

Le marché immobilier sous de nouveaux auspices

Moniteur immobilier Suisse | Juin 2022



Marché de la construction
La construction coûte plus cher

Page 8

Charges
Charges: les prix de l'énergie explosent

Page 9

L'immobilier en tant que placement
La hausse des taux change la donne

Page 16

Impressum

Éditeur: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Sustainability

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

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

Clôture de rédaction

25 mai 2022

Série de publications

Swiss Issues Immobilien

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/immobilier

Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.
Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG et/ou
sociétés liées. Tous droits réservés

Sources

Sauf indication contraire, la source de l'information est le Credit Suisse

Auteurs

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

Le marché immobilier sous de nouveaux auspices

Une très longue période de taux bas a poussé les valeurs immobilières vers des sommets. Mais la pandémie de COVID-19 et ses conséquences ont désormais mis un terme à cette ère de taux faibles. De nombreux propriétaires immobiliers et acteurs du marché vont devoir réapprendre à gérer des situations difficiles.

Le spectre de l'inflation est de retour

Tandis que les généreuses mesures de soutien budgétaire pour atténuer les conséquences de la pandémie ont fortement stimulé la consommation dans le monde entier, les confinements liés au coronavirus ont entraîné des ruptures des chaînes d'approvisionnement, qui ont à leur tour incité les commerçants et les producteurs à passer des commandes anticipées plus importantes. Cela ne s'est pas produit de façon isolée, mais dans le monde entier et massivement, car la pandémie a synchronisé de façon inédite les effets d'accélération et de freinage conjoncturels. Sans surprise, les prix ont augmenté, d'autant plus que la disponibilité a actuellement une plus grande importance que la stabilité des prix. C'est dans ce contexte que l'attaque russe sur l'Ukraine et la stratégie zéro COVID de la Chine ont aggravé les perturbations des chaînes logistiques, menaçant de faire durer la forte inflation.

Reviement sur les taux: une page se tourne pour l'immobilier

L'année dernière, les marchés croyaient volontiers les affirmations des banques centrales qui jugeaient que l'inflation serait un phénomène temporaire. Comme les taux d'inflation n'avaient pas entamé de recul à la fin de l'année, les marchés ont revu leurs attentes, ce qui s'est traduit par des hausses massives des taux longs. Des taux d'inflation à des sommets depuis 40 ans ont forcé les banques centrales à agir aux États-Unis et bientôt aussi dans l'Union européenne (UE), si elles ne voulaient pas perdre toute crédibilité. En principe, les hausses de taux ne sont pas une bonne nouvelle pour l'immobilier, car les valorisations des biens, du fait de leur longue durée de vie, sont très sensibles aux évolutions des taux d'intérêt. Cela dépend toutefois du contexte de départ. Si les hausses de taux s'accompagnent d'une forte reprise économique, les prix de l'immobilier peuvent aussi augmenter dans la mesure où la croissance des loyers surcompense la hausse des taux. Si, en revanche, une évolution stagflationniste empêche les hausses de loyer ou si, comme en Suisse, un système de taux de référence avec une grande inertie s'applique aux logements locatifs, les bailleurs ne peuvent répercuter la hausse de leurs coûts de financement sur les locataires qu'avec un décalage dans le temps.

Le taux d'intérêt de référence ne remontera pas avant un moment

Page 6

Le moment où le taux de référence commencera à augmenter dépendra essentiellement du scénario sous-jacent sur les taux d'intérêt. Notre modèle applicable au taux de référence nous permet de prédire assez précisément son comportement dans chaque scénario. Dans un scénario extrême de 15 relèvements des taux directeurs de 25 points de base chacune par la Banque nationale suisse (BNS) à partir de septembre 2022, le taux de référence commencerait à augmenter seulement fin 2023 – deux ans après le revirement sur les taux. Dans un scénario plus probable de sept relèvements pour atteindre 1%, une première augmentation du taux de référence se produirait à la mi-2024. Si la BNS, dans un autre scénario extrême, ne relevait ses taux directeurs que faiblement pour arriver à 0%, sans bouger ensuite, une première augmentation du taux de référence ne serait en vue que vers la fin de l'année 2027. Pour les propriétaires d'immobilier résidentiel, cela signifie qu'ils ne pourront reporter leurs charges d'intérêts supplémentaires qu'avec un décalage considérable sur les locataires.

Acheter redevient plus cher que louer

Page 11

Les propriétaires de leur logement doivent également se préparer à des changements de conditions. Pour la première fois depuis 13 ans, il est plus cher d'acheter son logement que de louer un logement comparable. Cette inversion de tendance s'explique par les fortes hausses récentes des taux des hypothèques fixes et devrait se poursuivre. Certes, les frais hypothécaires restent nettement plus faibles que les loyers comparables, mais les prix élevés de la propriété se retrouvent également dans les frais d'entretien plus importants. En combinaison avec d'autres facteurs de coûts, les nouveaux acquéreurs paient depuis le 1^{er} trimestre davantage que les locataires. Ce

phénomène devrait exercer un effet modérateur sur la demande de logements en propriété. Le nombre des transactions avait ainsi déjà nettement reculé au 1^{er} trimestre 2021.

Hausse massive des prix des matériaux de construction

Page 8

Les effets exceptionnels de la pandémie et de la guerre en Europe de l'Est laissent aussi leurs traces dans le secteur de la construction. En 2021 déjà, la raréfaction d'importants matériaux de construction avait entraîné de fortes hausses de prix sur les chantiers suisses. En octobre 2021, le renchérissement de la construction de bâtiments atteignait déjà 4,6% par rapport à l'année précédente, soit la plus forte hausse de prix depuis le début des mesures en 1998. Et ce renchérissement s'est certainement poursuivi: au cours des dernières semaines, les prix de métaux industriels comme l'acier d'armature et l'aluminium ont véritablement explosé. Les anciens du secteur rapportent qu'ils n'avaient encore jamais connu un tel renchérissement dans le bâtiment. Si le report de projets entiers par manque de matériaux de construction est jusqu'à présent resté exceptionnel, les maîtres d'ouvrage doivent se préparer à de nouvelles augmentations et de fortes fluctuations des prix et des délais. D'un côté, cette situation complique la planification et, d'un autre côté, ces hausses de prix contribuent à la compression déjà importante des rendements des investissements immobiliers. La hausse des prix de la construction pourrait donc inciter les investisseurs à reporter les investissements à faible marge ou non urgents dans le parc existant.

La hausse des prix de l'énergie fait exploser les charges locatives

Page 9

Si les investisseurs immobiliers ont toujours le choix de renoncer à un investissement ou de reporter une rénovation aux calendes grecques, les locataires ne peuvent échapper à la hausse des charges. Avec le déclenchement de la guerre en Ukraine et les menaces de pénuries de matières premières énergétiques, les prix de gros du fioul, du gaz naturel et de l'électricité ont véritablement explosé. Selon la source d'énergie utilisée, les locataires sont plus ou moins exposés aux augmentations des coûts: pour les occupants des logements chauffés aux énergies fossiles, soit encore environ 60% des logements, l'envolée des prix de l'énergie pourra se traduire en 2022 par des hausses des frais de chauffage d'environ 38%. Les frais de chauffage d'un appartement moyen avec une pompe à chaleur ont en revanche seulement augmenté de 3% et sont donc désormais 60% inférieurs à ceux des combustibles fossiles. D'autres hausses de charges menacent encore. En effet, en raison de l'inertie des prix de détail du gaz et de la réglementation des prix de l'électricité pour les ménages, toutes les hausses de prix ne sont pas encore parvenues aux ménages suisses. De manière générale, les frais d'entretien très limités du chauffage par pompe à chaleur s'accompagnent de coûts d'investissement relativement élevés. Mais ces derniers sont plus rapidement amortis dans un contexte de forte augmentation des prix des énergies fossiles. Si l'on se base sur les derniers prix de l'énergie, l'installation d'une pompe à chaleur air-eau par rapport à un chauffage au fioul ou au gaz s'avère aujourd'hui payante après seulement huit ou neuf ans.

