taux d'intérêt sont ensuite restés longtemps élevés. En règle générale, il vaut mieux se couvrir trop tôt que trop tard. Car si les taux à long terme ont commencé à augmenter, l'opportunité est passée. Quant à savoir si le moment est encore propice à un changement, tout dépend de l'évolution des

taux dans les années à venir. De notre point de vue, la BNS ne devrait pas relever ses taux directeurs avant fin 2022. Cela dit, retarder la décision jusqu'à ce que les taux du marché monétaire repartent à la hausse ne sera probablement pas la bonne stratégie: les taux à long terme auront alors déjà atteint des niveaux trop élevés. La situation de chacun doit également compter dans la décision: pour les ménages aux ressources financières limitées ou aux nerfs fragiles, les Hypothèques fix sont souvent le bon choix. Pour eux, la sécurité de leur budget vaut la prime qu'il leur faut en général payer pour ce type d'hypothèque.

Les placements immobiliers sont-ils toujours intéressants?

Si les taux d'intérêt commencent à s'éloigner de leurs plus bas historiques, l'écart de rendement entre obligations de la Confédération à dix ans et fonds immobiliers suisses, encore d'environ 230 points de base à la mi-janvier 2021, demeure lui très élevé. La réponse à la question est donc clairement oui. Suite à la hausse des taux d'intérêt au tournant de l'année, l'écart a diminué, mais il demeure au-dessus de la moyenne à long terme depuis 1995 (167 points de base). L'écart de rendement entre placements immobiliers directs et obligations de la Confédération à dix ans est encore plus marqué. En termes de rendement, l'immobilier restera donc intéressant pour les investisseurs en 2022.

L'immobilier offre-t-il une bonne protection contre l'inflation?

Oui et non. En principe, les valeurs réelles comme l'immobilier offrent une meilleure protection contre la dépréciation que certaines autres classes d'actifs, mais leur protection n'est pas absolue. Une stratégie qui consisterait à conserver des biens immobiliers uniquement pour se protéger de l'inflation serait probablement un peu limitée. Cela dit, il est vrai que l'immobilier offre une certaine protection contre l'inflation, dans la mesure où les baux à loyer comportent souvent des mécanismes d'adaptation automatique à l'inflation, qu'il s'agisse de baux à indexés sur l'inflation, de loyers basés uniquement sur le CA ou de reports de frais prévus par le droit du bail suisse. Toutefois, lorsque la tendance est à l'offre excédentaire sur le marché, il n'est pas toujours possible de procéder à des hausses de loyer. C'est la raison pour laquelle la protection des objets de location contre l'inflation est insuffisante notamment en période de stagflation. À court terme, la couverture contre l'inflation est donc incomplète si l'on opte pour l'immobilier. En revanche, des analyses de longue haleine révèlent qu'il remplit assez bien sa fonction de protection contre l'inflation sur de longues périodes.

2021, un tournant sur le marché du logement locatif?

Le repli des logements locatifs vacants en 2021 n'est pas un phénomène éphémère. Malgré la pandémie, ou peut-être justement à cause d'elle, la demande de logements locatifs est très robuste. Grâce à une demande toujours solide et à la baisse de l'activité de construction, les surfaces vacantes devraient encore reculer en 2022. L'activité de construction en baisse nous amène de plus en plus à soupçonner une pénurie de terrains à bâtir. Des effets spéciaux comme le report des entrées en maison de retraite et autres établissements médico-sociaux réduisent encore l'offre de logements, tout comme certains retards dans la construction dus aux mesures d'hygiène et de distanciation en temps de pandémie ou aux difficultés d'approvisionnement pour divers matériaux de construction. De plus, le coronavirus a accru l'importance accordée au logement, ce qui devrait entraîner une disposition croissante des locataires à payer. À moyen terme, nous attendons par conséquent une fin de la baisse des loyers proposés et donc, une hausse des revenus locatifs.

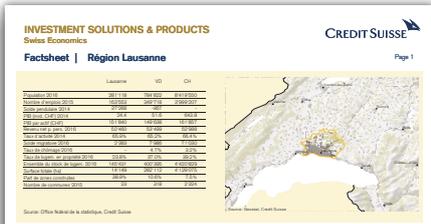
Aura-t-on encore besoin de bureaux à l'avenir?

