

# Real Estate Focus

2024

Chief Investment Office GWM | Investment Research



**UBS**



# Éditorial

Chère lectrice, cher lecteur,

La Suisse est actuellement confrontée à un ralentissement de la construction qui induit un déficit de près de 10 000 logements par an. Cela s'explique par de nombreux facteurs: des taux de vacance excessifs, l'impact de la pandémie, des prescriptions réglementaires restrictives, des objections croissantes à la construction densifiée, des procédures d'octroi inefficaces ou encore une hausse des coûts de construction et de financement. Ainsi, les projets de construction prometteurs relèvent vite du parcours du combattant, à la fois onéreux et frustrant.

Tout le monde s'accorde sur ces points. À l'inverse, les opinions divergent radicalement concernant les instruments les plus appropriés pour atténuer la pénurie de logements. Il faudrait que les décideurs fassent preuve de pragmatisme économique, une vertu typiquement suisse. Mais en réalité, nous sommes aux prises avec différents intérêts et idéologies chez les partis politiques. Chacun se renvoie régulièrement dos à dos, ce qui montre l'absence de direction claire.

«Cherche une solution, pas le coupable», conseille un proverbe japonais. Suivant cette approche, certaines compagnies d'assurances mondiales préfèrent renoncer à rechercher un coupable et couvrent les dommages indépendamment du responsable. Cela permet de réduire les contentieux et de diminuer fortement le coût de traitement des sinistres. Cela accélère aussi le traitement des cas. Cette approche est, au mieux, un idéal lointain pour le secteur de la construction.

Cette année, dans l'*UBS Real Estate Focus*, nous analysons des solutions possibles pour contrer le marasme de la construction et mettons en évidence les effets secondaires indésirables de certaines mesures inspirées par les croyances idéologiques.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.



Claudio Sapatelli  
Head Global Real Estate



Daniel Kalt  
Chief Economist Switzerland

**UBS Real Estate Focus 2024**

La présente publication a été préparée par UBS Switzerland AG. Veuillez tenir compte des informations juridiques importantes à la fin de la publication. Les performances passées ne sauraient préjuger des rendements futurs. Les prix de marché cités sont des cours de clôture des bourses principales correspondantes.

**Éditeur**

UBS Switzerland AG  
Chief Investment Office GWM  
Case postale, CH-8098 Zurich

**Rédaction en chef**

Katharina Hofer

**Rédaction**

Viviane Goldstein  
Christine Mumenthaler  
Agnes Zavala

**Clôture de la rédaction**

8 avril 2024

**Design**

CIO Content Design

**Photo de couverture**

Centre historique de Vira Gambarogno,  
Canton du Tessin, iStock

**Langues**

Allemand, anglais et français

**Contact**

ubs-cio-wm@ubs.com

# Sommaire



## 6

### Interventions de l'État

---

- 06 Aperçu
- 09 Dispositif
- 11 Point de vue des investisseurs



## 14

### Logement

---

- 14 Logements en propriété
- 18 Logements locatifs



## 22

### Commercial

---

- 22 Bureaux
- 26 Vente
- 28 Logistique



## 31

### Bourse

---

- 31 Fonds immobiliers et actions immobilières
- 34 Actions immobilières mondiales



## 36

### Durabilité

---

- 36 Situation actuelle
- 39 Profitabilité
  
- 42 Données de marché et prévisions

# Le corset se resserre

Fabian Waltert, Matthias Holzhey

Le marché immobilier suisse actuel est marqué à la fois par une forte immigration et par une activité de construction atone. Comme les loyers devraient augmenter plus vite que les revenus pendant la prochaine décennie, la réglementation du marché des logements locatifs revient au premier rang des priorités politiques.

Plus la pénurie de logements est pointée du doigt, plus il est probable que le droit du bail se durcira, comme le montre la trame des 100 dernières années. Pendant et après les deux guerres mondiales, des mesures d'encadrement des loyers parfois rigides ont été prises dans le cadre du droit de nécessité dans les phases de pénurie aiguë de logements. L'usage de la localité ou du quartier, selon lequel les loyers sont considérés comme «non abusifs», a été défini en 1972 afin de pallier une pénurie de logements accrue. L'encadrement des loyers est en général prisé par les grandes villes parce qu'elles conjuguent un revenu médian relativement bas et les plus hauts loyers de Suisse et que l'offre résidentielle a tendance à y être insuffisante.

## Les cantons jouent un rôle clé

Le bail résidentiel, y compris les éléments contractuels comme les prescriptions de forme ou les exigences d'adaptation des loyers, est régi au niveau fédéral. Mais s'il protège les intérêts des locataires, le droit du bail suisse ne tranche pas systématiquement en leur faveur. Cet équilibre explique aussi que plus de 60% des ménages suisses louent leur logement et que les immeubles locatifs sont la principale catégorie de placements immobiliers en Suisse. Enfin, la majorité des propositions faites au niveau fédéral d'encadrer plus strictement le marché résidentiel locatif ou de promouvoir davantage la construction de logements d'utilité publique et coopératifs n'ont pas abouti.

Pourtant, les cantons et les communes sont habilités à prendre des dispositions temporaires additionnelles afin de garantir l'offre locale de logements. Ils jouissent d'une plus grande liberté s'agissant des procédures d'octroi de permis de construire. Dans le cadre des nouvelles constructions, la définition de parts minimales de logements d'utilité publique, dont les loyers sont basés sur les coûts, est un instrument privilégié depuis longtemps. Pionniers en la matière, les cantons de Genève et de Vaud utilisent leur marge de manœuvre pour pratiquer une politique du logement active depuis les années 1970. Mais plus récemment, les projets de réglementations cantonales et communales se sont fortement multipliés. En voici quelques exemples notoires:

### *Limitation des ajustements de loyers*

Dans le canton de Bâle-Ville, les ajustements de loyers consécutifs à des assainissements, rénovations et constructions de bâtiments de remplacement sont limités depuis 2022, tout comme dans les cantons de Vaud et de Genève. Dans la ville de Lucerne et le canton de Zurich, une obligation de permis et un encadrement des loyers pour les assainissements, les rénovations et les constructions de bâtiments de remplacement ont aussi été proposés.



Immeuble ancien rénové et non rénové, iStock

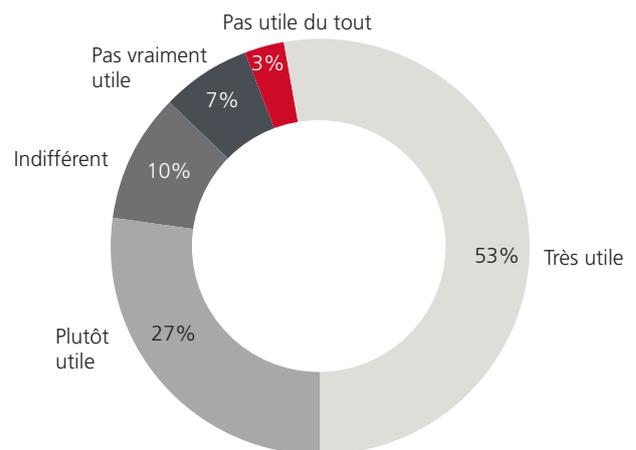
### Part de logements abordables

En juin 2023, une faible majorité des électeurs de la ville de Zoug a soutenu une part minimale de 40% de logements abordables dans les projets de nouvelle construction à haute densité. Les villes de Zurich, Berne et Thounne ainsi que le canton de Genève ont adopté des dispositions similaires, quoique parfois moins strictes. Dans le canton de Bâle-Ville, une initiative cantonale en cours demande même une part de 50% de loyers basés sur les coûts dans les zones en transformation. Des projets similaires ont été mis sur les rails à Winterthur, Schaffhouse et Bienne.

### Droit de préemption

Dans le canton de Zurich, une initiative populaire actuelle demande l'octroi d'un droit de préemption aux communes pour qu'elles puissent participer en priorité aux transactions immobilières en cours au prix négocié. Les biens acquis seraient ensuite proposés à des loyers abordables ou même comme logements sociaux. Un droit de préemption existe déjà dans les cantons de Genève (depuis 1978) et de Vaud (depuis 2020). Selon un sondage réalisé par l'Union des villes suisses auprès de ses 130 communes membres dans toute la Suisse, 80% des représentants de villes considèrent qu'un droit de préemption est «plutôt ou très opportun».

Dans quelle mesure un droit de préemption pour les villes et les municipalités serait-il utile?



Sources: Enquête sur la politique du logement dans les villes et les communes, SSV, OFL, UBS

### Expropriation

Dans le canton de Genève, certaines voix s'élèvent même pour réclamer l'expropriation des propriétaires de logements vacants ou une conversion obligatoire des bureaux non utilisés en surfaces résidentielles.

### Il faut s'attendre à une avalanche de mesures

Globalement, environ 30% des logements locatifs suisses font actuellement l'objet d'au moins une réglementation visant les loyers basés sur les coûts, le droit de préemption ou l'encadrement des loyers. Si toutes les mesures supplémentaires actuellement prévues étaient mises en œuvre, ce pourcentage monterait à 50% – croire ce serait donc une part significative du marché résidentiel locatif qui serait soumise à des réglementations plus strictes que ce que prévoit le droit fédéral. Conséquence directe des deux hausses du taux de référence en 2023, qui ont permis à de nombreux bailleurs d'augmenter leur loyer, le Conseil fédéral examine actuellement des mesures visant à freiner la croissance des loyers dans un contexte d'inflation et de taux élevés.

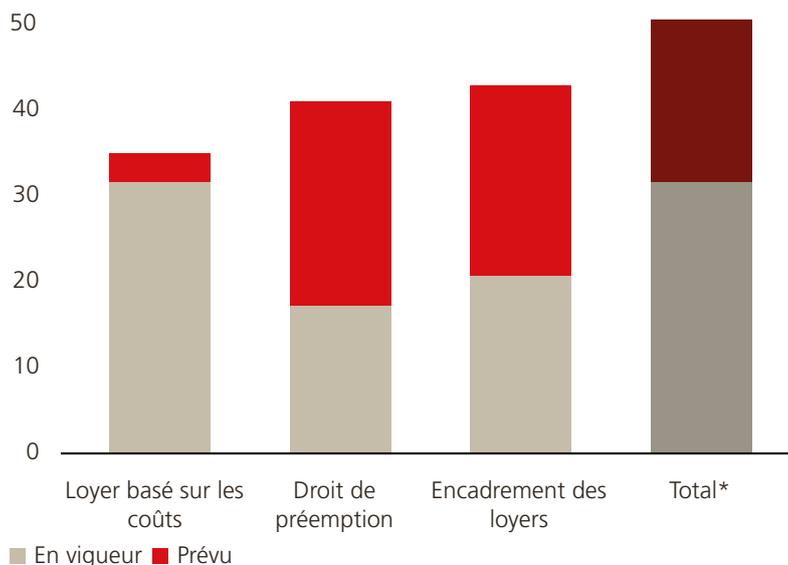
Le nombre de projets et d'initiatives politiques visant à réglementer le marché résidentiel locatif devrait encore augmenter à moyen terme.

Premièrement, l'accélération de l'immigration va accentuer la pénurie de logements ces prochaines années. Parallèlement, la politique, l'administration et les associations exercent une pression cumulée qui amplifie la bureaucratie et augmente constamment le nombre de règles en matière de construction, ce qui a pour effet de pousser à la hausse le coût des assainissements et des nouvelles constructions et de freiner la production de logements.

Deuxièmement, les durcissements supplémentaires du droit du bail sont le plus souvent défavorables aux investisseurs et réduisent l'incitation à la création de nouveaux logements. Tout ceci corrobore le tableau d'un marché locatif défaillant et ouvre la voie à une escalade de la réglementation.

## La réglementation gagne du terrain

Part du parc résidentiel soumis à des réglementations cantonales et/ou communales sous forme de loyer basé sur les coûts, droit de préemption et encadrement des loyers\*, en pourcentage du parc résidentiel total



\*Comme plusieurs réglementations sont en vigueur dans certaines communes, le total (barre de droite) est inférieur à la somme des parts des réglementations.

Sources: Wüest Partner, OFS, UBS

# Les mesures ne peuvent pas tout

Katharina Hofer, Matthias Holzhey

En temps de boom économique, les logements dans les centres urbains deviennent souvent une denrée rare pour les ménages à bas revenus. C'est ce qui amène l'État à réguler le marché locatif, pour réduire le coût du logement. Mais souvent, ces mesures n'atteignent pas l'objectif visé et entraînent une série d'effets secondaires contre-productifs.

Dans les débats politiques actuels, deux arguments en faveur de la poursuite de telles interventions sur le marché résidentiel locatif dominant. Premièrement, la hausse des loyers pénalise surtout les ménages à faible revenu, dont la situation financière s'est dégradée constamment depuis le début du siècle. La part du revenu consacrée au loyer par le cinquième des ménages situés au bas de l'échelle des revenus a augmenté de 27% en 1998 à 34% en 2017. En revanche, le revenu du ménage moyen a progressé au même rythme que le niveau des loyers au cours des 20 dernières années. Le logement est donc globalement aussi abordable qu'il y a 20 ans, mais pas pour tout le monde.

Deuxièmement, le succès économique des villes entraîne une appréciation de certains quartiers, si bien que les personnes qui y habitaient depuis longtemps doivent se reloger ailleurs en raison d'une forte hausse des loyers (gentrification). Le Petit-Saconnex, à Genève, offre un exemple extrême de cette tendance: les loyers y ont plus que doublé depuis 2006, alors qu'ils n'ont progressé que de 25% au centre-ville. De manière similaire, pendant la même période, le loyer moyen a augmenté de 80% dans le Kreis 5 de Zurich, soit près du double de la hausse enregistrée au centre-ville.

## **Encourager les bailleurs de logements abordables**

L'État dispose d'une vaste palette de mesures possibles pour contribuer à la constitution d'un parc

locatif abordable. Par exemple, il peut louer des appartements abordables directement ou encourager la construction de logements coopératifs. Cette tendance est particulièrement répandue dans les villes de Zurich et Bâle, où, respectivement, plus d'un cinquième ou un dixième des logements se trouvent dans un immeuble d'utilité publique. Dans ces deux villes, les loyers respectivement appliqués dans les immeubles d'utilité publique sont, environ 40% et quelque 30% plus bas que la moyenne locale.

Mais cette mesure n'est pas toujours ciblée, de sorte que certains ménages plus aisés en profitent aussi, en tant que locataires. Du reste, une extension de l'offre de logements par les coopératives soutenues par l'État – par exemple grâce à l'octroi de terrains à prix réduit – est onéreuse car il en résulte des coûts d'opportunité à la hauteur de la remise offerte par rapport aux prix du marché. Au final, les coûts peuvent largement dépasser les avantages pour le groupe-cible des ménages qui ont réellement un revenu bas.

## **Aide individuelle pour les personnes à faible revenu**

Les subventions de loyer permettraient de soutenir les ménages à faible revenu de manière ciblée. Instrument courant de l'aide sociale et des prestations complémentaires de prévoyance vieillesse, l'allocation logement bénéficie directement aux destinataires qu'elle vise.

Mais si elle est déployée trop généreusement, des couches de revenu plus vastes profitent de ce soutien financier, ce qui exerce une pression haussière sur le niveau général des loyers. D'où une spirale ascendante d'allocations croissantes et par contre-coup, une hausse des loyers. Les opposants aux aides individuelles soutiennent qu'en fin de compte, elles bénéficient aux bailleurs puisqu'elles tirent à la hausse les recettes locatives.

### Réglementer le niveau des loyers

Des interventions de l'État peuvent forcer une réduction des loyers dans le mécanisme de fixation des prix, par exemple si les autorisations de démolition, de conversion, de nouvelle construction ou de construction de bâtiments de remplacement sont associées à un encadrement des loyers limité dans le temps. Par exemple, dans la ville de Genève, réglementée depuis les années 1970, le loyer mensuel moyen d'un appartement de 3 pièces s'élève actuellement à 1300 francs, environ 30% en dessous du niveau des loyers zurichoïses, qui ne sont pas soumis à cette règle.

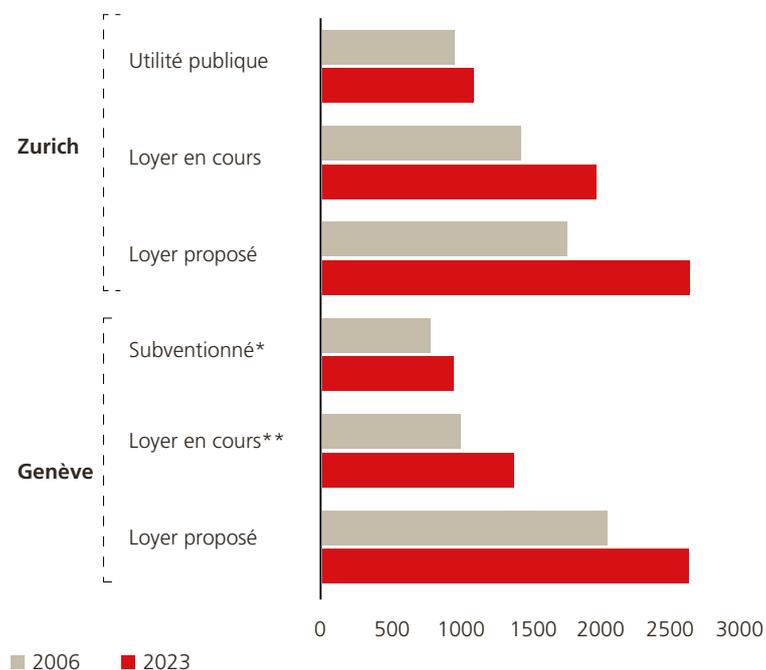
La demande excédentaire qui résulte de cette réglementation accable encore plus les segments de marché non réglementés, c'est-à-dire les nouvelles constructions et après expiration des limitations, car elle y entraîne une flambée des loyers. Aujourd'hui, une personne qui recherche un appartement de 3 pièces à Genève, se verra demander, comme à Zurich, des loyers supérieurs à 2500 francs. Dans les cas extrêmes, on assiste même à l'émergence d'un marché noir de logements convoités à moindre coût. À Stockholm par exemple, des appartements subventionnés par l'État font parfois l'objet de sous-locations illégales à un loyer nettement plus élevé, alors qu'il faut patienter plusieurs années avant d'accéder à ces logements.