Le tournant sur les taux change la donne pour les investissements

Page 16

Dernièrement, les rendements des biens immobiliers reposaient de plus en plus fortement sur les plus-values. Or celles-ci devraient disparaître ou nettement diminuer dans le futur. En effet, en miroir de la hausse des taux d'intérêt à long terme, les primes de rendement des placements immobiliers directs et indirects ont baissé par rapport aux placements sûrs. Le vent ayant tourné sur les taux, les placements immobiliers devraient commencer à perdre de leur attrait, les emprunts d'État ou les obligations d'entreprise de bonne qualité étant de plus en plus recherchés. Ainsi, l'élan que donneraient de nouvelles baisses des taux d'actualisation et de plus-values automatiques est appelé à disparaître. Les investisseurs se focaliseront donc probablement davantage sur la croissance et la sécurité des revenus immobiliers.

Management Summary 3

Le marché immobilier sous de nouveaux auspices

Une très longue période de taux bas a poussé les valeurs immobilières vers des sommets. Mais la pandémie de COVID-19 et ses conséquences ont désormais mis un terme à cette ère de taux faibles. De nombreux propriétaires immobiliers et acteurs du marché vont devoir réapprendre à gérer des situations difficiles.

Marché immobilier 6

Le taux d'intérêt de référence n'est pas pressé

Avec la montée des taux d'intérêt hypothécaires, les propriétaires immobiliers devront compter sur une hausse des coûts de financement. Dans le scénario le plus probable, le taux d'intérêt de référence, inerte par nature, ne devrait pas augmenter avant la mi-2024, si bien que la charge financière supplémentaire restera à court et à moyen terme sur les bailleurs.

Marché de la construction 8

La construction coûte plus cher

Les ruptures d'approvisionnement liées à la pandémie et à la guerre en Ukraine font grimper les prix des chantiers, sans toutefois les retarder à grande échelle.

Charges 9

Charges: les prix de l'énergie explosent

La hausse des prix de l'énergie fait exploser les charges locatives. Pour les habitants de logements chauffés aux énergies fossiles, l'augmentation peut atteindre environ 38% en 2022 par rapport à l'année précédente. Le passage à des sources d'énergies renouvelables est donc beaucoup plus rapidement amorti.

Propriété du logement 11

L'achat plus cher que la location

Pour la première fois depuis longtemps, acheter revient plus cher que louer, à logement équivalent. Ce changement est dû aux dernières hausses des taux fixes et devrait se poursuivre.

Propriété du logement 13

Logements locatifs 14

Immobilier commercial 15

L'immobilier en tant que placement 16

La hausse des taux change la donne

Après des années de taux ultra-bas et de prix de l'immobilier en forte hausse, le revirement sur les taux s'approche également en Suisse. Ce retournement devrait progressivement réduire les plus-values et remettre les revenus en ligne de mire.

Le taux d'intérêt de référence n'est pas pressé

Avec la montée des taux d'intérêt hypothécaires, les propriétaires immobiliers devront compter sur une hausse des coûts de financement. Dans le scénario le plus probable, le taux d'intérêt de référence, inerte par nature, ne devrait pas augmenter avant la mi-2024, si bien que la charge financière supplémentaire restera à court et à moyen terme sur les bailleurs.

Les bailleurs confrontés à des charges d'intérêts en hausse, ...

Les taux d'inflation croissants partout dans le monde dans le sillage de la pandémie et de la guerre en Ukraine ont accentué la pression sur les banques centrales et les courbes des taux se sont pentifiées. En Suisse également, les taux des hypothèques fixes ont donc fortement augmenté au cours des derniers mois (fig. 2). Bien que nous attendions un apaisement de cette tendance, les propriétaires immobiliers suisses devraient faire face à des coûts de financement supérieurs dans les années à venir. Pour eux, la question est donc de savoir dans quelle mesure la hausse des taux d'intérêt pèsera sur les revenus nets des immeubles résidentiels, et à quel point et à quel rythme cette charge supplémentaire pourra être répercutée sur les locataires.

... qui ne peuvent pas être directement répercutées sur les locataires

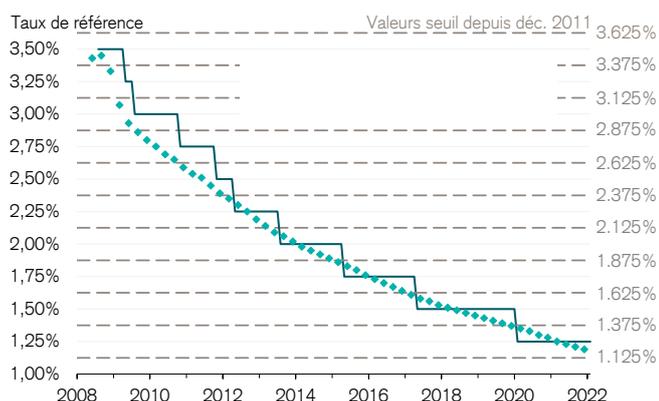
Lors des changements de locataires, la hausse de la charge d'intérêts peut en principe, si la demande existe, être directement répercutée sur les locataires. En revanche, les loyers existants sont liés en Suisse au taux de référence hypothécaire. Ce dernier est basé sur le taux d'intérêt moyen de toutes les hypothèques en cours, émis par la Banque nationale suisse (BNS) et publié quatre fois par an par l'Office fédéral du logement. Depuis son introduction en 2008, le taux d'intérêt de référence a constamment baissé, de 3,5% initialement à encore 1,25% dernièrement (fig. 1). Jusqu'à fin 2021, le taux d'intérêt moyen sous-jacent a continué à diminuer, ce qui a permis d'envisager une nouvelle baisse du taux de référence.

Le taux d'intérêt de référence réagit avec retard

Les dernières hausses des taux devraient désormais amorcer également un retournement de tendance pour le taux d'intérêt de référence, bien qu'avec un grand décalage en raison du mode de calcul du taux hypothécaire moyen déterminant. Comme il prend en compte toutes les durées de toutes les hypothèques en cours, le taux moyen a une grande inertie et peut ainsi fortement diverger des taux de marché actuels pour les nouveaux contrats. Cette inertie peut s'illustrer en comparant les taux journaliers du marché avec leurs moyennes par échéance (fig. 2). Pour ces dernières, on ne constate encore aucune hausse (hypothèques fixes à 10 ans) ou seulement une augmentation minimale (hypothèques fixes à 5 ans), alors que les taux journaliers ont pris jusqu'à plus de 100 points de base depuis le début de l'année.