Les locaux de bureaux centraux conservent des fonctions essentielles, puisqu'ils demeurent le lieu d'échange entre collaborateurs, d'entretien de la culture d'entreprise et de transmission du savoir. Au plus tard lorsque l'innovation et la productivité (deux paramètres difficilement mesurables) ne seront plus à la hauteur des attentes, les bureaux retrouveront probablement leur importance. De plus, les grandes tendances que sont la numérisation et la tertiarisation contribuent à augmenter la part des activités de bureau dans l'économie suisse, ce qui a déjà été observé par le passé. À long terme, nous tablons sur un besoin croissant de surfaces de bureaux, télétravail ou pas.

Sur le marché des surfaces de vente, le plus dur est-il passé?

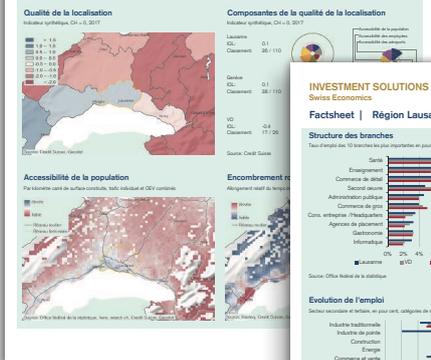
Le commerce en ligne bouleverse le commerce de détail. Si la pandémie a permis au commerce de détail dans son ensemble d'augmenter ses chiffres d'affaires, les gagnants ont clairement été les commerçants avec une offre en ligne, qui ont pu maintenir leurs parts de marché en forte hausse et les faire encore grimper en 2021. De notre point de vue, sur aucun segment les achats en ligne n'ont encore atteint le maximum en terme de parts de marché, raison pour laquelle la mutation structurelle et donc le dégraissage des effectifs du commerce stationnaire devraient se poursuivre. De nombreux magasins sont condamnés à disparaître progressivement, y compris dans les centres-villes. La diminution du personnel des commerces stationnaires est une tendance que l'on n'arrêtera pas. Dans le meilleur des cas, elle peut toutefois être contrôlée de manière à éviter les spirales négatives. Mais pour ce faire, il faudrait que tous les acteurs, autorités locales comprises, collaborent étroitement.

Factsheets: Aperçu des marchés immobiliers régionaux



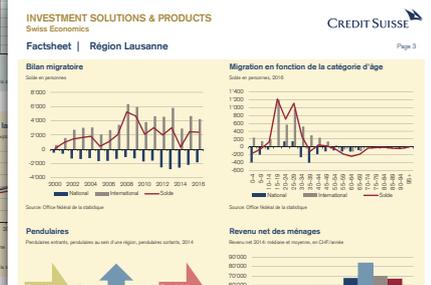
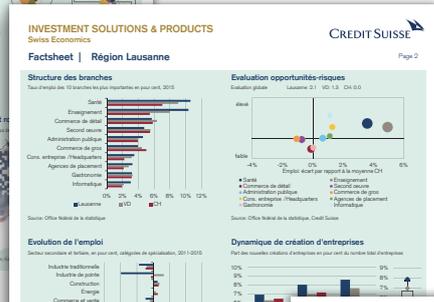
Indicateurs des 110 régions économiques mis à jour régulièrement

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.



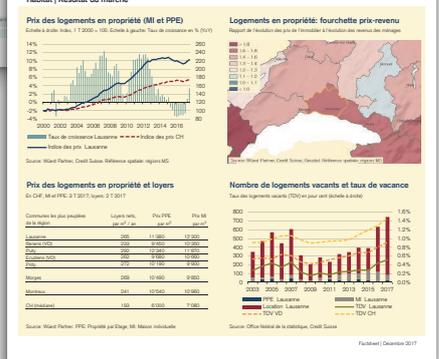
Marchés régionaux de l'immobilier

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.