### Planifier à long terme, négocier à court terme

Dans les grandes villes, les ménages à faible revenu trouvent généralement un logement abordable dans des immeubles aux normes de construction et d'équipement moins poussées. À l'échelle de la Suisse, le loyer d'un ancien objet non assaini est environ 20% plus bas que celui d'une nouvelle construction moderne, souvent mieux équipée. Mais la volonté politique de plonger par décret le marché dans un sommeil digne de la Belle au bois dormant afin de garantir des logements abordables est en contradiction avec la nécessité de densifier le parc résidentiel et de procéder à son assainissement énergétique. Qui plus est, le coût des projets de rénovation augmente à cause d'une liste déjà longue, voire croissante, de réglementations

## Écart très marqué à Genève

Loyer mensuel net moyen pour un appartement de 3 pièces, en francs



\* Ces données se réfèrent à l'ensemble du canton de Genève. La différence par rapport à la ville de Genève devrait être modeste. \*\* Y compris marché réglementé par l'État.  
Sources: Ville de Zurich, canton de Genève, Wüest Partner, UBS

relatives à la durabilité, à l'énergie, à la protection contre le bruit ou à la protection du patrimoine, ce qui fait monter les loyers. Ce paradoxe manifeste relègue les investisseurs privés à la ligne de touche, accentuant encore la pénurie de logements.

Si l'on veut davantage de surfaces résidentielles, il faut que l'activité de construction soit stimulée par une déréglementation ou des incitations fiscales afin d'atténuer l'augmentation des loyers. Les mesures possibles vont de la simplification et la numérisation de la procédure d'approbation, à des prescriptions moins restrictives en matière de construction, en passant par un assouplissement des réaffectations et des plans d'affectation des zones. Un renforcement de l'infrastructure de transport et un aménagement du territoire prudent renforceraient l'attrait de l'agglomération ainsi élargie et soulageraient les villes les plus touchées par la pénurie de logements. Toutes ces mesures ne portent leurs fruits qu'à long terme; il n'y a pas de remède à court terme contre une offre insuffisante. Mais dans la pratique, associer les aides individuelles et la construction active de logements réduit mieux les distorsions de marché que l'encadrement rigide des loyers.

# Mieux vaut prévenir que guérir

Maciej Skoczek, Fabian Waltert

Les recettes locatives sont une composante plus importante du rendement parce qu'on ne s'attend pas à de fortes appréciations de valeur dans l'immédiat. Mais la tendance à des interventions politiques plus nombreuses sur le marché résidentiel locatif limite la croissance des loyers tout en renforçant le risque de pertes de valeur.

L'encadrement des loyers interdit de relever les loyers au niveau du marché après un assainissement ou la construction d'un bâtiment de remplacement: cela limite le potentiel de hausse des revenus et pèse sur les prix immobiliers. De telles réglementations sont en vigueur dans les cantons de Genève et de Vaud depuis longtemps et dans celui de Bâle-Ville depuis 2022. Nous estimons que la réglementation sur la «protection du logement» a induit des corrections de valeur d'au moins 10% à 15% dans la ville de Bâle à ce jour (voir étude de cas en page 13).

## Fragilité des meilleurs emplacements

Dans la ville de Zurich, un encadrement des loyers comparable à la réglementation sur la «protection du logement» entraînerait des corrections de valeur encore plus fortes, pouvant atteindre 30%. Cela est dû au fait que la prime de loyer post-assainissement, plus élevée qu'à Bâle, ne pourrait plus être appliquée. Il est tout à fait possible que cela se réalise puisqu'une initiative sur la «protection du logement» a également été soumise dans le canton de Zurich en février 2024.

Un assainissement lourd n'est pas rentable si l'on ne peut ni répercuter les coûts afférents sur les locataires ni aligner les loyers sur le niveau du marché pendant plusieurs années. S'ajoute à cela une énorme charge administrative, si, comme dans le canton de Bâle-Ville, des petits changements même minimes, comme l'ajout d'une colonne de lavage,

requièrent une autorisation pour relever légèrement le loyer. Les investisseurs institutionnels, en particulier, préfèrent donc envisager la vente de certains objets plutôt qu'une stratégie de détention passive, où ils limitent l'entretien de leur immeuble locatif au strict minimum. En effet, la dégradation de l'immeuble due à l'absence de rénovations peut d'une part poser un risque de réputation pour l'investisseur. D'autre part, la détention passive va à l'encontre des efforts de durabilité (par exemple dans l'optique de zéro émission nette de CO<sub>2</sub>) que s'imposent de nombreuses caisses de pension, compagnies d'assurances ou sociétés de fonds.

## Fuite vers des marchés peu réglementés

Dans la ville de Bâle par exemple, les investisseurs institutionnels font preuve d'une grande retenue depuis l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions en matière de protection du logement en 2022. Pour maintenir leur diversification géographique, ceux-ci pourraient se replier vers des régions voisines moins réglementées où la location aux prix du marché est (encore) possible et où le rapport risque/rendement devrait être plus attrayant. En effet, d'une part, les zones résidentielles en dehors des centres urbains sont devenues plus attrayantes grâce à la généralisation du télétravail et d'autre part, le rendement supérieur est particulièrement avantageux dans un contexte de coûts de financement élevés.

Dans le cas de Bâle-Ville, la demande des investisseurs pourrait se déplacer vers les cantons de Bâle-Campagne ou d'Argovie. Si l'initiative sur la protection du logement est acceptée dans le canton Zurich, on pourrait imaginer un repli des investisseurs institutionnels vers des régions voisines en Argovie ou en Thurgovie.

Face à la baisse des prix de transactions sur les marchés concernés, ce sont de nouveaux groupes d'acheteurs qui investissent, comme les investisseurs privés ou les family offices, susceptibles de dégager la plus grande valeur ajoutée de leur immeuble. Un tel investisseur approprié peut se concentrer sur les opportunités génératrices de plus-value et, dans le cadre autorisé par les réglementations, mettre en œuvre des stratégies de transformation en propriété par étages ou en appartements avec services inclus.

#### **Les projets de développement: une issue possible**

Contrairement aux assainissements et aux rénovations, les projets de développement devraient rester rentables pour la plupart, même sur les marchés soumis à un encadrement des loyers, parce que les unités de tels projets peuvent être offertes à la location au prix du marché. Par ailleurs, dans le cas des nouvelles constructions, le prochain assainissement majeur (non rentable) ne se profile encore qu'à long terme et n'influence pas encore la valeur actualisée du projet.

Mais dans les centres urbains, par manque de surfaces inexploitées disponibles, la seule option consiste souvent à densifier les zones résidentielles existantes par des conversions ou par la construction d'immeubles de remplacement. Si l'on tient compte d'un encadrement des loyers, la surface louable doit augmenter d'environ un tiers pour que la construction d'un immeuble de remplacement vaille plus la peine qu'une stratégie de détention passive. Cependant, une telle augmentation de l'indice d'utilisation du sol implique souvent des exigences supplémentaires de la commune concernée, par exemple l'obligation d'allouer une part prescrite à des logements d'utilité publique.

#### **La gestion des risques est de mise**

Les investisseurs immobiliers ont tout intérêt à prendre en compte les réglementations existantes et prévues dans leurs stratégies et leur gestion des risques. Dans la périphérie, où les valorisations sont en général beaucoup plus basses que dans les grandes villes, l'encadrement des loyers n'aurait pas d'effet significatif. En effet, même aujourd'hui, les projets d'assainissement complet y sont rarement rentables en raison du potentiel limité de hausse des loyers.

Les objets situés sur des marchés prisés, encore sans encadrement des loyers, loués à un niveau proche du loyer du marché et sans assainissement requis à court terme ne devraient guère être affectés par une limitation potentielle dans l'immédiat. En revanche, pour les objets à loyer relativement faible et nécessitant un investissement, il pourrait être judicieux d'effectuer des rénovations plus tôt que prévu pour pouvoir relever les loyers au niveau du marché avant l'introduction d'un encadrement des loyers. Si ce n'est pas rentable, il convient d'envisager une aliénation dès que possible pour maximiser le prix de vente. Mais quel que soit l'état du bien, les acheteurs potentiels exigeront alors un rendement plus élevé, – qui ferait office de prime de risque pour un moindre potentiel de hausse de loyer et d'indemnisation pour les assainissements à venir et pas toujours rentables.

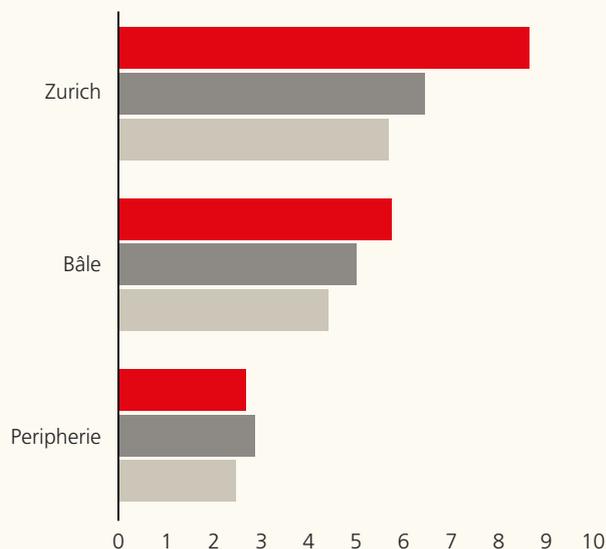
# Étude de cas: initiative sur la «protection du logement» à Bâle

**Situation initiale:** Dans un immeuble locatif qui a besoin d'être assaini avec des baux datant de plus de dix ans, le loyer net au mètre carré s'établit à 200 francs par an, nettement en dessous du niveau du marché de 330 francs. L'investisseur renonce à entretenir le bien à court terme parce qu'il prévoit de faire un assainissement complet d'un coût de 1,3 million de francs (après déduction de subventions et d'incidences fiscales) dans quelques années.

**Valeur sur le marché non réglementé:** l'immeuble de notre exemple a une valeur de 6 millions de francs, compte tenu d'une prime de risque en faveur du propriétaire. Après assainissement, il peut être loué au prix du marché avec des recettes locatives environ 40% plus élevées.

## Pressions réglementaires sur les emplacements de premier ordre

Valeur actuelle estimée d'un immeuble locatif ayant une surface utile principale de 1000 m<sup>2</sup>, selon la stratégie\*, en millions de francs



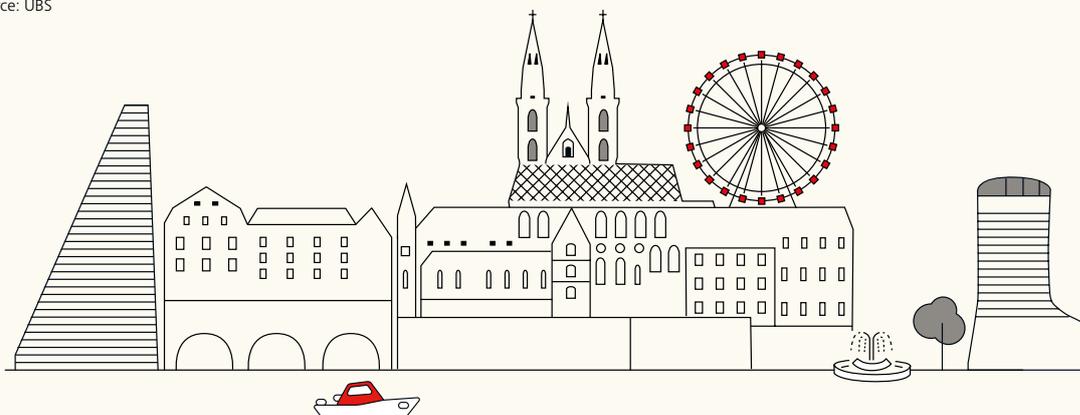
- Stratégie active (assainissement complet) sans encadrement des loyers
- Stratégie passive (entretien strictement nécessaire) avec encadrement des loyers
- Stratégie active (assainissement complet) avec encadrement des loyers (p. ex. assainissement obligatoire)

\*Pour les stratégies actives, une prime de risque de 10% a été déduite lors du calcul de la valeur.  
Source: UBS

**Valeur dans un marché réglementé avec assainissement:** selon la réglementation bâloise, les loyers nets ne peuvent pas être ajustés au niveau du marché dans les cinq années qui suivent un assainissement. Dans notre cas, une hausse du loyer de moins de 10% est autorisée, ce qui diminue la valeur actualisée des recettes locatives futures. De ce fait, le bailleur n'est pas intégralement indemnisé pour les coûts d'assainissement et le risque de projet encouru, alors que la valeur de marché de l'immeuble diminue de 20% à 25% selon notre estimation.

**Valeur dans un marché réglementé sans assainissement:** l'investisseur peut renoncer à un assainissement complet et se contenter d'effectuer les investissements d'entretien strictement nécessaires. Dans ce cas, l'état de l'immeuble se dégrade constamment, ce qui rend plus difficile une hausse des loyers, même en cas de changement de locataires. Par ailleurs, l'immeuble est moins commercialisable, si bien que sa valorisation doit intégrer une prime de risque plus élevée (et un taux d'escompte supérieur). Avec cette stratégie de détention passive, la valeur de marché du bien diminue d'environ 10% à 15% par rapport au marché non réglementé. Mais comme la perte de valeur est moins importante qu'en cas d'assainissement complet, c'est la solution la plus rationnelle du point de vue des investisseurs.

*Note: dans tous les exemples, les valeurs des immeubles sont calculées selon la méthode d'actualisation des flux de trésorerie.*



# La demande soutient les hausses

Thomas Rieder, Maciej Skoczek

Les logements en propriété se sont appréciés en 2023 malgré la hausse des taux. Bien qu'une correction des prix ne se profile pas encore à court terme, le ralentissement conjoncturel pourrait encore affaiblir la dynamique de marché.

La hausse des taux observée entre la mi-2021 et début 2023 a fortement augmenté le coût du logement en propriété. Les postes courants (intérêts hypothécaires, entretien, valeur locative) d'un appartement en propriété acheté à un prix médian de 800 000 francs à l'époque étaient estimés à environ 17 000 francs par an en 2021. Ils s'établissent actuellement à 26 000 francs, soit 50% de plus. Comme le prix médian a progressé pour atteindre 880 000 francs depuis, il faut apporter 16 000 francs de plus en fonds propres de lors de l'acquisition.

## La capacité financière: un obstacle de plus en plus grand

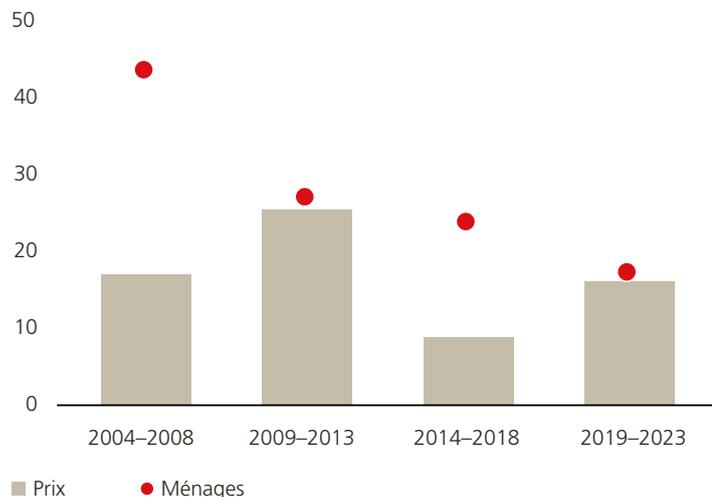
Pour de nombreux ménages, la perspective de l'acquisition d'un logement s'éloigne toujours plus. Il y a 20 ans, environ 60% des ménages pouvaient se permettre d'acquérir l'objet médian de l'époque. Aujourd'hui, on estime qu'ils ne sont plus que 15% – soit 660 000 ménages. En effet, pour remplir la règle de calcul de la capacité financière pour un objet médian, un ménage doit actuellement justifier d'un revenu brut annuel d'au moins 150 000 francs – nettement plus que le revenu moyen du ménage, qui est d'environ 115 000 francs.

À l'heure actuelle, un ménage moyen ne peut se permettre un appartement en propriété de 4,5 pièces au prix médian que dans à peine un quart des 106 régions économiques de Suisse. C'est encore le cas dans les régions de Grenchen,

de Thal et de Haute-Argovie, sur le Plateau, où un revenu brut inférieur à 100 000 francs suffit pour acquérir un logement en propriété. En revanche, dans les grandes villes et leurs agglomérations immédiates, l'acquisition d'un objet médian requiert le double, voire le triple du revenu médian suisse, selon les régions.

## Une barre de plus en plus haute

Évolution du prix médian des appartements en propriété et pourcentage des ménages\* ayant un revenu brut suffisant pour l'appartement médian selon la règle de capacité financière, cumulé par période, en pourcentage



\* Uniquement les ménages assujettis à l'impôt fédéral direct, estimation à partir de 2021

Sources: SRED, AFC, UBS



Façade à Genève, iStock

### **Renfort de la croissance démographique et de l'évolution des préférences**

Les prix élevés et les taux d'intérêt accrus ont formé un cocktail délétère pour la demande de logements en propriété, comme en témoigne le nombre de nouvelles recherches de biens qui, en juillet 2023, a atteint son niveau le plus bas depuis 2015. La croissance des prêts hypothécaires octroyés aux ménages a elle aussi fortement diminué. À la lumière de ce qui précède, en 2023, la dynamique des prix aura probablement été moins vigoureuse que pendant la pandémie de Covid. Mais la croissance des prix est clairement restée positive. En Suisse, l'appréciation moyenne annuelle a quasiment atteint 3,5% pour les appartements en propriété et approché 2,5% pour les maisons individuelles.