Fig. 1: Forte inertie du taux d'intérêt de référence

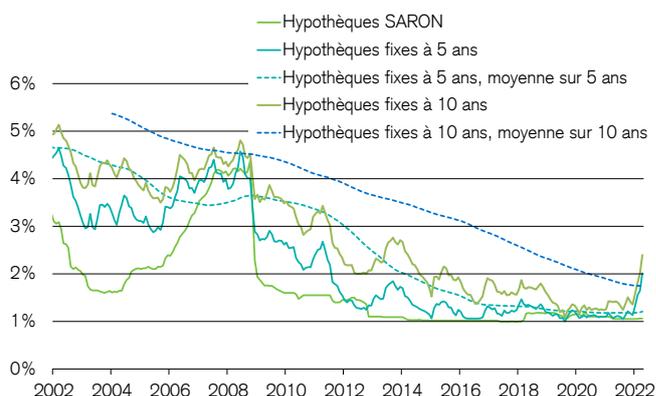
Taux hypothécaire moyen et taux de référence



Sources: Office fédéral du logement, Credit Suisse. Dernières données: 01.03.2022

Fig. 2: Les taux d'intérêt moyens réagissent en moyenne très lentement

Évolution des taux hypothécaires par échéance (moyenne mensuelle et moyennes à 5 et 10 ans)



Sources: Credit Suisse

Dernières données: 04/2022

Trois scénarios possibles d'évolution des taux

Le moment où le tournant sur les taux commencera à se répercuter sur le taux d'intérêt de référence dépendra essentiellement de l'ampleur et du rythme du resserrement de la politique monétaire au cours des prochaines années. Nous avons donc conçu trois scénarios sur les taux directeurs jusqu'à fin 2027 (fig. 3) afin d'évaluer leurs implications sur l'évolution du taux d'intérêt de référence au moyen d'un modèle économétrique. Dans le scénario «bas», nous prévoyons que le premier relèvement de taux par la BNS ne se produira qu'à la mi-2023. Le taux directeur progresserait pour atteindre 0% à la mi-2024 et stagner à ce niveau jusqu'à fin 2027. Pour les taux d'intérêt hypothécaires, cela signifie que les hypothèques du marché monétaire restent bon marché et que les prix des hypothèques fixes n'augmentent qu'à peine à partir des niveaux actuels. Dans le scénario moyen, en revanche, le taux directeur de la BNS serait relevé dès fin 2022, pour augmenter ensuite progressivement jusqu'à 1%, ce qui renchérirait les hypothèques de toutes les échéances. Enfin, le scénario «haut» correspond à une situation plutôt extrême de 15 hausses consécutives du taux directeur de la BNS jusqu'à 3%. Cela impliquerait que les prix de tous les produits hypothécaires augmenteraient fortement jusqu'à fin 2025 environ et que les taux d'intérêt sur toutes les échéances resteraient ensuite à un niveau supérieur à 4%.

Hausse du taux d'intérêt de référence improbable avant 2024

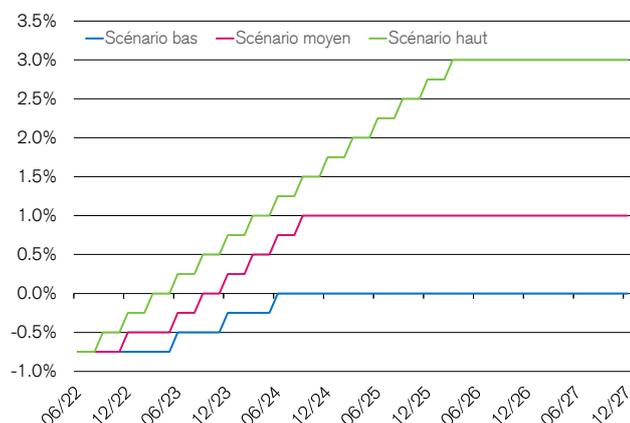
Les résultats de notre modélisation (fig. 4) montrent qu'une hausse du taux d'intérêt de référence avant la mi-2024 est peu probable. Même en cas de scénario «haut», une première hausse ne serait communiquée qu'en décembre 2023 et pourrait seulement être exigée du locataire l'année suivante, puisque l'augmentation du loyer ne peut avoir lieu qu'à la prochaine date de résiliation contractuelle. Le taux d'intérêt de référence augmenterait ensuite pour parvenir à 3% d'ici à 2027, ce qui conduirait en théorie à une augmentation des loyers nets pouvant aller jusqu'à 21%, si toutes les demandes de diminution de loyer avaient été acceptées par le passé. Dans le scénario «moyen», auquel nous attribuons la plus forte probabilité, une augmentation du taux d'intérêt de référence de 1,25% à 1,5% ne serait communiquée en revanche qu'en juin 2024. Deux autres hausses seraient encore à attendre d'ici à 2027. Enfin, dans le scénario «bas», le taux d'intérêt de référence stagnerait au niveau actuel sur toute la période prévisionnelle, le seuil pour une première hausse n'étant manqué que de peu en 2027. Cependant, même dans ce scénario, les propriétaires pourraient être confrontés à une augmentation significative de la charge d'intérêts en cas de financement par hypothèque fixe.

Retournement de tendance déjà présent sur les loyers du marché

Nous constatons globalement que les bailleurs se dirigent vers des charges d'intérêts plus élevées, qui ne pourront être répercutées sur les locataires qu'avec un certain retard. Cela exerce une pression supplémentaire, du moins à court terme, sur les rendements déjà en baisse des capitaux propres des immeubles résidentiels. Cette constatation indique aussi que les investissements dans l'immobilier résidentiel n'offrent qu'une protection limitée contre l'inflation à court et à moyen terme. L'amélioration de la situation sur le marché locatif pour les bailleurs devrait toutefois contrecarrer la compression supplémentaire des rendements. Après des années de baisse, une reprise s'est amorcée, qui se traduit par une réduction des délais de commercialisation et des taux de vacance, et qui a entraîné un retournement progressif des loyers du marché. Ainsi, l'indice des loyers de l'Office fédéral de la statistique, qui représente l'ensemble du marché (baux nouveaux et en cours), a progressé de 1,4% au 1er trimestre 2022, sa plus forte hausse en glissement annuel depuis huit ans.

Fig. 3: Scénarios pour le taux directeur de la BNS

Trois scénarios possibles d'évolution des taux jusqu'à fin 2027

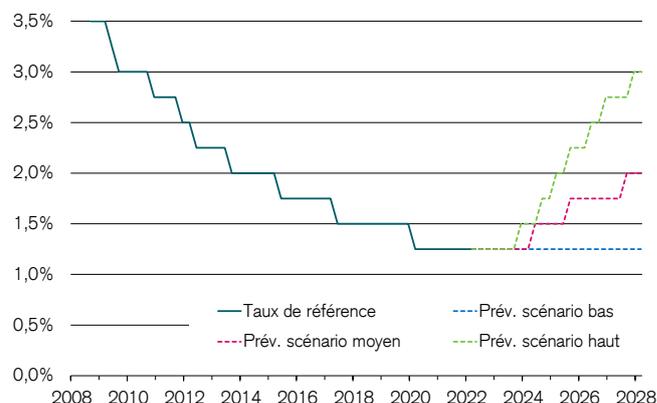


Sources: Credit Suisse

Dernières données: 01.05.2022

Fig. 4: Hausse du taux de référence improbable avant la mi-2024

Évolutions prévues du taux d'intérêt de référence pour les trois scénarios



Sources: Credit Suisse, Office fédéral du logement Dernières données: 01.03.2022

La construction coûte plus cher

Les ruptures d'approvisionnement liées à la pandémie et à la guerre en Ukraine font grimper les prix des chantiers, sans toutefois les retarder à grande échelle.

Pas de détente en vue

Les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales (Fig. 5) ont conduit ces deux dernières années à des retards de livraison et à des hausses de prix massives dans presque tous les secteurs. Une situation aggravée cette année par la reprise conjoncturelle presque synchrone partout dans le monde sur fond de recul progressif de la pandémie. De nombreux ports ont connu de gros embouteillages et les conteneurs se sont raréfiés. La détente souhaitée n'est pas en vue: la pandémie en Chine n'a atteint son pic qu'au cours des dernières semaines. La stratégie zéro COVID du pays affecte grandement les ports et la production; des villes entières ont été mises à l'arrêt. Ensuite, la guerre en Ukraine a fait exploser les prix de produits de base comme les métaux industriels, les combustibles fossiles et les produits agricoles.