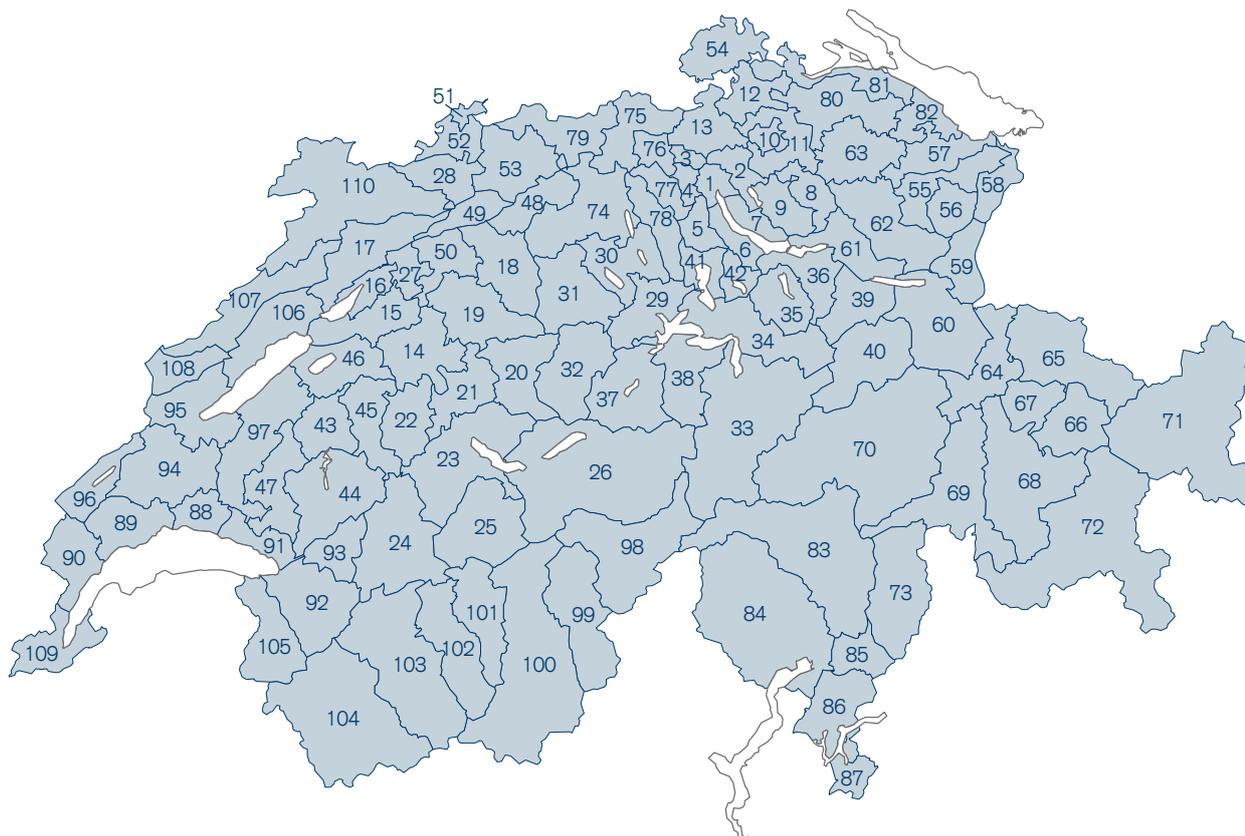
Voici comment commander les factsheets du Credit Suisse:

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 Appenzell A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzell 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 du département Investment Strategy du CS et n'a pas été préparé conformément aux exigences légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il ne s'agit nullement d'un produit du département Research du Credit Suisse bien qu'il fasse référence à des recommandations issues de la recherche ayant été publiées. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour gérer les conflits d'intérêts, y compris les politiques relatives aux transactions précédant la diffusion de la recherche en investissement. Ces politiques ne s'appliquent toutefois pas aux opinions des stratégies en investissement mentionnées dans le présent rapport. D'autres informations importantes sont fournies à la fin du présent document. Singapour: Réserve aux investisseurs agréés. Hong Kong: Réserve aux investisseurs professionnels. Australie: Réserve 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.

Département Investment Strategy

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

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

Clause de non-responsabilité générale/ Information importante

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

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers.

Allemagne: Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»).

Arabie saoudite: Ce document est distribué 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.

(Entités distributrices)

Bahreïn: 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 Bahreïn 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 Bahreïn.

Brésil: 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 00001030), 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.

(Entités distributrices)

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 pru-

dentiel 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.

(Entités distributrices)

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 Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir. **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 négociation 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:

AVIS IMPORTANT SUPPLÉMENTAIRE RELATIF À L'ANNEXE

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://research.credit-suisse.com/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 (pour Credit Suisse AG, succursale de HK) ou PDPO.SGD@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de SG) ou csau.privacyofficer@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de Sydney).

(pour Credit Suisse AG, succursale de HK) ou PDPO.SGD@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de SG) ou 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. © 2022, 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.

22C014A_IS

Autres publications du Credit Suisse

Retail Outlook 2022

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.

5 janvier 2022

Indice de la construction 1er trimestre 2022

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.

23 février 2022

Moniteur Suisse 1er trimestre 2022

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

15 mars 2022

Moniteur immobilier 2e trimestre 2022

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.

2 juin 2022

**La prochaine étude annuelle sur le marché immobilier paraîtra en mars 2023.
Abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.**



S'abonner à de nouvelles perspectives.

Découvrez des sujets passionnants sur l'immobilier avec Novum et élargissez votre connaissance des thèmes d'investissement actuels de l'Asset Management avec Scope. credit-suisse.com/publications