Une croissance disproportionnée des revenus les plus élevés favorise une forte hausse de la demande de logements en propriété, malgré l'augmentation constante des prix. On estime par exemple que le nombre d'acheteurs potentiels d'un appartement en propriété d'un coût de CHF 900'000 actuel a augmenté de plus de 10% au cours des cinq dernières années. En outre, grâce

à la forte croissance démographique induite par l'immigration, l'univers d'acquéreurs potentiels reste significatif parce qu'il s'agit souvent d'une main-d'œuvre dont le revenu et le patrimoine sont suffisants pour accéder à la propriété du logement.

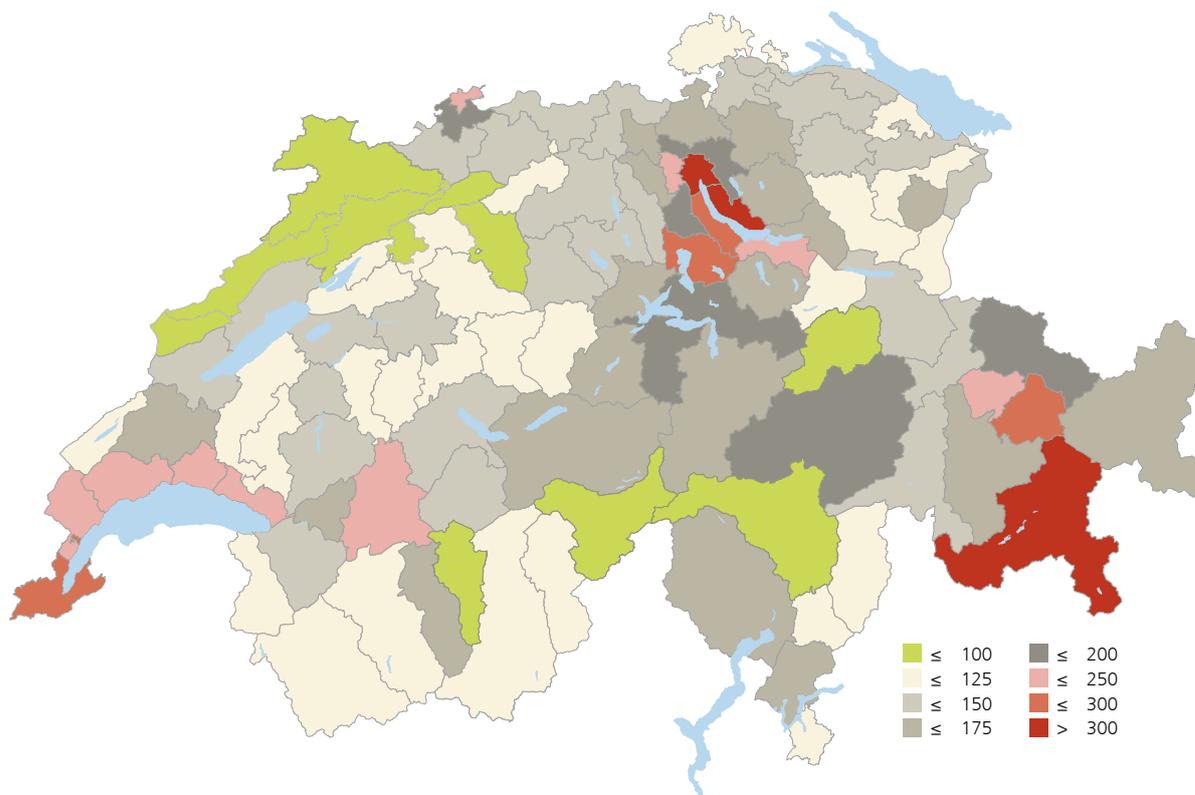
Pendant la pandémie de Covid, les ménages préféraient davantage payer pour un logement en propriété, et ont montré une disposition correspondante, si bien qu'ils ont été de plus en plus nombreux à prélever des capitaux de leur caisse de pension lors de l'achat (encouragement à la propriété du logement, EPL). De 2019 à 2022, le nombre de versements anticipés a augmenté de plus de 5% et le montant retiré moyen de quelque 10%. On estime que plus de 40% des personnes ayant eu recours à l'EPL ont financé plus de 10% du prix d'achat médian actuel par des avoirs de prévoyance – l'apport requis pouvant aussi provenir d'un avancement d'hoirie ou d'un crédit à taux zéro.

### **De fortes hausses de prix à l'écart des centres**

Mais de plus en plus de ménages souhaitant acquérir un logement sont contraints d'opter pour un emplacement peu central dans une région plus abordable, à l'écart des grandes villes. Pour ceux-là,

# La capacité financière constitue souvent un obstacle majeur

Revenu du ménage nécessaire à la capacité financière requise pour un objet médian, en milliers de francs



Sources: Wüest Partner, UBS

le télétravail est une bonne option: les ménages ayant cette possibilité sont prêts à allonger le trajet nécessaire pour aller au travail s'ils n'ont plus à le parcourir quotidiennement. Ce repli vers les régions affichant les prix les plus bas est confirmé par leur forte croissance démographique. Les cantons urbains onéreux de Genève, Zurich et Zoug ont affiché le plus fort déclin de la croissance démographique au cours des trois dernières années. À l'inverse, les cantons à moindre prix de Nidwald, Schaffhouse, Valais, Tessin et Saint-Gall ont enregistré une forte hausse démographique.

De ce fait, l'an dernier, les hausses de prix les plus fortes, allant jusqu'à 10%, ont été observées dans le canton des Grisons et dans le Haut-Valais et le prix des logements a aussi grimpé plus vite que la moyenne dans l'ensemble de la Suisse orientale. En Suisse romande, le canton de Fribourg a signé la plus forte augmentation des prix, d'environ 4%. Les grandes villes ont suivi une trajectoire inverse. Dans les régions de Genève et de Bâle, les prix ont même légèrement reculé.

## Une baisse des coûts d'habitation en perspective

Cette année, la demande de logements en propriété devrait de nouveau accélérer légèrement. Certes, fin 2023, le coût d'utilisation d'un appartement en propriété moyen était encore environ 10% plus élevé que pour un appartement locatif comparable. Mais pour absorber ce «surcoût» à long terme, au moins en termes comptables, une appréciation de 0,5% par an est suffisante. Et après quasiment 25 ans de hausse, la perspective de voir les prix des logements en propriété augmenter à long terme est une attente solidement ancrée dans la société.

Par ailleurs, le coût d'habitation annuel des logements en propriété diminuera probablement en conséquence de la baisse des taux d'intérêt. Après la première baisse de taux de la Banque nationale suisse en mars, deux autres baisses de taux sont attendues cette année. Même sans hausse des prix, ce coût sera alors de nouveau plus attractif que celui des appartements locatifs, d'autant plus que les loyers de l'offre continuent de progresser fortement.

# Le déclin des nouvelles constructions se poursuit

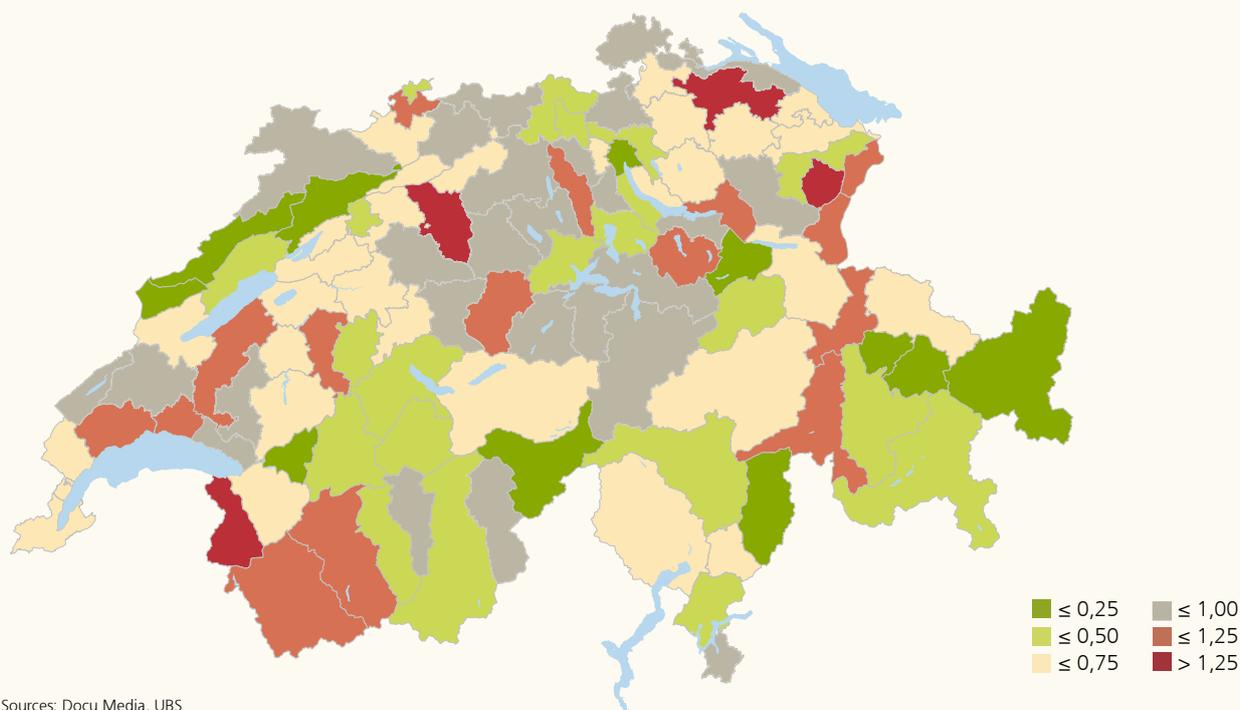
L'offre peu élevée de logements en propriété soutient la vigueur des prix de marché. Malgré une légère reprise pendant l'année, moins de 3,5% des objets résidentiels étaient proposés à la vente à fin 2023, une valeur faible en termes historiques. Une comparaison à long terme montre que l'offre de logements en propriété est particulièrement faible dans le canton de Vaud et, en Suisse alémanique, dans les cantons d'Argovie et des Grisons et en Suisse centrale.

Cette année, l'offre de logements en propriété devrait certes augmenter, mais lentement. D'une part, le manque de logements locatifs empêchera toute vague

de ventes. D'autre part, le nombre de permis de construire des unités de logement a aussi diminué en 2023. En 2024, le parc immobilier ne devrait augmenter que de 0,8% pour les appartements en propriété et de 0,5% pour les maisons individuelles, ce qui est très inférieur aux moyennes à dix ans de respectivement 1,2% et 0,7%. Comme la demande augmente, il ne faut pas craindre une offre excédentaire. L'arrivée de nouveaux objets sur le marché concerne surtout les régions de Werdenberg, la vallée rhénane et la vallée de la Thur en Suisse orientale, la Haute-Argovie sur le Plateau et la région de Monthey en Suisse romande.

## L'expansion du parc reste limitée

Permis de construire de logements en propriété de juillet 2022 à juin 2023 par rapport aux logements en propriété existants, en pourcentage



### La conjoncture freine la hausse des prix

Il est cependant peu probable que l'on assiste à un nouveau boom du logement en propriété, comme durant la pandémie. Entre-temps, les prix plus élevés ont pesé sur la demande, qui restera nettement inférieure au niveau des années Covid. Par ailleurs, la croissance économique inférieure à la moyenne et la légère hausse du chômage ont aussi un effet modérateur. Certains acquéreurs potentiels attendront probablement que les taux hypothécaires aient nettement baissé dans le courant de l'année et que la situation conjoncturelle se soit améliorée.

Dans de nombreuses régions, ils devraient donc rester peu nombreux dans l'immédiat. Le retour rapide d'un «marché vendeur» ne se profile pas encore.

Cette année, il faut s'attendre à un nouveau ralentissement de la hausse des prix. Sur l'ensemble de l'année, les prix des appartements en propriété augmenteront probablement de 1,5% et ceux des maisons individuelles de 1%. La conjonction d'une demande structurelle robuste et d'une reprise conjoncturelle devrait relancer la dynamique des prix à partir de 2025.

# Le marasme de la construction soutient les prix

Matthias Holzhey, Fabian Waltert

La hausse des loyers stabilise le prix des immeubles résidentiels et renforce l'attrait des nouvelles constructions. Mais il ne faut pas s'attendre à une reprise des activités de construction, en recul depuis des années, avant 2025 au plus tôt. Par rapport aux centres urbains, les communes situées aux franges des agglomérations sont devenues plus attrayantes aux yeux des locataires et des investisseurs.

Après un revirement de tendance il y a deux ans, les loyers sont de nouveau orientés à la hausse. En 2023, les loyers offerts ont progressé de près de 5% par rapport à l'année précédente, ce qui correspond à la hausse la plus forte depuis 15 ans. En février 2024, l'indice des loyers de l'Office fédéral de la statistique a augmenté de 2,7% par rapport au même mois de l'année précédente, en partie à cause de la première hausse du taux d'intérêt de référence déterminant pour les loyers en juin 2023.

## Le choc des taux amorti

Aux emplacements les plus prisés, les prix des immeubles locatifs ont chuté de 15% en moyenne à cause de la hausse des taux d'intérêt. Les prix des grands projets ayant des coûts élevés d'assainissement ont probablement aussi décliné en raison d'un fort repli de la demande des caisses de pension et des assurances. Mais la croissance encore soutenue du volume hypothécaire des sociétés immobilières et prestataires financiers (+5,5% en 2023) montre que d'autres groupes d'investisseurs restent friands d'immeubles locatifs.

L'anticipation de recettes locatives croissantes joue un rôle déterminant à cet égard. Si la pénurie de logements s'aggrave, la progression des loyers du marché pourrait atteindre 30% au cours des dix

prochaines années. Par ailleurs, les agglomérations des grandes villes devraient s'étendre sous l'impact de la croissance démographique continue, sachant que dans ces zones, la disposition à payer devrait se rapprocher de celle qui a cours aux emplacements centraux ou dans les banlieues immédiates. De telles hypothèses peuvent au moins compenser le coût accru des capitaux étrangers et la moindre attractivité des rendements locatifs réalisables par rapport au rendement de placements alternatifs comme les obligations ou les actions.

## Explosion de la demande grâce aux loyers bas

En Suisse, la demande de logements a progressé d'environ 1,3% par an pendant la dernière décennie. Le niveau relativement faible de l'immigration de 2017 à 2021 a été plus que compensé par une forte reconstitution des ménages. Celle-ci s'explique par l'importante offre de logements disponibles, par la baisse des loyers et, à partir de 2020, par le besoin de surfaces de logement plus grandes en raison de la pandémie.

Sur le marché des logements locatifs, le recul du taux de vacance, de 2,7% à 1,7% entre 2020 et 2023, était donc plutôt dû à une explosion de la demande qu'à une offre insuffisante. En effet, au cours de la dernière décennie, l'augmentation du

parc résidentiel a régulièrement dépassé la croissance démographique.

Ceci étant, l'an dernier, la Suisse a enregistré une croissance démographique de 1,5% – un niveau jamais atteint depuis 1963, et deux fois plus que la moyenne de la période de 2017 à 2022. Cette année, on prévoit aussi une croissance supérieure à la moyenne de la population résidente, de quelque 1,2%. Mais le parc résidentiel n'augmentera de guère plus que 1%, au vu des données actuelles. L'offre sera donc le facteur déterminant de la pénurie de logements ces prochaines années.

### Ralentissement des activités de construction, mais sans effondrement

L'an dernier, seuls 35 000 nouveaux logements ont bénéficié d'un permis de construire, leur nombre le plus faible deux dernières décennies. Cela s'explique par plusieurs facteurs d'ordre cyclique et structurel:

#### Le taux de vacance met fin au cycle de construction

Le nombre annuel de demandes de permis de construire a reculé, passant d'environ 1,4% du parc résidentiel (de 2005 à 2017) à 1% actuellement. Cette baisse était fortement corrélée avec la hausse du taux de vacance, qui a atteint son maximum en 2020. Une offre régionale temporairement

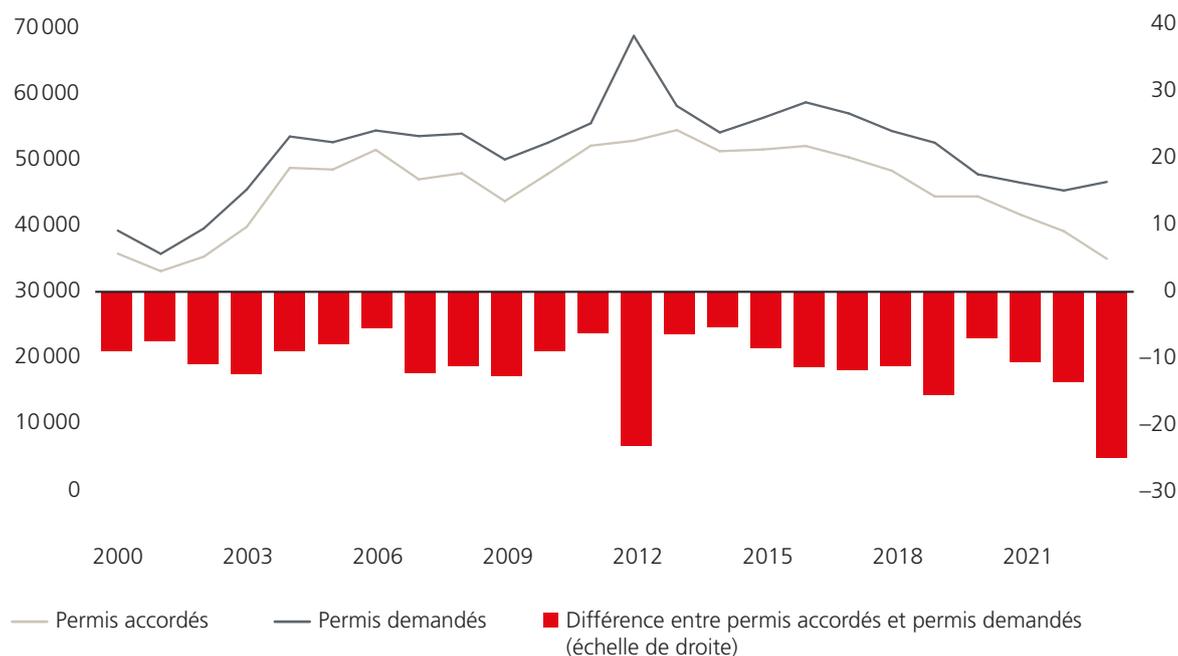
excédentaire et un fléchissement de la croissance démographique ont eu pour effet de diviser par deux les demandes de permis de construire dans de grands cantons comme celui de Vaud ou l'Argovie. Dans les régions jouissant encore d'une forte croissance, comme le canton de Zurich ou certaines zones de Suisse centrale ou orientale, les demandes de permis de construire se sont stabilisées à un niveau relativement élevé ces dernières années.