Envolée des prix des matériaux de construction

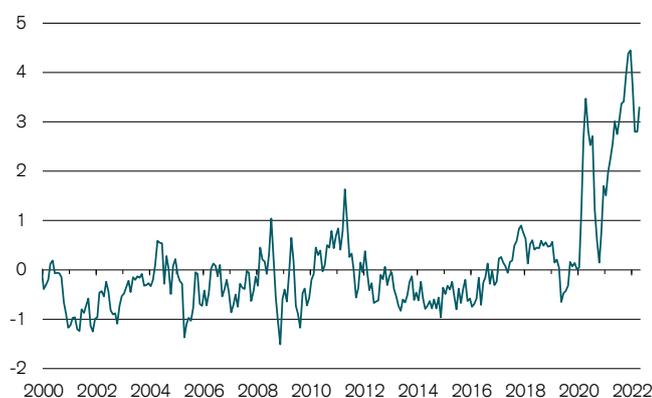
En 2021 déjà, la raréfaction des matériaux de construction importants avait gonflé les prix sur les chantiers suisses. En octobre 2021, l'indice des prix de la construction pour le gros œuvre de l'Office fédéral de la statistique montrait une augmentation annuelle de 4,6%, soit la plus forte hausse de prix depuis le début des mesures en 1998. Et ce renchérissement devrait se poursuivre: au cours des dernières semaines, les prix des produits en métal comme l'acier d'armature (+136% par rapport à 2019) et l'aluminium (+74%) ont littéralement explosé (fig. 6). Mais les carburants et les bitumes ont aussi fortement augmenté. Pour l'acier et l'aluminium, les prix devraient rester élevés pour l'instant. D'une part, la Chine, la Russie, et aussi l'Ukraine (acier) font partie des principaux producteurs et exportateurs. D'autre part, la production de ces métaux nécessite beaucoup d'énergie et la Chine, qui produit plus de la moitié de l'acier au monde, a commencé à réduire sa production pour atteindre ses objectifs d'émission de carbone.

Planification plus difficile et pression accrue sur les rendements

Si les reports de projets de construction sont restés jusqu'à présent des exceptions, les maîtres d'ouvrage doivent s'attendre à de nouvelles augmentations (et à de fortes fluctuations) des prix et des délais de livraison. Cela complique la planification et les hausses de prix compriment encore les rendements des investissements immobiliers. Par ailleurs, la hausse des prix de la construction pourrait inciter les propriétaires à reporter les investissements non urgents dans le parc existant. Mais on peut douter de la rentabilité de cette stratégie, en particulier en ce qui concerne la rénovation énergétique. En effet, les locataires pourraient à l'avenir émettre de plus en plus de réserves à l'encontre des carburants fossiles, non seulement en raison de leur impact sur le climat, mais aussi à cause de l'augmentation des charges qu'ils entraînent (cf. pages 9 ss).

Fig. 5: Beaucoup de sable dans les rouages des chaînes logistiques

Global Supply Chain Pressure (écart-type vs. moy. LT)

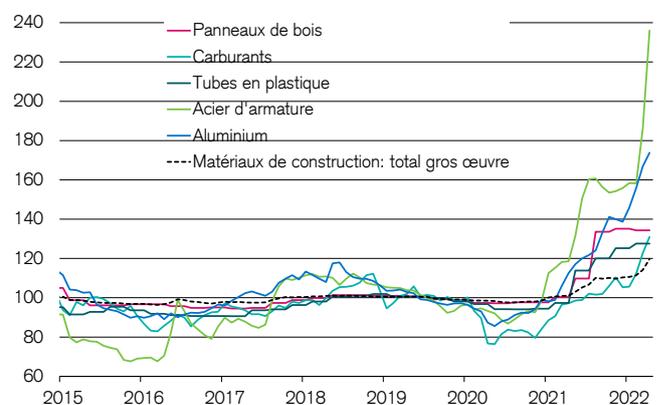


Sources: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Dernières données: 04/2022

Fig. 6: Les produits métalliques augmentent le plus

Indices des prix des matériaux de construction, moyenne annuelle, 2019 = 100



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

Charges: les prix de l'énergie explosent

La hausse des prix de l'énergie fait exploser les charges locatives. Pour les habitants de logements chauffés aux énergies fossiles, l'augmentation peut atteindre environ 38% en 2022 par rapport à l'année précédente. Le passage à des sources d'énergies renouvelables est donc beaucoup plus rapidement amorti.

La pandémie et la guerre font s'envoler les prix de l'énergie

En raison de la reprise conjoncturelle mondiale post-Covid, l'énergie était déjà beaucoup plus chère à la fin de l'année dernière. Avec le déclenchement de la guerre en Ukraine et les menaces de pénuries de matières premières énergétiques, les prix ont véritablement explosé. Fin avril, les prix de gros avaient progressé en comparaison annuelle de 76% pour le fioul domestique, de 354% pour le gaz naturel et de 217% pour l'électricité. Si les hausses de prix du fioul sont directement répercutées aux consommateurs, l'inertie du prix du gaz et la réglementation des prix de l'électricité pour les ménages signifient que les hausses de prix ne sont pas encore totalement arrivées dans les foyers suisses. Comme les exploitants des réseaux doivent annoncer leurs prix pour l'année suivante avant la fin août à la Commission fédérale de l'électricité ElCom, la remarque est particulièrement vraie pour l'électricité, dont le prix consommateur n'a augmenté que de 2,8% en 2022 en comparaison annuelle (fig. 7).

Hausses des coûts en fonction des sources énergétiques

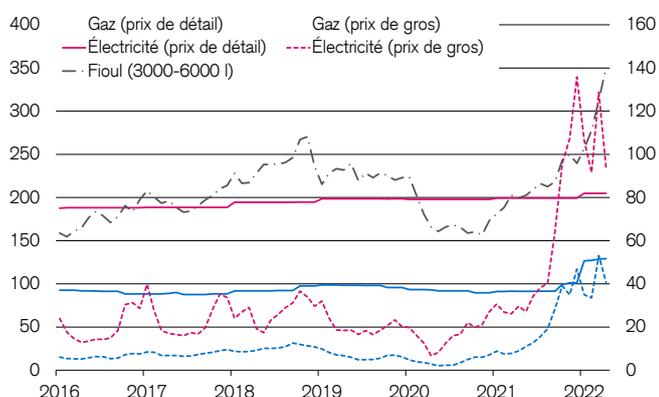
Outre l'état des installations énergétiques du bâtiment et de la surface habitable à chauffer, l'impact des hausses de prix de l'énergie sur les propriétaires et les locataires dépend aussi du combustible utilisé. Pour analyser les conséquences de cette hausse sur les charges des consommateurs suisses, nous nous basons sur une surface moyenne de 99 m² pour calculer les frais de chauffage et sur une taille moyenne de foyer de 2,2 personnes pour estimer la consommation d'énergie pour la production d'eau chaude. Ce faisant, nous tenons compte des trois systèmes de chauffage les plus courants: au fioul, au gaz et par pompe à chaleur électrique (air-eau).

60% des surfaces résidentielles encore chauffées aux combustibles fossiles

Les surfaces chauffées au fioul ont nettement diminué entre 2000 et 2020 (-30%). En revanche, les surfaces chauffées au gaz ont pratiquement doublé (+93%) et celles qui utilisent des pompes à chaleur électriques ont été presque multipliées par sept (+646%). Ces dernières représentent cependant toujours une faible part (20%) dans la surface totale de référence énergétique (SRE), environ 60% des habitations suisses étant toujours chauffées aux combustibles fossiles (fig. 8).

Fig. 7: Les prix de gros laissent prévoir une explosion des charges

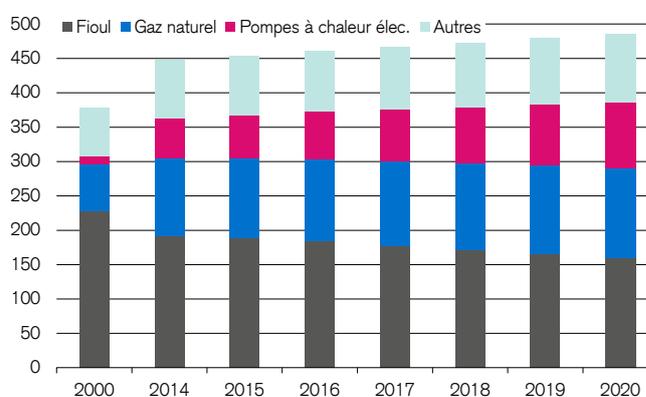
Prix de gros et de détail pour l'électricité et le gaz en CHF/MWh (échelle de gauche) et pour le fioul en CHF/100 litres (échelle de droite)



Sources: Office fédéral de la statistique, Refinitiv Datastream, Credit Suisse
Dernières données: 04/2022

Fig. 8: Les combustibles fossiles toujours majoritaires

Surfaces de référence énergétique des ménages privés (y comp. logements vides, hors résidences secondaires et de vacances) selon les installations (en mio. m²)



Sources: Prognos, Office fédéral de l'énergie, Credit Suisse
Dernières données: 2020

Moindre efficacité énergétique des énergies fossiles

La demande moyenne annuelle de chauffage par m² est passée d'environ 110 kWh/m² SRE à 87 kWh/m² SRE entre 2000 et 2020. Il existe cependant des différences entre les systèmes de chauffage. Ainsi les systèmes fonctionnant au fioul ou au gaz consomment par m² beaucoup plus d'énergie que les pompes à chaleur. Dans les années 2015 à 2019¹, la consommation annuelle moyenne d'énergie pour le chauffage des bâtiments au fioul était d'environ 102 kWh/m², alors que les chauffages au gaz consommaient 90 kWh/m² et les pompes à chaleur seulement 19 kWh/m². Outre la large prédominance des chauffages au fioul et au gaz dans les constructions anciennes, moins efficaces en énergie, cette différence s'explique notamment par le rendement énergétique plus élevé des pompes à chaleur électriques, qui utilisent la chaleur ambiante.

Augmentation des frais de chauffage en 2022 de 38% avec les combustibles fossiles et de seulement 3% avec les pompes à chaleur

Le rendement énergétique des pompes à chaleur électriques est contrebalancé par les prix nettement plus élevés de la source d'énergie par kWh. Cependant, les frais énergétiques pour le chauffage et l'eau chaude d'un logement de 99 m² avec pompe à chaleur atteignaient en moyenne CHF 718 en 2021, soit près de 48% de moins que les coûts de chauffage d'un logement de même surface ayant recours aux énergies fossiles (CHF 1381 pour le fioul et CHF 1382 pour le gaz). Suite à la forte hausse des prix de l'énergie, cette différence est passée à 61% en 2022. Ainsi, les usagers paieront cette année environ CHF 1934 pour chauffer un logement au fioul et CHF 1889 au gaz, soit une augmentation de près de CHF 530 (+38%) par rapport à 2021. Pendant ce temps, les frais énergétiques des pompes à chaleur ont progressé de seulement CHF 20 (+3%), notamment en raison de la réglementation des prix de l'électricité pour les consommateurs (fig. 9).

Investir dans une pompe à chaleur coûte cher

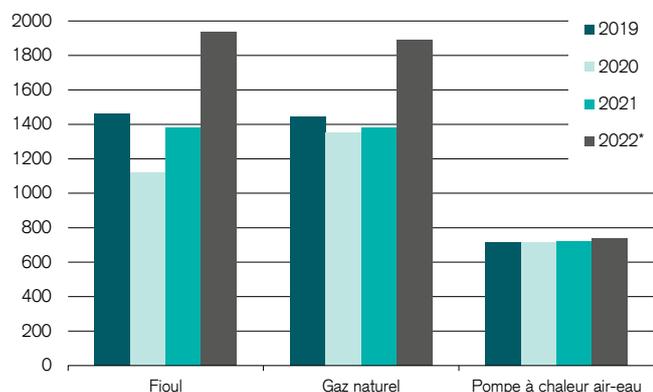
Les frais d'entretien largement réduits du chauffage par pompe à chaleur sont contrebalancés par un investissement relativement important, principal obstacle à la rénovation énergétique du parc immobilier suisse. La forte hausse des prix des combustibles fossiles repose la question de la durée d'amortissement des énergies renouvelables par rapport aux énergies fossiles. Pour cette analyse, nous nous sommes penchés sur la rénovation de l'installation de chauffage du logement moyen de 99 m² et donc sur les coûts d'investissement nets des différents systèmes de chauffage ainsi que sur les coûts énergétiques et d'entretien sur la durée d'amortissement moyenne de 20 ans. Après déduction de la subvention moyenne (CHF 4325), les coûts d'investissement dans une pompe à chaleur air-eau s'élèvent à environ CHF 30 675 et dépassent donc largement les CHF 20 000 nécessaires pour un chauffage au fioul ou au gaz.

Durée d'amortissement nettement réduite par rapport aux combustibles fossiles

Aux coûts énergétiques plus élevés s'ajoutent également des frais d'entretien annuels plus importants pour le chauffage aux combustibles fossiles (environ CHF 550, contre CHF 150 pour une pompe à chaleur air-eau). Avec les prix moyens de l'énergie des années 2019 à 2021, cela signifiait que l'installation d'une pompe à chaleur air-eau était financièrement rentable au bout de 12 à 14 ans par rapport à un chauffage au fioul ou au gaz. La récente hausse des prix énergétiques a entre-temps nettement réduit cette durée. Désormais, la pompe à chaleur est moins chère que le chauffage au fioul ou au gaz après seulement huit ou neuf ans (fig. 10), sans tenir compte de l'éventuelle volatilité future des prix des combustibles fossiles ou de la possibilité de produire sa propre électricité à l'aide de panneaux photovoltaïques.

Fig. 9: Plus fortes hausses des charges pour le chauffage au fioul

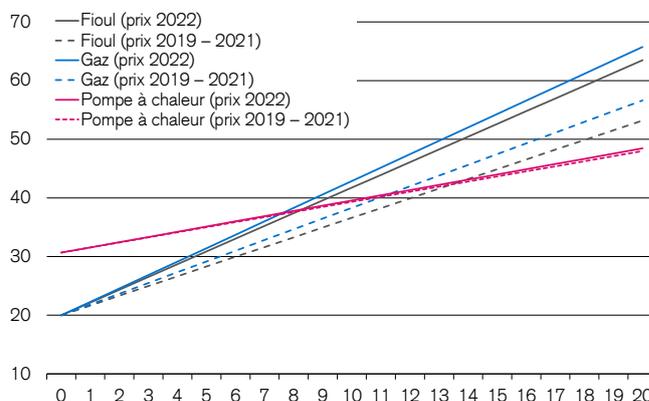
Frais de chauffage d'un ménage suisse moyen (99 m² et 2,2 personnes) entre 2019 et 2022 (*2022: prévisions) en fonction de la source d'énergie



Sources: Office fédéral de la statistique, Prognos, SuisseEnergie, energie.ch, Credit Suisse
Dernières données: 2022

Fig. 10: Amortissement plus rapide des pompes à chaleur

Total estimé des frais des installations de chauffage selon la source d'énergie en milliers de CHF sur une période de 20 ans en fonction des prix énergétiques



Sources: Office fédéral de la statistique, Prognos, SuisseEnergie, Credit Suisse
Dernières données: 2022

¹ En raison des effets exceptionnels liés à la pandémie de coronavirus en 2020, nous avons basé notre analyse sur les valeurs moyennes des années 2015 à 2019.

L'achat plus cher que la location

Pour la première fois depuis longtemps, acheter revient plus cher que louer, à logement équivalent. Ce changement est dû aux dernières hausses des taux fixes et devrait se poursuivre.