#### L'aménagement du territoire et les oppositions ralentissent le rythme des constructions

Les activités de construction devraient aussi avoir un rythme moins effréné que par le passé à cause de la loi sur l'aménagement du territoire. La superficie non bâtie au sein des zones à usage d'habitation a diminué de plus de 10% au cours des cinq dernières années, en particulier en raison des constructions réalisées sur de vastes surfaces à bâtir vacantes. Les parcelles qui restent sont souvent mal connectées ou dispersées dans la zone résidentielle existante, ce qui complique grandement les grands projets immobiliers. Moins la construction sur des terrains non bâtis est possible, plus il sera difficile de revivre le boom passé de la construction. Sans compter qu'un flot d'oppositions ralentit le processus de construction et alourdit la note. Ainsi, dans le canton de Zurich, le nombre de recours a progressé d'environ 40% au cours des dix dernières années.

## Déclin des permis de construire

Demandes de permis de construire et permis accordés pour de nouvelles constructions (immeubles locatifs et maisons individuelles), en nombre d'unités de logement et différence entre permis accordés et permis demandés, en pourcentage



Sources: Docu Media, UBS

Enfin, des objectifs politiques tels que la protection contre le bruit ou la protection du patrimoine vont à l'encontre de la densification visée.

### *L'escalade des coûts creuse l'écart entre demandes et octrois de permis de construire*

Les coûts de construction ont progressé de quelque 16% depuis fin 2020. De plus, la rentabilité des nouveaux projets de construction a baissé sous le poids des coûts de financement accrus. Parallèlement, l'incertitude a augmenté quant aux prix de vente qu'il est possible d'imposer au vu des taux hypothécaires plus élevés. De ce fait, le nombre de permis de construire a diminué beaucoup plus fortement que ce que les demandes auraient permis d'estimer. Alors que les unités de logement planifiées fluctuaient entre 45 000 et 47 000 depuis 2020, le nombre annuel de logements approuvés a reculé de presque 10 000. L'an dernier, le nombre d'unités approuvées était inférieur de 25% au nombre d'unités projetées, l'écart le plus marqué de ces 30 dernières années. Cela indique que des projets ont été modifiés pour réagir à la détérioration de la base de coût, induisant des retards dans les procédures d'approbation. Il est aussi probable que des projets déjà approuvés aient été suspendus. C'est dans le canton de Bâle-Ville que le nombre de permis octroyés a diminué le plus, quoique cela soit directement lié à la loi sur la protection du logement, entrée en vigueur en 2022.

### **Le creux de la vague est dépassé**

La projection de logements devrait de nouveau légèrement progresser au cours des prochains trimestres. La baisse des taux et la hausse des loyers

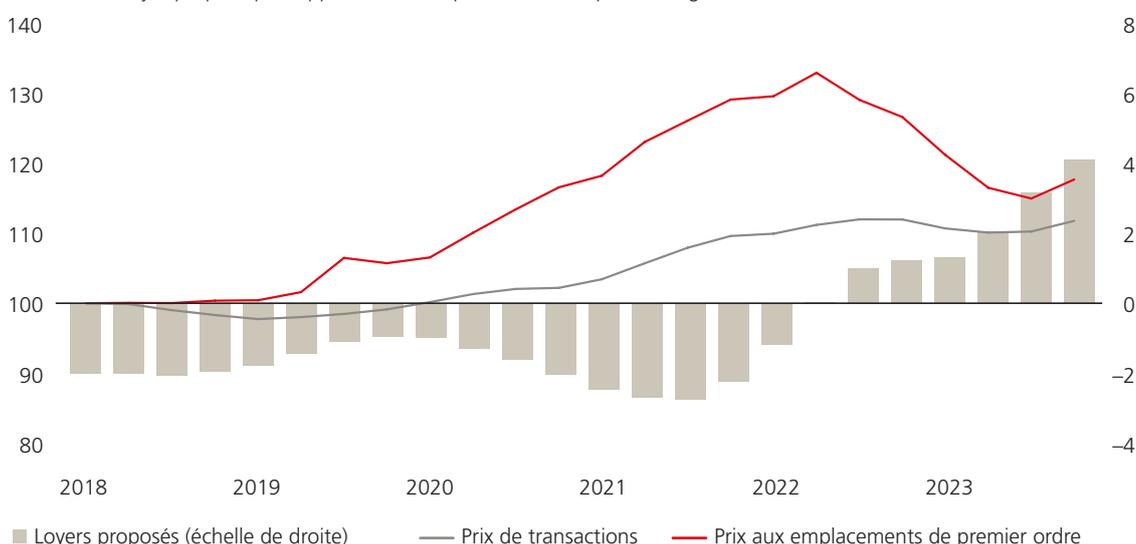
augmentent la rentabilité des projets futurs, sans compter que les coûts de construction devraient bientôt se stabiliser. Mais le nombre d'unités achevées pourrait de nouveau reculer. On ne s'attend à une légère reprise qu'en 2025.

Même si les facteurs cycliques laissent présager un regain d'attractivité du secteur, les obstacles structurels devraient encore limiter les activités de construction. Certes, le besoin d'action au niveau politique a été reconnu. Le «plan d'action sur la pénurie de logements», présenté en février par la Confédération, aborde des thèmes importants comme l'accélération des procédures, l'augmentation des indices d'utilisation du sol et la lutte contre les oppositions abusives. Mais des mesures concrètes ne seront prises qu'à plus long terme parce que dans la plupart des cas, elles requièrent une révision de lois et ordonnances qui relèvent majoritairement de la compétence des cantons et des communes. Ainsi, si le canton de Zurich suivait l'exemple de Bâle-Ville concernant la protection des locataires, cela imposerait de nouveaux obstacles aux investisseurs immobiliers.

Il ne faut donc pas s'attendre à une détente rapide du marché des logements locatifs, si bien que les investisseurs peuvent encore tableer sur des recettes locatives croissantes à moyen terme, mais hors des centres urbains. Grâce aux autres baisses de taux directeurs de la Banque nationale suisse attendues au deuxième semestre, les prix immobiliers devraient renouer avec la croissance au plus tard à partir de 2025.

## Les loyers stabilisent l'évolution des prix

Prix de transactions pour le marché global et prix pour les emplacements de premier ordre, indice 100 = 2018, variation du loyer proposé par rapport à l'année précédente, en pourcentage (échelle de droite)



Sources: Wüest Partner, UBS

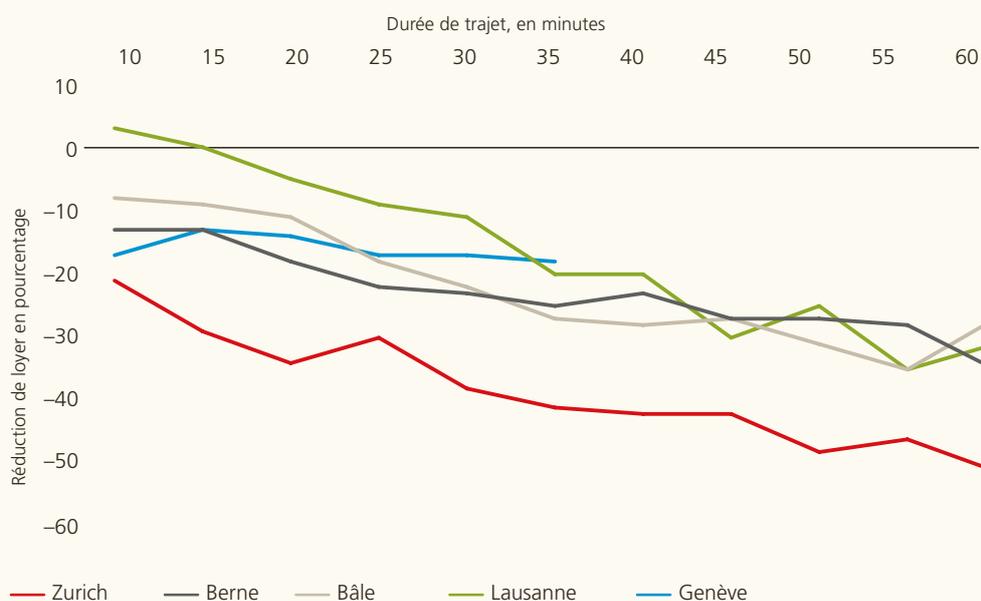
# Les communes des agglomérations plus attrayantes

Dans les grandes villes, en particulier, les flux migratoires importants maintiennent la demande de logements à un niveau élevé. Dans le même temps, les ménages ont été beaucoup plus nombreux à délaisser les centres urbains depuis le début de la pandémie que dans les années précédentes, puisque le recours accru au travail à distance permettait de générer d'importantes économies de loyer. Cette décote est particulièrement marquée dans la région de Zurich: dans les communes situées à dix minutes de voiture de la ville de Zurich, les loyers offerts sont environ 20% plus bas en moyenne.

Ils baissent environ d'un tiers à partir de 20 minutes de trajet, et de moitié à partir de 60 minutes de distance. Du point de vue de l'investisseur, les risques ont donc fortement diminué dans la ceinture d'agglomération et la périphérie proche du centre au cours des dernières années. L'évolution des taux de vacance illustre ce phénomène, puisque l'écart entre les centres d'agglomérations et leur périphérie est nettement moins prononcé. Dans de nombreux cas, ces zones offrent moins de pertes de loyers, des recettes locatives croissantes, mais aussi un risque réglementaire plus limité qu'au centre-ville et de moindres coûts de développement de projet.

## Fort écart de loyer

Réduction de loyer par rapport au plus proche des cinq grands centres, selon la durée de trajet, 2023



Sources: CFF, TomTom, Wüest Partner, UBS

# En transition

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek

Les incertitudes relatives au besoin à long terme freinent la demande de surfaces de bureaux de nombreuses entreprises. Face à une hausse des recettes locatives aux emplacements centraux, on observe un risque élevé de vacance dans les agglomérations. Les réaffectations à des fins d'habitation peuvent contribuer à l'assainissement du marché.

Sous pression en 2023, les prix d'achat des immeubles de bureaux ont accusé une baisse de 10% à 15% aux meilleurs emplacements, pénalisés par la hausse des taux généralisée. Par ailleurs, la liquidité du marché reste faible dans la périphérie et il faut se résoudre à d'importantes décotes pour attirer des acquéreurs, surtout pour un objet ancien. Les valorisations ont aussi été revues à la baisse au niveau comptable. En effet, en 2023, les principales sociétés immobilières ont relevé le taux d'escompte appliqué aux surfaces commerciales d'environ 30 points de base en moyenne, soit une correction de valeur d'environ 10%.

## Légère réduction des surfaces vacantes

En revanche, les loyers ont connu une évolution hétérogène. D'une part, les recettes locatives des investisseurs institutionnels et les loyers conclus ont augmenté d'environ 1% à 4% en 2023. Les propriétaires de surfaces de bureaux bénéficient de l'inflation et de la demande croissante pour les surfaces de qualité. D'autre part, les loyers proposés ont cédé environ 3% à l'échelle de la Suisse, impliquant une hausse de l'offre excédentaire de surfaces de moindre qualité, donc moins onéreuses.

## Taux de vacance élevé dans les agglomérations

Taux de vacance des bureaux, fin 2023, en pourcentage



Sources: REIDA, UBS



Immeuble de bureaux à Vals, canton des Grisons, iStock

Dans l'ensemble du parc de bureaux, le taux de vacance a légèrement diminué par rapport à l'année précédente. Ce taux avoisine 9% en moyenne nationale selon la REIDA (Real Estate Investment Data Association). Parmi les grandes villes, Bâle et Genève présentent les taux de vacance de bureaux les plus élevés, à respectivement 17% et 10%, suivies de Zurich, à 5%, et de Lausanne et Berne, à seulement 2%. Mais globalement, malgré le rebond de l'utilisation des bureaux ces dernières années, le taux de vacance est à peine plus bas que juste avant la pandémie. L'absorption des surfaces était donc inférieure à la moyenne, car la demande de surfaces de la part des entreprises n'a guère augmenté, sous l'impact du télétravail.

### La réaffectation, une solution possible

L'importance de la zone d'attraction géographique est de plus en plus déterminante dans le choix des sites par les entreprises depuis quelques années. De ce fait, les loyers en cours ont progressé de près de 5% dans les grandes villes depuis 2019, pendant qu'ils stagnaient dans les agglomérations. Dans les agglomérations, le taux de vacance des bureaux est supérieur de presque 10 points de pourcentage en moyenne à celui des centres urbains. En outre, dans



9%

taux de vacance  
des surfaces de bureaux,  
en moyenne nationale

Sources: REIDA, UBS

les agglomérations, un bâtiment sur huit affiche un taux de vacance de 33%, preuve de l'existence d'actifs échoués («stranded assets»). Les agglomérations de Zurich et de Bâle sont les pires à cet égard, avec presque 20% de vacance.

Il faut s'attendre à ce que les surfaces de bureaux peu attrayantes soient de plus en plus converties en logements à moyen terme. Dans les agglomérations des grandes villes, les loyers des logements modernes sont d'ores et déjà 15% supérieurs aux loyers de bureaux existants et proposés. La pénurie de logements croissante renforcera cette tendance. Par ailleurs, la séparation entre les zones d'habitat et de travail, en termes d'aménagement du

territoire, devrait être assouplie à moyen terme, facilitant la réaffectation de bureaux redondants en appartements.

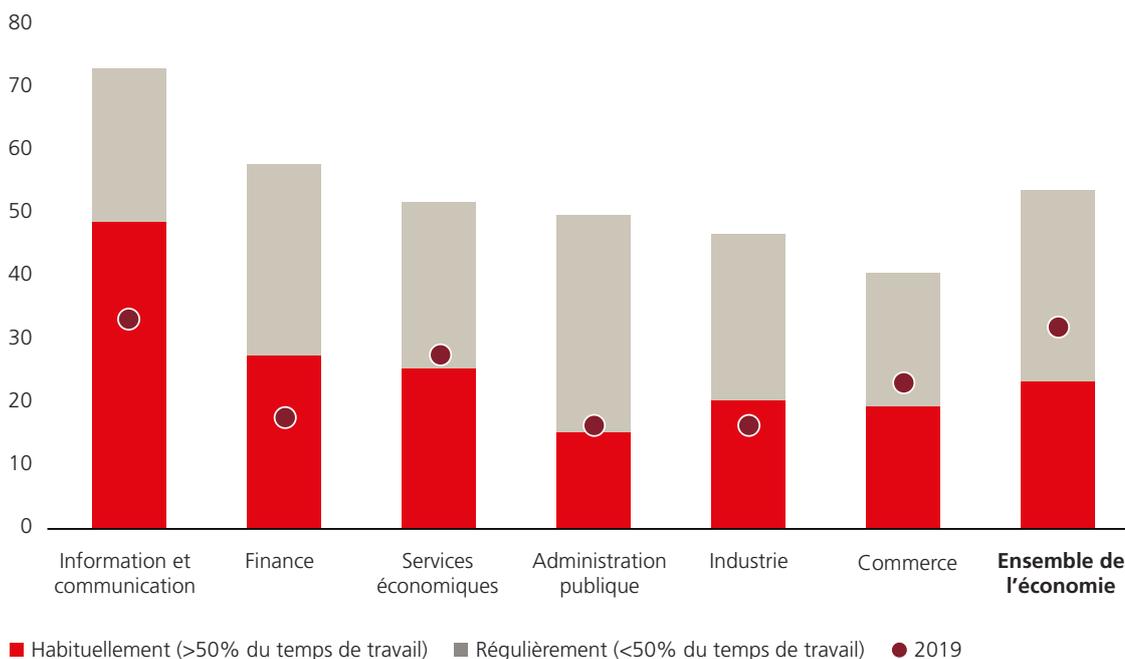
### Les PME ont (encore) peu recours au télétravail

En moyenne, les employés de bureau fonctionnent en télétravail environ deux jours par semaine en Suisse, un niveau comparable à ce qui se fait en Allemagne et en France – mais il est de trois jours aux États-Unis. En 2022, environ 20% des employés de bureau ont même passé plus de la moitié de leur temps de travail à domicile. Mais ces moyennes masquent de nets contrastes selon le secteur et la taille des entreprises. Dans les services d'information et de communication, plus de 70% du personnel travaille régulièrement à domicile, contre seulement 40% des employés de bureau dans le secteur de l'industrie.

Le télétravail semble être beaucoup plus fréquent dans les grandes entreprises que dans les sociétés de taille plus modeste. D'une part, les PME ont parfois moins de ressources pour des solutions technologiques coûteuses de télétravail et de cybersécurité. D'autre part, les conceptions traditionnelles du travail peuvent y jouer un rôle encore plus grand que dans les grandes entreprises. Mais ce fossé ne se comblera que progressivement. En effet, le télétravail permet d'accroître la satisfaction du personnel, et, à terme, de réduire le taux de fluctuation et, plus généralement, les charges de personnel. Par ailleurs, le travail à distance élargit la zone d'attraction de collaborateurs, un atout significatif pour les sites décentralisés et les petites entreprises. À long terme, la généralisation accrue du télétravail contribuera probablement à stabiliser la demande pour les sites moins coûteux à l'écart des grandes villes.

## Le télétravail devient habituel

Part des employés de bureau qui ont souvent recours au télétravail, 2019 et 2022, selon le secteur, en pourcentage



Sources: OFS, UBS

### Le frein des vacances occultées

À l'échelle de la Suisse, l'optimisation des surfaces devrait diviser par deux le besoin supplémentaire de surfaces de bureaux ces dix prochaines années. On estime que le taux de vacance occulté par les places de travail non utilisées en raison du travail à domicile a été multiplié par deux, et atteint environ 20% par rapport à la période pré-Covid en moyenne hebdomadaire. Pour s'adapter aux tendances de travail et réduire leurs besoins immobiliers, les grandes entreprises s'orientent de plus en plus vers des surfaces de bureaux flexibles complétées par des zones de rencontre. Elles avancent à tâtons pour concevoir le «bureau du futur» optimal et déterminer leurs besoins effectifs de surfaces.

Il n'y aura donc ni revirement radical ni rebond des loyers du marché à court terme, même si beaucoup moins de nouvelles surfaces de bureaux arrivent sur le marché cette année que par le passé. Mais la correction de prix sur le marché des transactions des meilleurs emplacements touche à sa fin, d'autant plus que d'autres baisses des taux directeurs sont attendus cette année. En revanche, les perspectives sont plus sombres dans la périphérie. Il faudra attendre plusieurs années avant que l'effet conjugué de l'optimisation des surfaces, du recul des nouvelles constructions et des réaffectations ait suffisamment adapté le parc de surfaces de bureaux à l'état de la demande pour déclencher un nouveau cycle de rebond des loyers et des prix immobiliers.

## Le long chemin vers la décarbonisation

En Suisse, il n'y a pas encore eu d'assainissement généralisé des surfaces commerciales. La plupart des bureaux sont encore équipés d'un chauffage à combustibles fossiles. Le canton de Genève est le plus à la traîne, avec une part fossile de 70%. A contrario, 30% des bureaux de Bâle-Ville ont un chauffage d'origine fossile, grâce aux progrès réalisés dans le chauffage à distance.

Les investisseurs institutionnels et les véhicules de placement cotés en Bourse s'efforcent d'améliorer le profil environnemental des surfaces de bureaux existantes. Les efforts consacrés par les villes à l'extension des réseaux de chauffage à distance favoriseront la décarbonisation du parc de bureaux. Dans les grandes villes, l'efficacité énergétique continuera donc de s'améliorer ces prochaines années. Étant donné la part croissante de la consommation d'électricité des locataires dans la consommation énergétique totale des surfaces commerciales, les installations photovoltaïques jouent aussi un rôle de plus en plus important dans la décarbonisation.

En matière de durabilité, le fossé se creusera probablement encore entre les immeubles bien et mal situés: la propension à payer pour la durabilité se concentre sur les meilleurs objets chez les grandes entreprises. Les assainis-

sements environnementaux en périphérie ne devraient donc pas être souvent rentables. Des restrictions d'utilisation des bâtiments qui ne répondent pas aux normes ESG\* ne sont pas encore envisagées en Suisse, mais à long terme, il faut s'attendre à ce que le coût de financement de bâtiments à faible efficacité énergétique augmente si les banques doivent réduire leurs émissions de «Scope 3» (dégagées par leurs clients et fournisseurs).



\* ESG signifie Environmental (environnement), Social (social) et Governance (gouvernance responsable).

# Une mutation structurelle constante

Thomas Rieder

Le marché des surfaces de vente a atteint un record relatif temporaire, mais cette époque est révolue. Le commerce de détail physique devrait encore perdre des parts de marché au profit du commerce en ligne. À l'avenir, le marché sera donc dominé par la suppression de surfaces de vente, les réaffectations et les pressions sur les loyers.

Le chiffre d'affaires du secteur suisse de la distribution a enregistré une hausse légère de 0,3% en 2023. Mais cette faible progression s'explique par la hausse des prix à la consommation qui a atteint 2,0% en moyenne pendant l'année. En termes réels, le chiffre d'affaires a donc reculé de 1,7% l'an dernier. Cette année, malgré une embellie relative du marché, les ventes du commerce de détail physique stagneront probablement en termes réels – et dans le meilleur des cas.

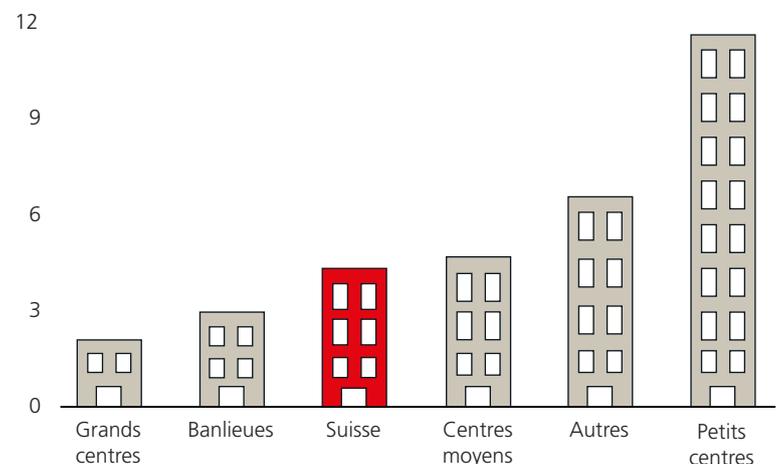
Après un temps d'arrêt en 2022, le commerce en ligne a renoué avec la croissance l'an dernier et représente environ 12% des ventes du secteur de la distribution. Le chiffre d'affaires et la part de marché du commerce en ligne devraient encore progresser cette année. Le commerce de détail physique reste sous pression, conduisant à de nouvelles réductions des surfaces de vente, comme dans cet exemple actuel: un acteur majeur de la distribution suisse a annoncé vouloir céder plus de 120 000 mètres carrés de surfaces consacrées à la vente d'articles de sport et de produits électroniques. S'il trouve un acquéreur, il est peu probable que tous ces sites seront maintenus.

## Record de faiblesse des nouvelles constructions

Dans le même temps, de nouvelles constructions arrivent sur le marché. L'an dernier, des permis de construire ont été octroyés pour des surfaces de vente, soit quelque 340 millions de francs d'investissements - un montant très inférieur à la moyenne annuelle à long terme des deux dernières

## Bas taux de vacance dans les principaux centres

Espace vacant en pourcentage de la surface totale



Sources: REIDA, UBS

décennies, de quelque 660 millions de francs. Mais dans le contexte de marché actuel, où les surfaces de vente diminuent, la commercialisation de ces nouvelles surfaces constitue un défi de taille.

Aucun nouveau centre commercial majeur n'est envisagé actuellement. En fait, la création de nouvelles surfaces va plutôt de pair avec la construction d'immeubles de logements et de bureaux dans des zones urbaines où les réglementations exigent une affectation minimale aux surfaces commerciales. Pourtant, une utilisation purement résidentielle serait souvent plus judicieuse au vu du manque de logements et du faible potentiel lucratif des surfaces de vente.

### **Les réaffectations atténuent le taux de vacance**

Malgré la situation de marché difficile, l'offre de surfaces de vente reste à un niveau raisonnable. Selon Wüest Partner, à l'échelle nationale, le taux d'offre était de 1,8% en 2023, soit 700 000 mètres carrés de surfaces brutes. Les taux de vacance effectifs montrent un tableau similaire. Selon la REIDA (Real Estate Investment Data Association), les pertes de loyers des surfaces de vente se sont établies à 4,2% au quatrième trimestre 2023. Mais comme les objets bien situés de grands investisseurs institutionnels sont surreprésentés dans ces chiffres, la moyenne nationale réelle devrait être plus élevée. Dans les grandes villes, les pertes de loyers sont relativement faibles, à un taux de 2,1%. Le taux de vacance est également faible (3,0%) dans les agglomérations, où le segment alimentaire est fortement représenté. En revanche, il est plus élevé dans les autres communes (6,5%) et villes (11,4%), surtout rurales.

D'une part, le fait que l'offre et le taux de vacance sont globalement faibles s'explique probablement par l'importance du segment alimentaire, moins touché par la concurrence en ligne. La demande de surfaces progresse aussi sous l'effet de la croissance démographique élevée et du rebond de la consommation. D'autre part, les réaffectations de surfaces de vente peu rentables embellissent les perspectives.

Aux emplacements centraux, ces dernières sont de plus en plus remplacées par des surfaces de bureaux, susceptibles de dégager des recettes locatives plus

élevées. Par exemple, sur la Bahnhofstrasse de Zurich, un grand magasin fermera ses portes fin 2024, le deuxième à le faire en quelques années. Après sa transformation, les surfaces de vente n'occuperont plus que le rez-de-chaussée et le sous-sol. Mais il y a aussi de plus en plus de réaffectations vers l'habitat. On en trouve des exemples au cœur de Winterthour et de Saint-Gall. En dehors du centre-ville, les surfaces ont tendance à être réaffectées pour l'usage commercial. Selon l'emplacement, le succès de ces projets n'est pourtant pas garanti.

### **L'horizon reste sombre**

Les perspectives pessimistes se reflètent également sur l'évolution des loyers. L'an dernier, les loyers proposés en Suisse ont diminué de 0,3% en moyenne. Cette année, ce recul devrait être encore plus marqué, à -3%. Et cette tendance ne devrait pas s'inverser à moyen terme.

Malgré la mutation structurelle, certains sites et formats de surfaces de vente restent lucratifs. Les surfaces de vente situées à des emplacements centraux bien fréquentés sont souvent prospères. Outre les magasins traditionnels, on y trouve des showrooms automobiles et des détaillants de produits électroniques ou de meubles. Dans les zones à forte croissance démographique en dehors des centres-villes, les surfaces de vente alimentaires et les pôles commerciaux régionaux axés sur l'alimentaire et des produits complémentaires comme le bricolage, les meubles ou la santé devraient aussi être porteurs. Les grands centres commerciaux établis résistent souvent assez bien, même si les surfaces consacrées aux services, aux loisirs et à la restauration sont cruciales pour attirer la clientèle.

À moyen terme, cette séparation entre le bon grain et l'ivraie se poursuivra au niveau des sites et formats de vente. Les communes devraient s'interroger sur le bien-fondé de l'intégration obligatoire de surfaces de vente ou commerciales et, le cas échéant, sur quels sites. Dans ce contexte de mutation structurelle, il est impératif que les investisseurs évaluent la valeur commerciale des surfaces détenues en portefeuille et des nouveaux projets. En effet, les réaffectations et les assainissements de portefeuilles restent à l'ordre du jour.

# Poursuite de la croissance

Fabian Waltert, Katharina Hofer

L'immobilier logistique suisse offre une appréciation à long terme et un rendement de distribution attrayant. Mais en raison de la taille limitée de ce marché et du savoir-faire requis, les placements directs restent une niche réservée aux investisseurs institutionnels.

Le secteur logistique est un pan important de l'économie suisse: il représente une part estimée à quelque 6% du PIB et l'immobilier revêt pour lui une importance stratégique cruciale. La forte consommation interne, la croissance démographique soutenue et l'essor du commerce en ligne sont les piliers de la demande de surfaces logistiques en Suisse.

## **Le commerce en ligne alimente la demande de surfaces**

La pandémie a vigoureusement stimulé le transfert de la consommation des magasins physiques au commerce en ligne. Le volume de paquets transportés par la Poste suisse a augmenté de 35% de 2019 à 2021 et devrait rebondir à partir de cette année, après un repli post-Covid temporaire. En Suisse, environ 12% des ventes de commerce de détail sont actuellement réalisées en ligne selon l'Association de commerce – une part considérable, mais inférieure de moitié à ce qui est enregistré en Grande-Bretagne, en tête du classement européen.

Mais selon le spécialiste en immobilier logistique Prologis, les distributeurs en ligne ont besoin de trois fois plus de surfaces d'entreposage que les détaillants classiques en raison de l'absence de magasins, d'un assortiment généralement très vaste, de

livraisons unitaires plus modestes et d'un taux de retours élevé. La logistique est même une proposition de valeur unique du commerçant en ligne, car outre des livraisons aussi rapides et flexibles que possible, les clients aspirent aussi à un traitement efficace des retours de marchandises.

## **Hausse des investissements malgré des terrains à construire limités**

L'immobilier logistique requiert de vastes surfaces au sol et des sites bénéficiant d'une bonne connexion aux réseaux autoroutier et ferroviaire et d'une proximité suffisante avec les agglomérations. L'offre d'emplacements appropriés est toutefois limitée en Suisse, pays densément peuplé. Par ailleurs, les projets de nouvelle construction sont souvent confrontés à la réticence de la population, des autorités ou d'autres parties prenantes.

Mais la forte demande de surfaces et l'âge moyen relativement élevé du parc immobilier existant ont suscité une hausse des nouveaux projets récemment. De 2020 à 2023, les demandes de permis de construire pour des grands projets ont atteint une valeur de 620 millions de francs par an en moyenne, soit environ 50% de plus que dans les quatre années précédentes. Comme par le passé, le développement des surfaces logistiques est souvent

assuré par leur utilisateur. En effet, quelque 60% de ces investissements sont entrepris par des grossistes, des détaillants et des sociétés de logistique ou de transport. En 2021, la part des investissements de nouvelle construction effectués par des investisseurs institutionnels et des entreprises immobilières s'est établie à 22% en 2021 malgré une hausse qui reste nettement plus faible que pour les surfaces de bureaux (36%) ou les immeubles loca-

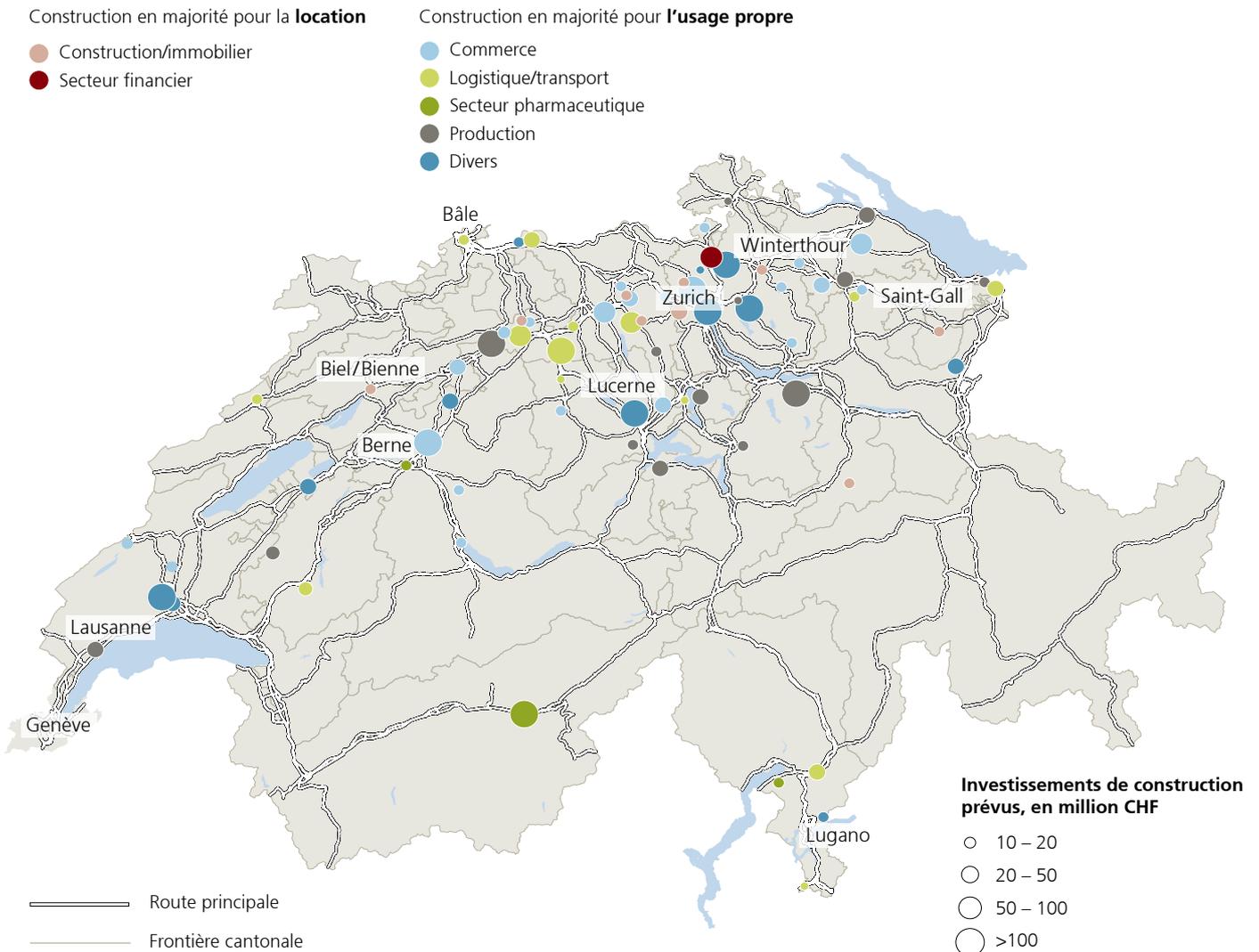
tifs (47%). Contrairement à l'Allemagne, aux Pays-Bas ou à la Grande-Bretagne, la Suisse n'est pas une plaque tournante logistique internationale. Elle n'a pas d'accès à la mer et ses coûts salariaux et fonciers sont élevés par rapport aux autres pays.