Retour des primes pour les propriétaires

Pour la première fois depuis 13 ans, les coûts totaux pour un logement en propriété lors de la conclusion ou de la prolongation d'une hypothèque dépassent les frais de location d'un appartement comparable. Au 1er trimestre 2022, les propriétaires devaient payer une prime de 3,1% pour un logement en propriété. Début 2021, ils pouvaient encore profiter d'une remise de propriété moyenne de 15,5%. Ce revirement brusque de tendance est le résultat de la hausse massive des taux d'intérêt des hypothèques fixes. L'hypothèque à taux fixe sur 5 ans est grimpée depuis 2021 de 1,1% à près de 2% à la fin du 1er trimestre 2022 (fig. 12). En combinaison avec les fortes hausses des prix, ceci a eu pour effet que la remise de propriété est devenue une prime de propriété en l'espace de quelques trimestres seulement. Les acheteurs qui se décident par contre pour une hypothèque SARON continuent de bénéficier d'une remise de propriété.

Fortes hausses des taux d'intérêt comme facteur de la prime de propriété

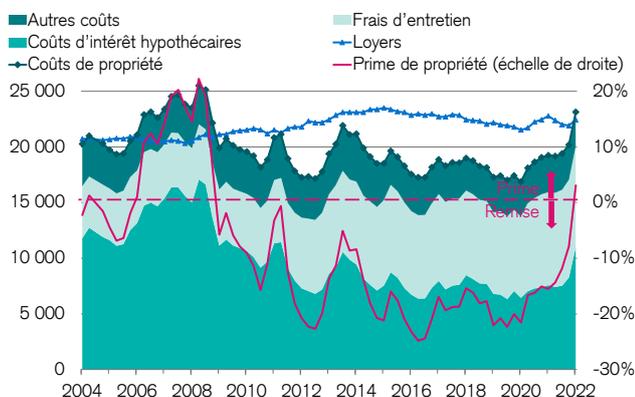
Pour la comparaison, nous tenons compte des prix de propriété insérés et des loyers pour un appartement de 4,5 pièces dans le portefeuille. À cet égard, nous sous-entendons un financement externe de 80% et une hypothèque fixe sur 5 ans. Selon notre estimation, la charge annuelle totale pour un appartement en propriété s'élevait à 23 128 CHF. Durant la même période, il fallait payer un loyer annuel de 22 440 CHF pour un appartement en location de même taille. Les intérêts hypothécaires représentaient l'un des plus gros postes de coûts au 1er trimestre 2022, s'élevant à 10 966 CHF. Cela correspond certes à une hausse de 45% depuis début 2021, mais les simples coûts d'intérêt restent clairement inférieurs aux loyers d'appartements comparables.

Charges s'ajoutant aux coûts d'intérêt

Néanmoins, les propriétaires doivent tenir compte d'autres charges financières. 1% de la valeur immobilière doit être considérée comme entretien, ce qui fait augmenter les charges d'un logement en propriété de 9078 CHF. Sans oublier les aspects fiscaux (valeur locative et déduction des intérêts passifs), les coûts d'opportunité sous forme d'alternatives de placement du capital propre, les risques tels que le risque financier de concentration ou l'illiquidité à court terme de l'objet, mais aussi les chances de gain grâce à une revalorisation à long terme du terrain. Si l'on tient compte de tous ces facteurs, les coûts totaux du logement en propriété mentionné dans l'exemple ci-dessus passent à 23 128 CHF (fig. 11).

Fig. 11: Logement en propriété de nouveau plus cher que les locations

Charge financière: comparaison d'un logement en propriété et d'un logement en location tenant compte de tous les facteurs de coûts pertinents

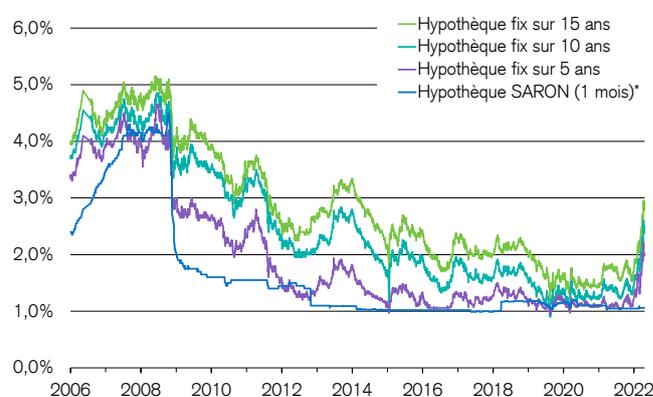


Sources: Credit Suisse, Meta-Sys

Dernières données: T1/2022

Fig. 12: Fortes hausses des taux d'intérêt des hypothèques fixes

Évolution des intérêts hypothécaires en %



*Taux d'intérêt pour hypothèque SARON à partir du 21.09.2020; auparavant: hypothèque flex roll-over (Libor à trois mois)

Sources: Credit Suisse

Dernières données: 20.04.2022

Avant 2009, prime de propriété majoritairement prédominante

Suite aux taux d'intérêt hypothécaires bas après le début de la crise financière fin 2008, il était devenu commun que les charges financières pour un logement en propriété soient inférieures à celles d'un appartement en location comparable. D'un point de vue historique, il fallait néanmoins majoritairement payer une prime pour un logement en propriété. Celle-ci s'élevait en moyenne à 29% entre 1993 et 2008. Les chiffres pour les années antérieures ne sont pas connus. La prime de propriété peut être justifiée par les plus grandes possibilités d'aménagement individuelles dans le cas d'un logement en propriété. En règle générale, elles mènent à un niveau d'aménagement un peu plus élevé des objets en propriété. De plus, de nombreux propriétaires sont prêts à payer un supplément en échange de la liberté d'habiter dans leurs quatre murs.

La prime de propriété devrait continuer à augmenter

Les taux d'intérêt des hypothèques fix ont également augmenté au cours du 2e trimestre (fig. 12). Après la dernière forte hausse, nous nous attendons au cours des 12 prochains mois à une nouvelle hausse modérée, mais le taux d'intérêt moyen du 2e trimestre dépassera celui du trimestre précédent. Les remises de propriété ne feront donc pas de nouveau surface si vite même si les taux d'intérêt hypothécaires restent dans l'ensemble à un niveau raisonnable. La figure 13 montre comment la prime de propriété pourrait évoluer en fonction des taux d'intérêt. À cet égard, nous nous basons sur des prix immobiliers et des loyers inchangés.

Intérêt moindre mais demande excédentaire stable

Pour les nouveaux acquéreurs, l'achat d'un logement en propriété est donc de nouveau plus cher qu'une location. Toutefois, en ce qui concerne l'admissibilité, qui est en général calculée avec un taux de 4,5% ou 5%, rien ne change pour les personnes désireuses d'acheter. Par conséquent, le nombre de propriétaires potentiels ne diminue pas en raison de la prime de propriété. Néanmoins, les charges financières réelles plus élevées devraient effrayer certains prospects, ce qui devrait freiner la demande de logements en propriété. Mais étant donné que les activités de construction sont en recul et que très peu d'objets sont disponibles sur le marché, nous supposons que la demande restera excédentaire et que les prix immobiliers continueront d'augmenter.

Remise de propriété persistante pour beaucoup de propriétaires

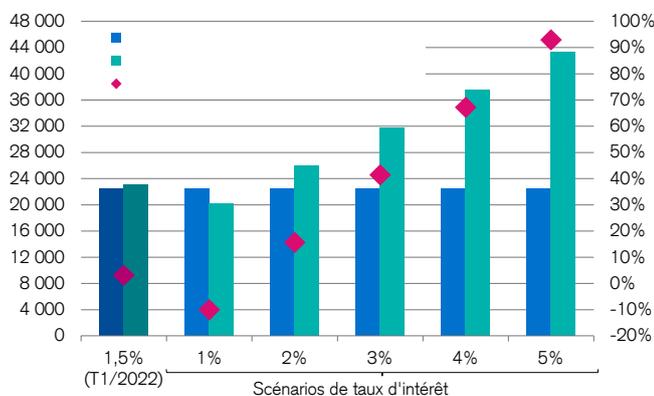
Pour nombre de propriétaires actuels, il n'y a guère de changement à court terme. La majorité des propriétaires a choisi un taux fixe. Selon les derniers chiffres de 2020, 82% du volume total d'hypothèques en Suisse reviennent aux hypothèques fix (fig. 14). De nombreux ménages devraient donc avoir des taux hypothécaires fixes pendant plusieurs années et profiter encore pendant un certain temps de faibles charges financières pour leur logement en propriété.