**Rendements attrayants, accès difficile**

Pour les investisseurs, l'immobilier logistique suisse est donc une niche très difficile d'accès. Le marché

**Boom de la construction le long des axes principaux**

Demandes de construction d'entrepôts et d'immeubles logistiques de 2019 à 2023, par volume d'investissement prévu et par secteur de promoteur



Sources: Docu Media, UBS

des transactions est restreint et disputé et les nouveaux développements impliquent souvent la réaffectation de sites industriels.

Par ailleurs, les exigences très spécifiques de nombreux locataires potentiels requièrent une profonde expertise sectorielle. De même, les exigences en matière de zones de manœuvres, de piliers, de hauteur sous plafond et de charges admissibles doivent être remplies. Un voisinage tolérant et la possibilité d'une exploitation 24h/24 se révèlent aussi un atout. Dans le même temps, il faut anticiper une utilisation par des tiers pour pouvoir relouer l'objet à l'issue du contrat.

Malgré sa difficulté d'accès, l'intérêt des investisseurs pour l'immobilier logistique a tout particulièrement augmenté de pair avec les nouveaux projets. Selon l'indice MSCI Swiss Real Estate, le risque encouru a été rémunéré par un rendement de cash-flow net de 5,0% à 5,5% de 2018 à 2022, soit 190 points de base de plus que le rendement moyen des surfaces de bureaux et de vente. De plus, après avoir stagné de 2020 à 2022, l'appréciation annuelle s'établit à 1,5% en moyenne.

### De forts vecteurs de croissance structurels

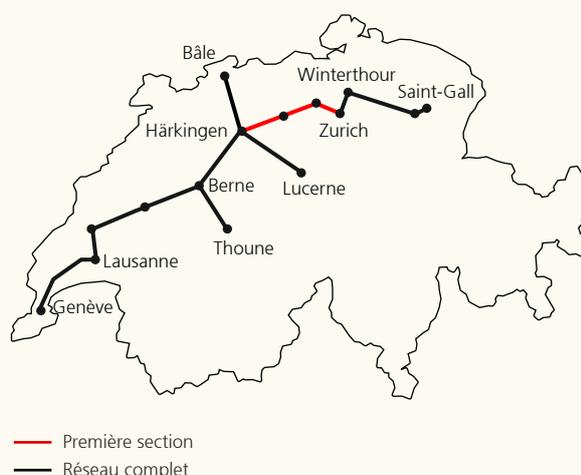
Conjugué à des taux d'intérêt élevés, le ralentissement conjoncturel mondial récent devrait temporairement peser sur l'immobilier logistique suisse et empêcher de nouvelles appréciations dans l'immédiat. Mais à long terme, il subsiste à nos yeux un potentiel de croissance. La pandémie a révélé juste à temps la vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement mondiales et des systèmes de production. Les entreprises devraient par conséquent investir davantage dans leurs systèmes et surfaces logistiques ces prochaines années. Dans le secteur logistique, les choses évoluent aussi du côté de la durabilité. Le secteur doit relever d'importants défis relatifs aux immeubles et aux émissions dues au transport.

La croissance structurelle de la demande adossée au potentiel limité d'un élargissement de l'offre devrait garantir une hausse à plus long terme des loyers et du prix des surfaces logistiques. En particulier, les objets stratégiquement situés à proximité des grandes villes pour assurer le «dernier kilomètre» devraient garder leur attrait. Grâce à son rendement avantageux et à sa corrélation relativement limitée avec les autres segments immobiliers commerciaux, l'immobilier logistique contribue à la

diversification des portefeuilles. Les investisseurs indirects souhaitant réduire leur biais domestique peuvent opter pour une exposition aux grands marchés immobiliers logistiques mondiaux, par exemple par l'intermédiaire de sociétés d'investissement immobilier spécialisées dans la logistique. Les surévaluations dont elles ont temporairement fait l'objet ont largement été effacées par la hausse des taux des deux dernières années.

## Cargo sous terrain: potentiel de plus-values

Le projet de système logistique souterrain automatisé «Cargo sous terrain» vise à délester le réseau routier d'une partie du fret, plus précisément de Genève à Saint-Gall et de Lucerne à Bâle. Ce projet financé par des ressources privées a franchi les premiers obstacles du cadre législatif et du financement de la planification détaillée. Le premier tronçon devrait relier Härkingen (SO) à Zurich en 2031, avec douze plateformes de chargement et de déchargement. En cas de mise en œuvre, les surfaces logistiques et industrielles bien connectées à ces plateformes bénéficieraient d'une forte appréciation et attireraient aussi de nouveaux utilisateurs appropriés, qui recherchent des temps de livraison fiables pour de petites quantités (p. ex.: envoi de biens d'usage quotidien ou de produits pharmaceutiques).



Sources: Cargo sous terrain, UBS

# Baisse des taux, regain de confiance

Maciej Skoczek, Fabian Waltert

La hausse de taux a grevé la performance des actions immobilières suisses cotées en Bourse les deux dernières années. Une correction des valeurs comptables était à l'ordre du jour récemment. Mais grâce aux forces de marché, les entreprises ont réussi à marquer des points au niveau opérationnel.

La performance des actions immobilières reste pénalisée sous le coup de la hausse des taux. Mais les cours remontent en général lors de la baisse des taux qui s'ensuit. De 2005 à 2007, le rendement des emprunts de la Confédération à 10 ans a progressé de près de 140 points de base. Après un retard d'environ deux ans, les cours des fonds immobiliers ont baissé de 15%, et ceux des actions immobilières de 30%. Cette correction s'est arrêtée environ six mois après le début de la baisse des taux. Les fonds immobiliers ont déjà effacé leurs pertes au bout de 13 mois, alors que les actions immobilières, plus fortement corrélées au marché boursier général, ont eu besoin d'environ quatre ans pour y parvenir. Ce scénario s'est reproduit en 2013 et en 2017, de manière moins prononcée.

## **Faible progression des cours, érosion de l'appréciation**

La dernière hausse des taux d'intérêt du marché à l'œuvre depuis août 2021 a déclenché une correction de cours des valeurs immobilières presque immédiatement. En investissant dans des actions immobilières pendant une période de six mois en 2022 et en 2023, vous auriez subi une perte de cours dans trois cas sur quatre, soit trois fois plus que dans les deux décennies précédentes. La probabilité d'un rendement semestriel négatif à deux chiffres était même quatre fois plus élevée. À fin

février 2024, les cours des fonds immobiliers et des actions immobilières étaient encore inférieurs de respectivement 15% et 10% à leurs niveaux records.

Les taux d'intérêt élevés n'affectent pas seulement les cours boursiers. Contrairement à la tendance observée durant de nombreuses années, les portefeuilles des fonds immobiliers n'ont, dans l'ensemble, montré aucune appréciation l'an dernier. En effet, les taux d'escompte ont été relevés de quelques points de pourcentage avec un retard par rapport à la hausse des taux du marché et des coûts de financement. En revanche, chez les sociétés d'actions immobilières, dont le taux d'escompte a augmenté de 35 points de base en moyenne en 2023, la hausse des taux s'était répercutée plus vite sur les valorisations.

## **Perspectives de nouvelles hausses des valeurs comptables**

Même si le cycle de taux actuel a déjà passé son point le plus haut, il faut s'attendre à une certaine retenue des experts quant à une diminution des taux d'escompte. En 2024, les appréciations devraient donc rester très modestes. Mais le risque de dévalorisation diminuera à moyen terme si la Banque nationale suisse continue à baisser son taux directeur cette année. De même, les taux à plus



Immeuble Gehry de Novartis, Bâle, Getty Images

long terme se maintiendront probablement à un niveau plus faible que l'an dernier.

Cela permettra une embellie des perspectives d'appréciations comptables. Certes, cette tendance est en partie intégrée aux cours actuels, mais plus la probabilité de autres baisses de taux augmente en 2024, plus l'impact positif sur les cours sera prononcé. Inversement, il pourrait y avoir de nouvelles corrections si le taux de la banque centrale reste à 1,5%.

#### **Rentabilité plus élevée**

Cette année, les données fondamentales robustes favorisent les hausses de cours sur les marchés d'utilisateurs. Dans le segment résidentiel, le taux de vacance a fortement diminué grâce à une demande excédentaire persistante, permettant une nouvelle augmentation des loyers proposés. Les loyers existants pourraient aussi augmenter nettement cette année, soutenus par la progression du taux de référence hypothécaire les deux dernières années.

La situation du marché des surfaces commerciales est moins réjouissante. La forte tendance au télétravail et le ralentissement conjoncturel affaiblissent la demande de bureaux et, du côté des surfaces de vente, le commerce en ligne et le tourisme d'achat diminuent la propension à payer des détaillants. Mais l'an dernier, les fonds immobiliers commerciaux ont affiché une performance opérationnelle solide, notamment avec une baisse des pertes de loyers. De même, les sociétés d'actions immobilières fortement exposées aux surfaces commerciales ont légèrement réduit le taux de vacance et renforcé leur rentabilité au cours des derniers trimestres.

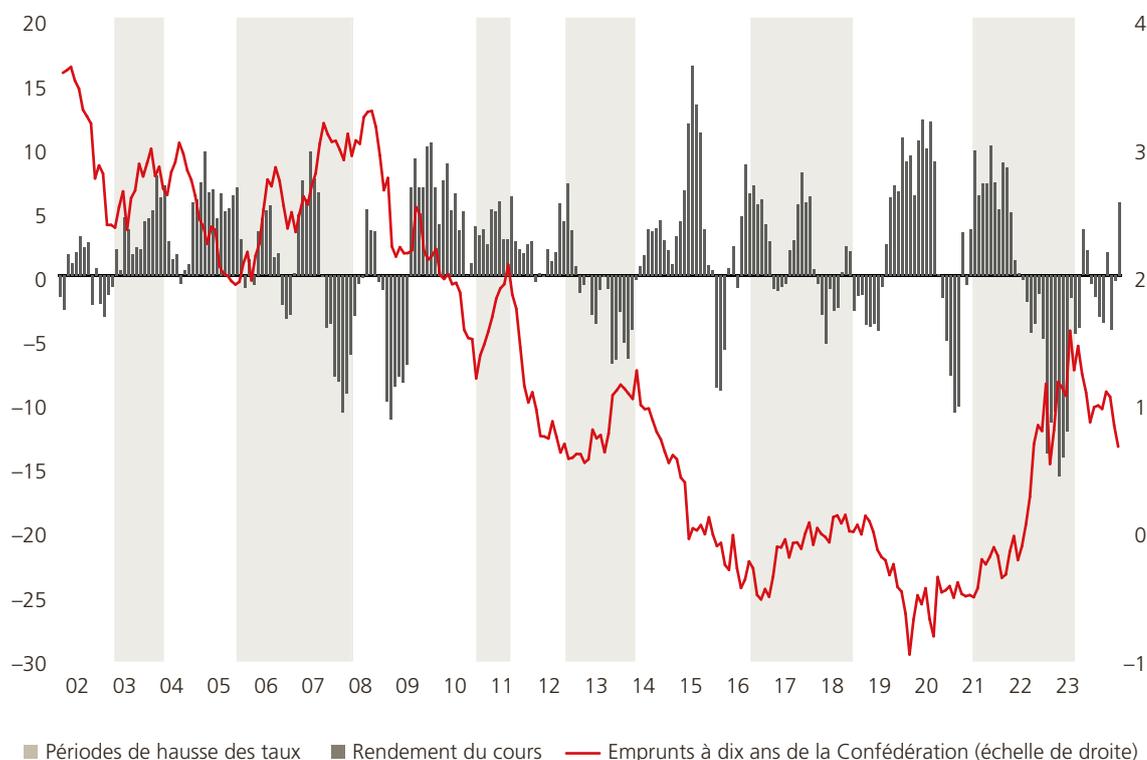
En outre, les autres baisses de taux escomptées cette année, impliqueraient un déclin des coûts de financement, contribueront certainement à alléger les charges des sociétés immobilières. Par ailleurs, les coûts d'entretien ordinaires ne devraient augmenter que modestement après la stabilisation des coûts de construction. Il faut certes s'attendre à ce que les sociétés immobilières entreprennent davantage de travaux d'assainissement onéreux pour atteindre l'objectif «zéro émission nette», mais ces rénovations offrent en général un rendement positif (surtout aux emplacements de qualité, où les sociétés immobilières investissent le plus). Elles permettent donc aux sociétés d'améliorer leur rentabilité et la valeur de leurs biens à moyen terme.

### Optimisme sans euphorie

Les tendances positives du côté des revenus et des dépenses renforcent la rentabilité, ce qui rehausse la capacité de verser des dividendes et d'investir pour améliorer le portefeuille. Les investisseurs peuvent appréhender les actions immobilières avec davantage d'optimisme. Une hausse des cours est prévue à moyen terme, mais elle sera relativement lente. Ces prochaines années, on ne s'attend pas à des appréciations comparables à celles de 2019, où les fonds immobiliers avaient progressé de 21% et les actions immobilières de 37%.

## La hausse des taux pénalise la performance

Rendement du cours des actions immobilières cotées en Bourse\* et rendement à l'échéance des emprunts à dix ans de la Confédération, en pourcentage



\*Avant 2008: rendement pondéré des fonds immobiliers et actions immobilières dans un rapport de 2 pour 1; depuis 2008: indice SREALX  
Sources: SIX, BNS, UBS

# La croissance est de retour

Thomas Veraguth

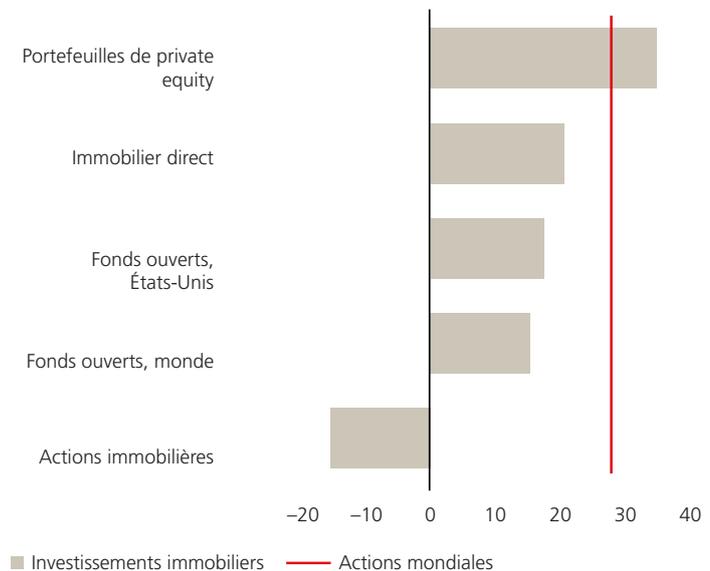
Le déclin attendu des taux directeurs a amélioré les perspectives des actions immobilières mondiales, même si leurs cours restent relativement modestes. Pour les sociétés immobilières, le défi principal sera d'augmenter leur portefeuille immobilier après quelques années de stagnation.

Au cours des dix dernières années, l'immobilier coté a signé une performance plus faible que pendant les trois décennies précédentes, où il avait dégagé un rendement annuel de 8% à 10%. Depuis 2019, les cours des valeurs immobilières sont en retrait de plus de 60 points de pourcentage par rapport aux actions mondiales. Dans le même temps, les investisseurs ont renforcé leur exposition aux entreprises en dehors du secteur immobilier. D'ailleurs, les sociétés immobilières n'avaient pas comme priorité d'agrandir leur portefeuille compte tenu des prix immobiliers excessifs dans le contexte de taux bas. Beaucoup se sont même adonnées à la vente d'immeubles sur une base nette, cédant ainsi des parts de marché aux fonds immobiliers.

Les doutes quant à la valeur des surfaces de vente au détail et le scepticisme grandissant à l'égard des bureaux ont grevé la performance des actions immobilières pendant la décennie écoulée. La baisse des rendements a aussi induit d'importants gains en capital sans impact sur les flux de trésorerie qui ne pouvaient pas être versés aux actionnaires sous forme de dividendes en numéraire. Mais pour dégager des revenus en espèces et augmenter les distributions aux actionnaires, il faut un rebond de l'économie et des recettes locatives.

## Faible performance

Performance globale nominale des investissements immobiliers et des actions mondiales, fin 2023 par rapport à fin 2019, en pourcentage



Notes: toutes les données en USD; fonds d'immobilier commercial ouverts, États-Unis (indice ODCE); fonds d'immobilier commercial ouverts, monde (GREFI). L'indice MSCI Global Property est l'indice de référence des investissements en immobilier direct sans financement tiers.

Sources: indice PERE (Bloomberg); EPRA Total Markets Table, Bloomberg, indice FTSE EPRA Nareit Global Real Estate, indice MSCI World, UBS

### **Le retour à la normale se poursuit**

Fin 2023, la volatilité des taux a diminué et la probabilité de baisses imminentes des taux directeurs a augmenté: les cours boursiers ont alors commencé à intégrer un retour à la normale des données fondamentales. Mais les actions immobilières n'ont suivi la tendance qu'au début de cette année (état: mi-février). Des corrections de valeur sont encore possibles dans les portefeuilles immobiliers, mais les cours boursiers actuels semblent intégrer des pertes de valeur excessives.