Bien préparé grâce au calcul d'admissibilité et à un amortissement rapide

Mais les personnes déjà propriétaires doivent s'attendre à des coûts d'intérêt hypothécaires plus élevés une fois que leur hypothèque fix arrivera à terme. Par conséquent, il leur est recommandé de constituer dès aujourd'hui des réserves pour les intérêts hypothécaires qui seront plus élevés à l'avenir. De manière générale, les propriétaires actuels sont bien préparés. Selon le calcul d'admissibilité des banques, ils peuvent supporter financièrement un taux de 4,5% ou 5%. À cela s'ajoute depuis quelques années la règle d'amortissement renforcée visant à réduire le taux d'avance de 80% à 66,7% en l'espace de 15 ans. C'est pourquoi les taux hypothécaires croissants ne devraient en principe pas poser de problème pour la grande majorité des propriétaires.

Fig. 13: Les taux d'intérêt hypothécaires comme facteur décisif

Coûts de propriété estimés en fonction du taux d'intérêt (hypothèque fixe sur 5 ans) comparés aux loyers, état au 1er trimestre 2022

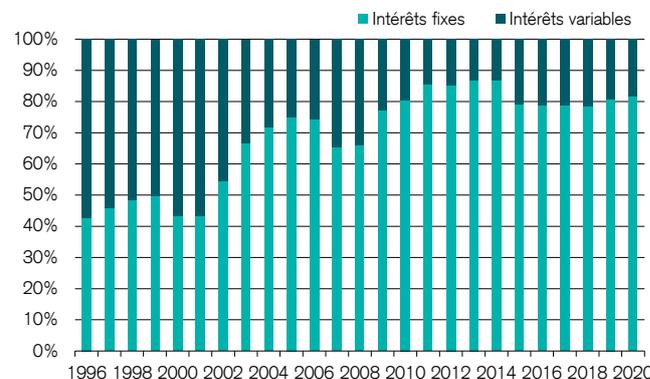


Sources: Credit Suisse, Meta-Sys

Dernières données: T1/2022

Fig. 14: Plus de 80% des propriétaires ont une hypothèque fix

Hypothèques en Suisse par type de rémunération, parts en %



Sources: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Dernières données: 2020

Propriété du logement

La hausse des taux réduit l'attrait de la propriété

Les indices de la demande de logements en propriété ont nettement chuté depuis le début de l'année, de -4,1% pour les appartements en propriété et de -5,2% pour les maisons individuelles. Ce recul s'explique par la forte hausse des taux des hypothèques fixes. Ces derniers ont en effet augmenté sur la même période de plus de 80 points de base (0,8%) pour les hypothèques fixes à 5 ans et de plus de 105 points de base pour les hypothèques à 10 ans. Il faut également compter sur une nouvelle légère hausse des taux dans les douze mois à venir. Les taux hypothécaires restent cependant à un niveau acceptable et les indices de la demande, malgré leur baisse récente, restent nettement supérieurs à leurs niveaux prépandémiques.

Une activité de construction insuffisante

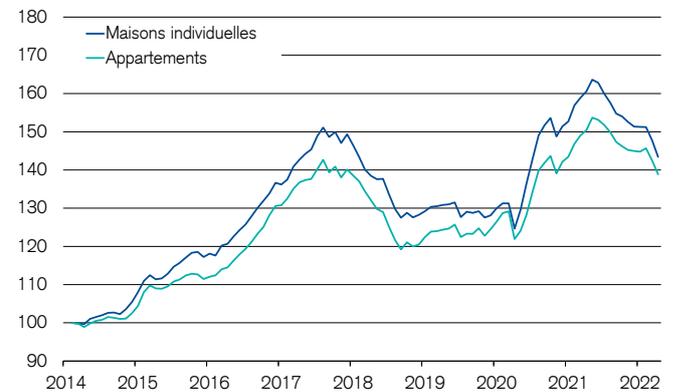
L'activité de construction dans le segment résidentiel est toujours en recul. Au cours des douze derniers mois, seuls 11 005 permis ont été accordés pour des appartements en propriété, soit une nouvelle baisse de 7,7% des autorisations en un an. Aucun retournement de cette tendance n'est en vue, les demandes de permis ayant encore baissé de 2,7% au cours des douze derniers mois. La situation se présente différemment pour les maisons individuelles où, avec 6370 permis de construire, les autorisations ont augmenté de 5,3%. Les demandes de permis ont même progressé de 13,5% sur la période. Cette augmentation ne permet cependant pas de compenser le recul observé sur les appartements en propriété.

Nouvelle accélération de la croissance des prix du logement en propriété

Malgré un recul de l'attrait pour la propriété du logement, la demande reste nettement supérieure à l'offre disponible et la situation ne devrait pas changer dans les trimestres à venir. Le maintien de cette demande excédentaire se constate dans la croissance des prix très élevée et qui accélère encore. En un an, les prix des logements en propriété ont progressé de 7,5% et ceux des maisons individuelles de 8,7% et ils continueront probablement de grimper au cours des trimestres à venir. Suite à la hausse des taux d'intérêt des hypothèques fixes, nous attendons toutefois une dynamique des prix nettement plus faible.

Fig. 15: Indices de la demande de logements en propriété par segment

Indice: février 2014 = 100

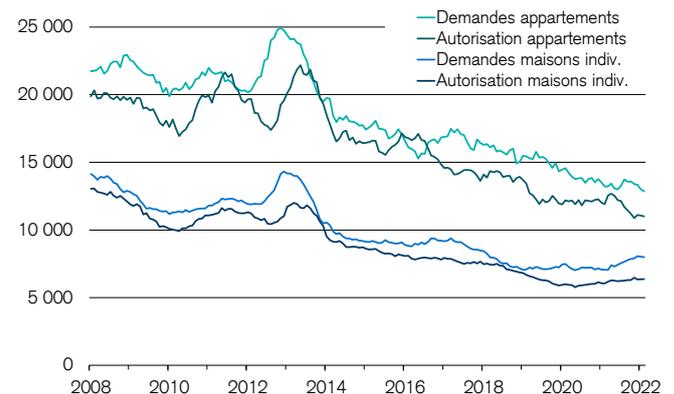


Sources: Realmatch360

Dernières données: 04/2022

Fig. 16: Demandes et permis de construire, nouvelles constructions

Nombre de logements, maisons individuelles et appartements en propriété par étage

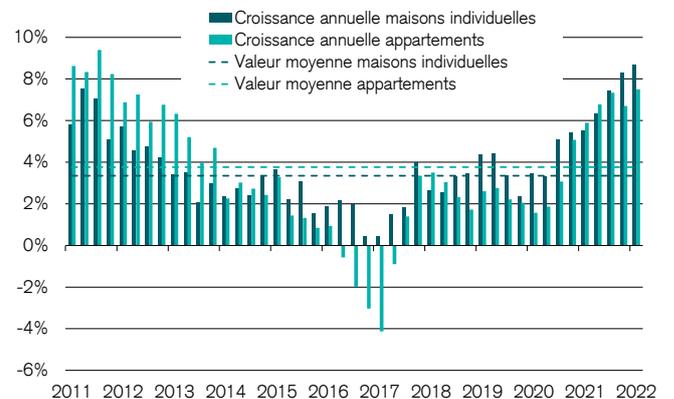


Sources: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 02/2022

Fig. 17: Croissance des prix, logements en propriété du segment intermédiaire

Taux de croissance annuels; lignes en pointillés: moyenne 2000-2021



Sources: Wüest Partner

Dernières données: T1/2022

La forte immigration renforce la demande en logements locatifs

Grâce au regain d'importance du logement après la pandémie et à la forte reprise économique récente, le marché du logement locatif jouit d'une demande robuste. L'immigration augmente aussi, notamment en réaction à la pléthore d'emplois à pourvoir. Sur les 12 derniers mois, la Suisse a présenté un solide migratoire de 73 500 personnes, un chiffre atteint pour la dernière fois il y a plus de six ans. Le nombre des arrivées a nettement augmenté, tandis que de moins en moins de personnes quittent la Suisse par rapport aux années précédant le COVID-19. Cette statistique ne tient pas compte des quelque 50 000 réfugiés venus d'Ukraine, qui gonflent encore la demande de logements.