Cependant, nous n'anticipons pas de graves pertes en capital ou de crise systémique. En effet, l'exposition des banques américaines au segment de l'immobilier de bureau ne représente qu'environ 2% du portefeuille de crédits des grandes banques et 4% de celui des banques de petite ou moyenne taille. Par ailleurs, les surfaces de bureaux ne représentent qu'environ 15% du parc immobilier commercial américain. Les États-Unis représentent un tiers du marché immobilier mondial, mais les biens résidentiels, industriels, logistiques ou de détail les mieux situés offrent de bien meilleurs profils opérationnels que les surfaces de bureaux.

Le taux de vacance des bureaux est en moyenne deux fois moins élevé en Europe et en Asie qu'aux États-Unis. Par ailleurs, les prix européens et asiatiques intègrent déjà le risque de financement.

### **Le mécanisme de fixation des prix à l'œuvre**

Après une année 2021 record, le volume de transactions a diminué de quelque 33% en 2022 et de 50% supplémentaires l'an dernier. On observe maintenant des signes d'amélioration. De grandes entreprises immobilières asiatiques ont cédé des biens au-dessous du prix de revient après avoir patienté longtemps et les banques ont amorti des crédits et des portefeuilles de private equity.

Ces amortissements peuvent être douloureux pour les entreprises fortement endettées, mais ils permettent à d'autres grands investisseurs professionnels de prendre des parts de marché.

Les transactions de rééquilibrage du marché sont déjà en cours tandis que les liquidités record des fonds immobiliers privés, estimées à environ 300 milliards de dollars à fin 2023, doivent être investies ces prochains mois pour dégager un rendement. Même les banques qui pourraient réduire leur exposition à l'immobilier commercial sont

attrayantes pour les fonds obligataires qui investissent dans les crédits immobiliers et disposent de liquidités très abondantes.

### **Un revirement en vue**

Les experts externes qui procèdent actuellement à l'évaluation de portefeuilles se basent à la fois sur un taux de capitalisation récemment plus élevé et sur un rendement du marché anticipé légèrement plus bas. Compte tenu de l'indexation des loyers et de l'amélioration des données fondamentales, la croissance potentielle des loyers devrait continuer à soutenir les valorisations, quoiqu'avec un certain retard. En revanche, l'impact des taux plus élevés est très largement intégré aux prix.

Cela intervient dans un contexte de net déclin des mises en chantier dans presque tous les segments immobiliers, sous l'effet de prescriptions accrues de l'État, qui en compliquent l'accès. À part une certaine surproduction de logements sur des marchés isolés ou de surfaces de bureaux, l'équilibre entre l'offre et la demande devrait donc s'améliorer à court terme. En l'absence d'une forte récession, cela soutiendra les transactions génératrices de plus-value, la croissance des loyers et le taux d'utilisation dans tous les segments. Les banques devraient alors stabiliser ou même augmenter le volume des crédits octroyés.

Comme l'écart entre le coût de financement et le rendement des portefeuilles est revenu à un niveau viable, les entreprises et les gestionnaires de fonds sont de nouveau contraints de croître et de verser des dividendes. Les acteurs dont la performance sera décevante à cet égard au cours des prochains trimestres perdront des parts de marché ou risquent d'être repris.

# Il reste beaucoup à faire

Thomas Rieder

Le nombre d'assainissements énergétiques a fortement augmenté au cours des dernières années. Grâce au renforcement des réglementations dans de nombreux cantons, le secteur du bâtiment devrait atteindre ses objectifs climatiques d'ici à 2050. Ce sont surtout les immeubles locatifs anciens qui posent difficulté.

En juin 2023, le peuple suisse a voté en faveur de la neutralité carbone de la Suisse d'ici à 2050. Outre les programmes de soutien existants, jusqu'à 200 millions de francs par an sont donc prévus pour le remplacement du chauffage des bâtiments ces dix prochaines années. Pour atteindre l'objectif visé d'ici à 2050, il faudrait assainir plus de 38 000 bâtiments résidentiels chaque année, contre seulement 31 000 actuellement prévus.

## Les constructions anciennes, un obstacle majeur

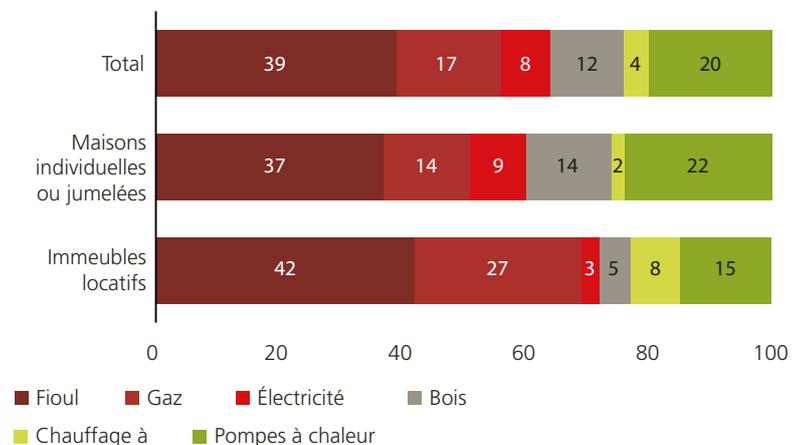
56% des bâtiments résidentiels sont équipés d'un chauffage d'origine fossile (fioul ou gaz naturel) et 8% d'un chauffage électrique. En revanche, la part des pompes à chaleur atteint 20% et celle du chauffage à distance 4%. La part des pompes à chaleur est probablement plus élevée aujourd'hui, car une partie des données provient du recensement de 2000 et est donc obsolète.

Jusqu'à présent, les nouvelles constructions étaient le pilier de la transition énergétique. Des logements ayant obtenu un permis de construire en 2023, 98% prévoient une pompe à chaleur ou le chauffage à distance. Alors que les maisons individuelles avaient longtemps une longueur d'avance, les immeubles résidentiels ont pratiquement comblé leur retard récemment. Dans les unités d'immeubles résidentiels nouvellement approuvées, la

part du chauffage au gaz naturel a diminué de 8,1% à 1,6% à fin 2023. Mais en raison de la longue durée de vie des immeubles et du faible taux de nouvelles constructions (0,7%), l'accent doit désormais être mis sur l'assainissement des bâtiments existants.

## Immeubles locatifs à la traîne

Part des immeubles résidentiels par type de chauffage, décembre 2023, en pourcentage



Sources: OFS, UBS



Immeuble d'habitation avec façade en bois, iStock

### **Plus l'assainissement est complexe, plus il est tardif**

Le remplacement des systèmes de chauffage s'accélère aussi dans les objets existants. Ces dernières années, les ventes de pompes à chaleur et d'installations photovoltaïques ont fortement augmenté malgré le recul des nouvelles constructions. Le nombre de pompes à chaleur vendues a progressé de 6% en 2023, passant de 41 000 à 43 500, et on estime que la puissance installée des installations photovoltaïques a même bondi de 32%. Pour atteindre l'objectif «zéro émission nette» d'ici 2050, cette croissance doit rester forte les prochaines années.

Mais un rythme soutenu des assainissements énergétiques ne va pas de soi. Pas moins de 69% des immeubles résidentiels utilisent encore des combustibles fossiles: en effet, selon l'emplacement et la structure d'actionnariat, leur assainissement est plus complexe que celui des maisons individuelles ou jumelées (part fossile: 52%). Par exemple,

l'installation d'une pompe à chaleur est souvent exclue dans les objets anciens en zone dense et la seule option est en général le passage au chauffage à distance, ce qui suppose toutefois le raccordement à un réseau de chauffage à distance. En effet, la part du chauffage d'origine fossile dans les immeubles résidentiels construits avant 1920 est de 77% dans les grandes villes et même de 89% dans les villes moyennes. Dans les communes touristiques, la part du chauffage au fioul ou au gaz naturel est très basse, mais l'importance du chauffage électrique est relativement élevée. Dans le cas des propriétés par étages, le bât blesse lorsqu'il faut se mettre d'accord sur le moment opportun pour effectuer un assainissement énergétique, et lorsque les moyens financiers nécessaires manquent à l'appel. D'autres aspects significatifs incluent l'absence d'incitations économiques pour les investisseurs et le fait que la loi limite la possibilité de répercuter les coûts sur les locataires.

### L'assainissement imposé par la réglementation

Les interventions réglementaires ont longtemps joué un rôle subalterne dans le contexte de la transition énergétique. Le MoPEC 2014 (Modèle de prescriptions énergétiques des cantons) prévoyait une part maximale d'énergie non renouvelable de seulement 90% en cas de remplacement d'un système de chauffage. Pour les nouvelles constructions, les cantons étaient simplement avisés de fixer une part maximale d'énergie non renouvelable. Par ailleurs, le MoPEC 2014 n'avait été adopté que par la moitié des cantons en 2021; quatre cantons manquaient encore à l'appel début 2024 (Argovie, Soleure, Uri et Valais). Les cantons ont d'ailleurs la compétence de décider de la portée des directives en matière énergétique. Certains misent sur les forces du marché, d'autres sur les interdictions. Par exemple, les cantons de Bâle-Ville, Genève, Glaris, Neuchâtel, Uri et Zurich exigent 100% d'énergie renouvelable lors du remplacement d'une chaudière.

Cela devrait accroître le taux d'assainissement à moyen terme. Mais il n'est encore que de 20% pour les immeubles résidentiels dans ces six cantons et de 27% pour tous les appartements à l'échelle de la Suisse. Qui plus est, le MoPEC 2025, en cours de consultation, prévoit un abandon

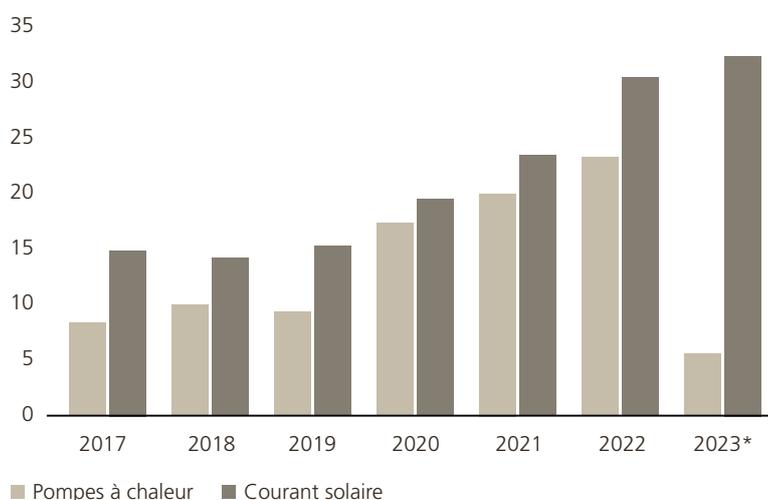
complet des combustibles fossiles. Ce modèle devrait être approuvé au printemps 2024 et mis en œuvre dans tous les cantons d'ici à 2030.

### Le bâton et la carotte

Grâce à l'augmentation du taux d'assainissement, l'objectif «zéro émission nette» d'ici 2050 semble de plus en plus réaliste dans le parc immobilier. À court terme, le manque de spécialistes devrait cependant limiter les avancées dans ce domaine. Il sera aussi de plus en plus difficile de maintenir le rythme requis à mesure que la transition énergétique progresse. En effet, les assainissements énergétiques concernent souvent les biens dénués d'obstacles majeurs, avec à la clé un intérêt financier. Mais il est crucial que l'assainissement des autres immeubles ne soit pas repoussé indéfiniment. Des prescriptions ciblées peuvent au moins imposer le remplacement du chauffage par un système durable. Néanmoins, de meilleures conditions-cadres pour les assainissements complets pourraient être encore plus efficaces.

## Transition énergétique plus dynamique

Taux de croissance des pompes à chaleur vendues et de la puissance de courant solaire installée, en pourcentage



\*Courant solaire 2023: estimation

Sources: Groupement professionnel suisse pour les pompes à chaleur, Swissolar, UBS

# Le droit du bail freine les assainissements

Matthias Holzhey

Les incitations financières en faveur de l'assainissement énergétique des immeubles résidentiels sont globalement limitées, malgré les subventions et les allègements fiscaux. En particulier, dans les cantons structurellement faibles, il existe un risque d'essoufflement de ces assainissements. Une révision du droit du bail pourrait susciter l'accélération souhaitée.

Plus des deux tiers des immeubles résidentiels sont chauffés avec des combustibles fossiles et moins d'un cinquième est doté d'une pompe à chaleur. Les responsables politiques exerceront donc davantage de pression pour encourager l'assainissement énergétique des bâtiments existants. De ce fait, les propriétaires d'immeubles résidentiels sont de plus en plus confrontés à la question de savoir quelle stratégie d'assainissement est optimale en termes financiers.

## Pas une opération à perte

Les mesures possibles vont du simple remplacement du chauffage à l'assainissement complet (comprenant les cuisines, les salles d'eau et les conduites), en passant par l'assainissement énergétique complet (y compris les fenêtres, la façade et le toit). Le tableau montre la rentabilité du point de vue du propriétaire privé pour un immeuble résidentiel des années 1980 devant être assaini, où toutes les rénovations sont réalisables de manière standard, dans les différents chefs-lieux de canton. On peut en tirer les conclusions suivantes.

En principe, l'assainissement d'un tel immeuble résidentiel ne dégage qu'un rendement du capital limité. Le *remplacement du chauffage sans investissement supplémentaire* dans l'enveloppe du bâtiment est l'option la plus attrayante d'un point de vue strictement financier. D'une part, il est hautement subventionné;

d'autre part, il réduit fortement les frais accessoires, offrant une certaine marge de manœuvre pour relever les loyers. En moyenne, dans les chefs-lieux de canton, la rentabilité du capital investi suivant cette stratégie est supérieure de 4 points de pourcentage à celle d'un assainissement énergétique complet (y compris l'enveloppe du bâtiment). Cela est aussi le cas si une pompe à chaleur hautement performante doit être installée à cause d'une isolation insuffisante. En l'espèce, une isolation du bâtiment augmenterait toutefois l'efficacité énergétique, ce qui serait plus judicieux sur le plan environnemental.

## Risque d'engorgement dans la périphérie

Dans un tiers des chefs-lieux cantonaux, le rendement d'un *assainissement énergétique complet* est même inférieur au taux de référence actuel de 1,75%, et donc inférieur aux coûts hypothécaires moyens sur le marché immobilier suisse. Par ailleurs, dans la majorité des cantons, il est inférieur au rendement des revenus des immeubles résidentiels sur le marché concerné. Il est vrai que les assainissements énergétiques sont soutenus par des subventions et des allègements fiscaux. Mais le droit du bail réduit la possibilité d'augmenter les loyers en contrepartie d'une meilleure qualité des logements (voir l'encadré). De plus, la valeur du bien augmente après un assainissement, d'où une hausse de l'impôt sur la fortune plus ou moins significative selon les cantons. L'assainissement complet est sur-

tout intéressant aux emplacements à loyer élevé, car le supplément de qualité appliqué lors d'une nouvelle location est d'autant plus élevé.

En revanche, dans les cantons économiquement faibles, l'investissement dans l'efficacité énergétique et la qualité du bâtiment n'est guère rentable, même dans les chefs-lieux, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, la propension à payer pour ces mesures est en général limitée. De plus, les déductions fiscales sont plus modestes que dans les autres cantons à cause d'une moindre assiette fiscale (recettes locatives plus faibles). Lorsque le taux marginal d'imposition est élevé, les recettes locatives supplémentaires sont fortement taxées. En outre, les subventions ont tendance à être plus faibles que dans les cantons financièrement robustes. Et comme les coûts d'assainissements représentent une part nettement plus importante de la valeur d'un bien dans la périphérie que dans les métropoles, cela rend encore plus difficile le financement d'un tel investissement.

### Des solutions peu idéales sont privilégiées

Dans pratiquement toutes les régions, un *assainissement complet avec résiliation des baux* est financièrement plus attrayant qu'un assainissement complet *sans résiliation* ou qu'un assainissement énergétique complet. En effet, dans ce cas, tous les loyers peuvent être relevés au niveau du marché dans un laps de temps assez bref et le risque d'objection à la hausse des loyers est plus faible. Le rendement excédentaire est particulièrement élevé à Zurich et Zoug. En revanche, à Lausanne, Genève et Bâle, la loi limite la marge de manœuvre dans ce domaine.

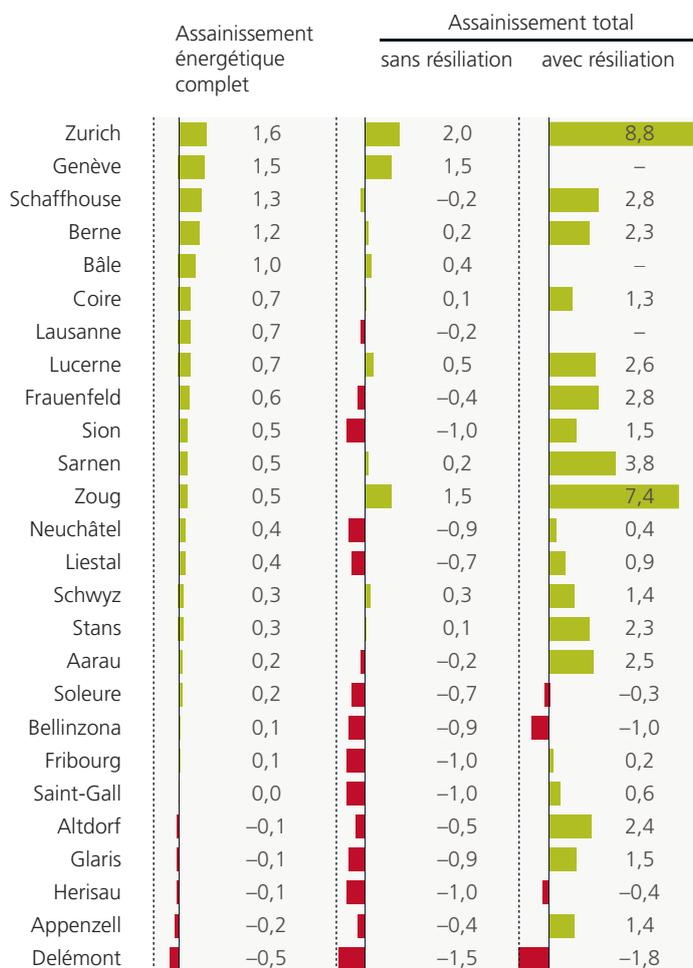
Pour les bâtiments situés dans un ancien quartier, classés monuments historiques ou très difficiles d'accès, les assainissements, pour autant qu'ils soient réalisables, ont un rapport coûts/revenus encore plus médiocre. Il en va de même pour les bâtiments dont le système de chauffage fossile est relativement récent. Dans de tels cas, il vaut mieux se contenter de remplacer le chauffage ou effectuer un assainissement avec résiliation des baux.

### Amélioration des conditions-cadres grâce à la révision du droit du bail

Le rendement de l'assainissement est un peu plus élevé si l'immeuble résidentiel est détenu par des personnes morales plutôt que par des personnes privées: les sociétés ont un moindre taux d'imposition et peuvent déduire l'intégralité des investissements de leurs revenus. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels bénéficient d'incitations supplémentaires en cas

### Comparaison des incitations à l'assainissement

Rendement excédentaire d'un assainissement par rapport au taux de référence hypothécaire (1,75%), selon le chef-lieu cantonal, en pourcentage



Base de calcul : 1) Coûts d'investissement : Rénovation énergétique CHF 80'000.- par appartement. Rénovation totale CHF 140'000.- par appartement. 2) Charge fiscale : le revenu de base imposable du propriétaire est fixé à CHF 120'000.-. Les revenus locatifs en fonction du niveau de loyer local sont ajoutés. 3) Revenus supplémentaires : les augmentations de loyer dépendent d'investissements valorisants conformément au droit du bail. En cas de changement de locataire, le loyer peut être majoré en plus (sans vacance).

Source: UBS

d'assainissement. Premièrement, les bâtiments ayant fait l'objet d'un assainissement énergétique ont en général une valorisation plus élevée, induisant des gains comptables supplémentaires. Deuxièmement, les investisseurs institutionnels sont de plus tenus de moderniser leur portefeuille immobilier pour répondre aux objectifs de neutralité en CO<sub>2</sub>. En vertu du droit du bail en vigueur, les investisseurs privés ne sont guère incités à entreprendre l'assainissement énergétique de bâtiments situés en périphérie, voire à d'excellents emplacements en centre-ville, surtout si la complexité et les coûts d'un assainissement sont supérieurs à la moyenne. Cela diminue l'attrait des assainissements à tel point que certaines subventions perdent leur effet, que seuls les assainissements strictement nécessaires sont effectués et que l'assainissement avec résiliation des baux est l'option privilégiée.

Un droit du bail révisé devrait intégrer les investissements générateurs de plus-value au calcul de la hausse de loyer autorisée, et ce quel que soit le montant des subventions. Par ailleurs, les loyers nets doivent pouvoir être relevés au moins à concurrence de la réduction des frais accessoires, indépendamment du niveau des investissements. Enfin, une autre manière efficace de relever la rentabilité serait d'autoriser un indice d'utilisation du sol plus élevé après un assainissement énergétique complet.

## Le droit du bail, un frein à l'assainissement

Le droit du bail prévoit que le bailleur doit être indemnisé par les locataires pour les prestations supplémentaires, c'est-à-dire pour les investissements générateurs de plus-value. Les hausses de loyer autorisées dépendent des coûts des travaux, de leur durée de vie, des intérêts du capital investi et des coûts d'entretien pendant la durée de vie. Mais le diable est dans les détails.

- Les subventions en faveur des investissements générateurs de plus-value doivent être déduites lors du calcul de la hausse de loyer, sachant que cette déduction intervient au niveau des coûts des prestations supplémentaires et non des coûts d'investissement totaux. Certes, les subventions renforcent l'attrait de l'assainissement, mais l'impact de cette incitation diminue quelque peu.
- Le calcul des intérêts du capital investi applique le taux de référence majoré de 0,5 point de pourcentage pour la rémunération des fonds propres. Cette rémunération est trop faible par rapport au rendement des investissements immobiliers.

- Les coûts d'une éventuelle remise en état ne peuvent pas être répercutés sur les loyers, car seule la part de l'assainissement génératrice d'une plus-value donne droit à une hausse du loyer. Selon le Tribunal fédéral, lors de rénovations complètes, la part génératrice de plus-value doit représenter 50% à 70% de l'investissement, mais il faut alors nécessairement remplacer des installations qui fonctionnent encore.

C'est une perte de rendement pour l'investisseur. Le relèvement des loyers dans le cadre de baux existants n'indemnice pas assez les coûts d'assainissement. Il reste néanmoins possible d'ajuster le niveau des loyers à la qualité des objets à l'occasion de changements de locataires ultérieurs. Cette marge de manœuvre est importante, surtout si le loyer brut n'augmente pas en raison d'un assainissement énergétique. Cependant, le potentiel de hausse de loyers lors d'un changement de locataire a nettement moins de valeur qu'une hausse immédiate des loyers, puisque les locataires existants peuvent rester longtemps dans leur nouvel appartement.

# Données de marché et prévisions

Sauf mention contraire, toutes les données sont des pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

	10 ans <sup>1</sup>	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 <sup>3</sup>	
<b>Contexte</b>	<b>Conjoncture et revenus</b>									
	Produit intérieur brut (réel) <sup>4</sup>	1,8	1,4	2,9	1,2	-2,3	5,4	2,7	0,8	1,3
	Produit intérieur brut par habitant (réel) <sup>4</sup>	0,8	0,7	2,1	0,4	-3,0	4,6	1,8	-0,9	0,1
	Salaires (réels) <sup>2,4</sup>	0,2	-0,1	-0,4	0,5	1,5	-0,8	-1,9	0,2	0,5
	<b>Inflation et taux d'intérêt</b>									
	Inflation annuelle moyenne <sup>4</sup>	0,5	0,5	0,9	0,4	-0,7	0,6	2,8	2,1	1,4
	Taux directeur de la BNS	-0,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	1,0	1,8	1,0
	Rendem. des emprunts de la Conf. à 10 ans	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,1	1,6	0,7	0,7
	<b>Démographie et emploi</b>									
	Population	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,6	1,2
Taux de chômage <sup>4</sup>	2,8	3,1	2,6	2,3	3,2	3,0	2,2	2,0	2,2	
Emploi (équivalents temps plein)	1,2	0,8	1,9	1,4	0,0	2,1	2,4	1,7	1,0	
<b>Logement</b>	<b>Logements en propriété</b>									
	Prix à l'offre des appartements en propriété	2,3	0,7	0,0	2,6	3,0	4,6	5,0	3,4	1,5
	Prix à l'offre des maisons individuelles	2,8	2,0	2,0	1,8	4,7	6,8	5,1	2,4	1,0
	Croissance des crédits hypoth. aux particuliers	2,7	2,5	2,8	2,8	2,7	3,1	2,8	1,7	1,5
	<b>Logements locatifs</b>									
	Loyers à l'offre	3,6	1,2	-2,3	1,5	3,2	6,9	4,6	-1,0	-2,0
	Loyers à l'offre, logements neufs	-0,2	-1,5	-2,1	-0,9	-2,1	-2,6	1,6	4,7	2,5
	Loyers existants	1,0	0,9	0,5	1,0	0,3	1,6	1,5	2,2	3,0
	Taux d'intérêt hypothécaire de référence	1,6	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,8	1,8
	Rendement cash flow net <sup>5</sup>	3,3	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	3,0	-
	Rendement du capital <sup>5</sup>	3,2	3,8	3,8	3,4	4,0	4,2	2,8	-0,7	-
	Rendement total <sup>5</sup>	6,6	7,4	7,3	6,7	7,2	7,3	5,7	2,3	-
	<b>Vacance et construction de logements</b>									
Taux de logements vacants	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,5	1,3	1,2	1,0	
Permis de constr. par rap. au stock de logements	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8	
<b>Commercial</b>	<b>Surfaces de bureaux</b>									
	Loyers de l'offre	-0,6	-2,2	-2,1	1,6	0,2	-2,6	-0,8	-3,6	-2,0
	Quote-part de l'offre	6,7	6,7	6,8	6,6	6,7	6,9	6,1	6,3	7,5
	Rendement cash flow net <sup>5</sup>	3,6	3,9	3,7	3,6	3,3	3,3	3,2	3,4	-
	Rendement du capital <sup>5</sup>	1,1	1,7	1,7	2,5	1,3	3,1	1,0	-2,3	-
	Rendement total <sup>5</sup>	4,8	5,7	5,5	6,2	4,7	6,4	4,2	1,0	-
	<b>Surfaces commerciales</b>									
	Loyers de l'offre	-0,9	-2,1	2,0	-1,0	2,3	-2,9	-2,3	-0,3	-3,0
	Rendement cash flow net <sup>5</sup>	3,5	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1	3,1	3,0	-
	Rendement du capital <sup>5</sup>	0,4	0,7	-0,1	0,6	0,4	1,8	0,8	-2,7	-
Rendement total <sup>5</sup>	4,0	4,5	3,4	4,0	3,6	5,0	4,0	0,3	-	
<b>Bourse</b>	<b>Actions immobilières</b>									
	Rendement total	7,9	10,1	-2,1	37,0	-6,7	4,4	-9,0	10,7	-
	Volumes journaliers moy. en bourse (mio. de CHF) <sup>4</sup>	33,8	29,0	32,2	42,6	59,6	33,2	33,5	29,8	-
	Primes estimées <sup>4,6</sup>	17,0	25,2	22,4	29,3	26,7	20,6	7,4	2,4	-
	Volatilité <sup>4</sup>	11,6	8,7	8,7	7,9	19,3	11,4	15,6	12,1	-
	<b>Fonds immobiliers</b>									
	Rendement total	5,6	6,6	-5,3	20,7	10,8	7,3	-15,2	5,0	-
	Volumes journaliers moy. en bourse (mio. de CHF) <sup>4</sup>	28,5	26,2	23,2	31,1	34,7	37,1	34,8	34,3	-
	Agios estimés <sup>4,6</sup>	28,7	29,8	22,6	29,1	34,9	47,6	30,0	20,4	-
	Volatilité <sup>4</sup>	10,8	8,8	8,9	9,1	15,2	10,2	14,7	11,7	-
<b>Indice de référence</b>										
Rendem. total des fondations de placement immob.	5,0	5,4	4,9	5,2	5,1	5,7	4,9	2,0	-	
Rendem. total du Swiss Performance Index	7,3	19,9	-8,6	30,6	3,8	23,4	-16,5	6,1	-	
Volatilité du Swiss Performance Index <sup>4</sup>	13,5	8,8	12,7	11,1	19,9	10,2	16,4	11,1	-	
Rendem. total du Swiss Bond Index («AAA»)	0,9	-0,1	0,3	3,5	1,5	-2,9	-13,9	8,6	-	

<sup>1</sup> Moyenne : 2014 à 2023

<sup>2</sup> Selon l'enquête UBS sur les salaires pour 2023 et 2024

<sup>3</sup> Prévisions UBS (au 3 avril 2024)

<sup>4</sup> Moyenne annuelle

<sup>5</sup> Investissement direct de biens immobiliers existants

<sup>6</sup> Primes sur la valeur nette d'inventaire des actions immobilières (primes) et des fonds immobiliers (agios)

Sources: OFS, Bloomberg, OFL, DocuMedia, MSCI, SECO, Wüest Partner, UBS

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office («CIO») sont préparées et publiées par l'activité Global Wealth Management d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse ou ses entreprises associées («UBS»), qui fait partie d'UBS Group SA («Groupe UBS»). Le Groupe UBS comprend Credit Suisse AG, ses filiales, ses succursales et ses sociétés affiliées. Une clause de non-responsabilité supplémentaire concernant la division Credit Suisse Wealth Management figure à la fin de cette section.

Les opinions de placement ont été préparées conformément aux dispositions légales conçues pour favoriser **l'indépendance de la recherche financière**.

### **Informations générales sur la recherche financière et les risques:**

Cette publication vous est adressée à **titre d'information uniquement** et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. L'analyse figurant ici ne constitue pas une recommandation personnelle ni ne prend en compte les objectifs de placement, les stratégies de placement, la situation financière et les besoins particuliers de chaque destinataire de ladite publication. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Elle repose sur de nombreuses hypothèses. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations et opinions ainsi que les prévisions, estimations et prix du marché indiqués correspondent à la date du présent rapport et peuvent varier sans préavis. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires.

Dans aucune circonstance, ce document ou toute information y figurant (y compris les prévisions, valeurs, indices ou autre montant calculé («Valeurs»)) ne peut être utilisé aux fins suivantes: (i) fins d'évaluation ou de comptabilisation; (ii) pour déterminer les montants dus ou payables, le prix ou la valeur d'un instrument financier ou d'un contrat financier; ou (iii) pour mesurer la performance d'un instrument financier, notamment aux fins de suivre le rendement ou la performance d'une Valeur, définir l'allocation d'actifs d'un portefeuille ou calculer les commissions de performance. Dès lors que vous avez reçu ce document et pris connaissance des informations qu'il renferme, il sera considéré que vous certifiez à UBS que vous n'utiliserez pas ce document, ou que vous ne vous appuyerez pas sur lesdites informations, quelles qu'elles soient, pour aucune des fins susmentionnées. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, soit pour l'instrument de placement lui-même, soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS Research. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. Les performances passées ne sauraient préjuger de celles à venir. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et, le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières.

Différents domaines, groupes et personnels au sein du Groupe UBS peuvent rédiger et distribuer des produits d'analyse distincts, **indépendamment les uns des autres**. Par exemple, les publications de recherche du **CIO** sont rédigées par UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** est rédigée par UBS Investment Bank. **Les méthodologies de recherche et les systèmes de notation de chaque organisme de recherche peuvent différer**, par exemple, en termes de recommandations d'investissement, d'horizon d'investissement, d'hypothèses de modèle et de méthodes d'évaluation. Par conséquent, à l'exception de certaines prévisions économiques (pour lesquelles UBS CIO et UBS Global Research peuvent collaborer), les recommandations d'investissement, les notations, les objectifs de prix et les évaluations fournis par chacune des entités d'analyse peuvent varier et différer entre eux. Nous vous invitons à vous reporter à chaque produit de recherche concerné pour obtenir de plus amples informations sur sa méthodologie et son système de notation. Tous les clients n'ont pas forcément accès à tous les produits de chaque entité. Chaque produit de recherche est assujéti aux politiques et procédures de l'entité qui le produit.

La rémunération du ou des analyste(s) ayant préparé ce rapport est exclusivement déterminée par les cadres dirigeants du service d'analyse et par la direction (hors Investment Banking). La rémunération des analystes ne repose pas sur les revenus d'investment banking, de vente et négoce ou de négoce pour compte propre; toutefois, la rémunération peut avoir un lien avec les revenus globaux du Groupe UBS, lesquels incluent des services d'investment banking, des activités de vente et négoce et des revenus de négoce pour compte propre.

La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal.

Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. Sauf convention contraire dont il a été convenu par écrit, UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Pour obtenir des informations sur la façon dont CIO gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

**Information importante relative à la stratégie d'investissement durable:** les stratégies axées sur les placements durables visent à tenir compte et à intégrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le processus d'investissement et de construction du portefeuille. Les différentes stratégies régionales mènent une analyse ESG et intègrent ses conclusions de diverses manières. La prise en compte de facteurs ESG ou de critères d'investissements durables peut empêcher UBS d'exploiter certaines opportunités d'investissement ou d'apporter un conseil les concernant, même si elles répondent par ailleurs aux objectifs de placement du Client. Le rendement d'un portefeuille intégrant des facteurs ESG ou des critères d'investissements durables peut être inférieur ou supérieur à celui de portefeuilles pour lesquels UBS ne prend pas en considération les facteurs ESG, les exclusions ou d'autres questions liées à la durabilité, et les opportunités de placement qui s'offrent à ces portefeuilles peuvent différer.

**Gérants de fortune indépendants / Conseillers financiers externes:** lorsque la présente analyse ou publication est fournie à des gérants de fortune indépendants ou à des conseillers financiers externes, UBS interdit expressément à ces derniers de la redistribuer ou de la mettre à disposition de leur propre clientèle et/ou de tiers.

**Etats-Unis:** Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain.

Afin d'obtenir des informations spécifiques à chaque pays, veuillez visiter le site [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](http://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) ou demander à votre conseiller financier des informations complètes sur les risques.

#### **Clause de non-responsabilité supplémentaire – Credit Suisse Wealth Management**

Ce document vous parvient en votre qualité de client de Credit Suisse Wealth Management. 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 à l'adresse <https://www.credit-suisse.com>. Afin de vous proposer du matériel de marketing concernant nos produits et services, UBS Group AG et ses filiales peuvent traiter vos données personnelles de base (autrement dit vos coordonnées, telles que votre nom et votre adresse e-mail) jusqu'à ce que vous nous fassiez savoir que vous ne souhaitez plus le recevoir. Vous pouvez à tout moment mettre fin à cet envoi de matériel en informant votre Relationship Manager.

Sauf mention spécifique dans les présentes et/ou en fonction de l'entité Credit Suisse locale qui vous a envoyé ce rapport, ce dernier est distribué par Credit Suisse AG, une société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Credit Suisse AG est une société du Groupe UBS.

Version A/2024. CIO82652744

© UBS 2024. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.