Projection des logements locatifs au plus bas sur 10 ans

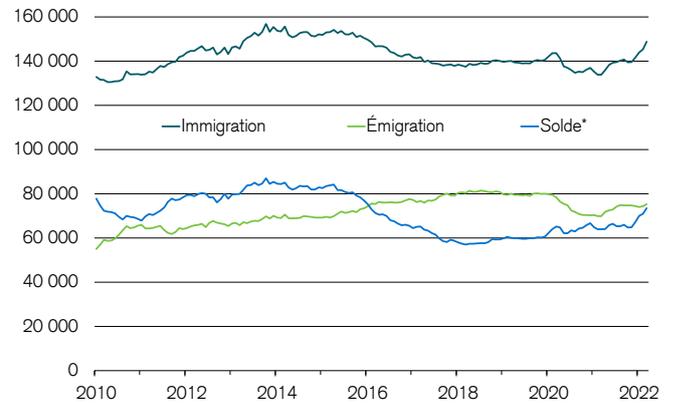
Au cours des douze derniers mois, plus de 2000 logements locatifs de moins que l'année précédente ont été autorisés à la construction, poursuivant ainsi le recul dans la construction de ces logements, qui dure depuis quatre ans. Aucune reprise n'est à attendre prochainement, le nombre des demandes de permis de construire étant même tombé au plus bas depuis 10 ans. Cette retenue croissante des maîtres d'ouvrage a plusieurs raisons: d'abord, des suroffres perdurent dans certaines régions. Ensuite, il est de plus en plus difficile pour les promoteurs de trouver les terrains à bâtir qui conviennent. Enfin, avec le durcissement de l'autorégulation en 2020, les conditions se sont aussi durcies du côté financier. En raison des dernières hausses de taux, ce phénomène devrait avoir encore plus d'impact.

Tous les signes pointent sur la reprise

Le marché locatif actuel est marqué par une demande en hausse, couplée à une offre en recul. Ce «cycle du porc» prononcé a mis fin à des années de baisse sur le marché des utilisateurs, avec des taux de vacance croissants et des loyers proposés en baisse. Tous les signes pointent désormais sur la reprise: le taux de vacance a déjà commencé à baisser en 2021, le taux d'offre est désormais aussi en recul et la durée d'insertion s'est entre-temps contractée à son plus bas niveau depuis 2015. Le marché a fortement gagné en dynamique, surtout dans les communes rurales et touristiques. Le vent a aussi tourné sur les loyers. Cette reprise du marché devrait se poursuivre et seul un effondrement conjoncturel pourrait la menacer.

Fig. 18: Immigration nette de la population résidente étrangère

Arrivées, départs et solde migratoire, sommes mobiles sur 12 mois



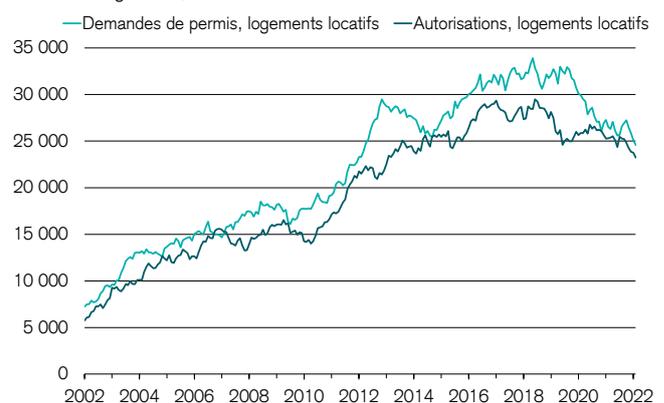
* Le solde ne tient pas compte des corrections du registre

Sources: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

Dernières données: 03/2022

Fig. 19: Demandes et autorisations de construire

Nombre de logements, somme mobile sur douze mois

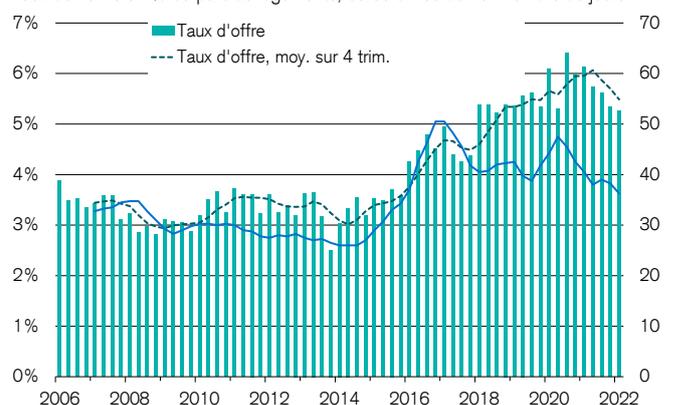


Sources: Baublatt, Credit Suisse

Dernières données: 02/2022

Fig. 20: Taux de l'offre et durée d'insertion des logements

Taux de l'offre en % du parc de logements, durée d'insertion en nombre de jours



* Moyenne mobile sur quatre trimestres

Sources: Meta-Sys, Credit Suisse

Dernières données: T1/2022

Regain de demande porté par la croissance de l'emploi

Après un recul temporaire de l'emploi global, la croissance annuelle est redevenue nettement positive, à 1,65%, au T4 2021. Les services aux entreprises et le secteur de la santé/des services publics ont connu la plus forte augmentation. Dans les secteurs largement administratifs, l'emploi a même progressé de 2,4%. La demande en surfaces de bureaux a donc connu une reprise, d'autant plus que certaines sociétés qui s'étaient abstenues de prendre de nouvelles locations depuis le début de la pandémie, ne pouvaient apparemment plus attendre. En revanche, il n'est pas encore possible de chiffrer précisément les surfaces correspondant à des contrats de location non prolongés en raison du télétravail. Il y en aura cependant.

Retenue dans les nouvelles constructions d'immeubles de bureaux

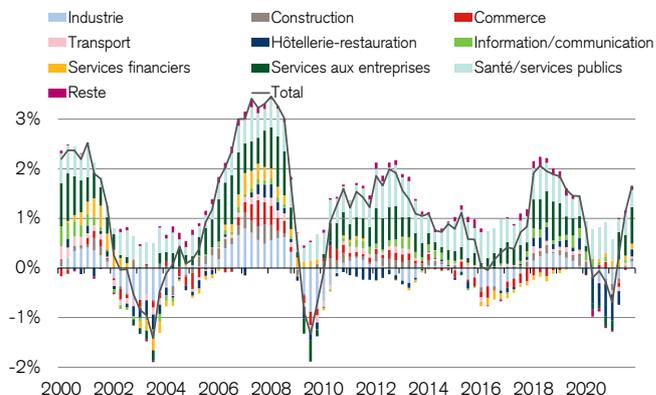
Le montant sur douze mois des permis de construire accordés pour des projets de bureaux se situait dernièrement à CHF 1586 millions, nettement au-dessous (-18%) de la moyenne à long terme. Les investisseurs sont devenus légèrement plus prudents sur les bureaux et ils restent en retrait des nouveaux projets, tant que l'incertitude persiste sur les besoins futurs en surfaces. Seules les demandes de rénovation ont nettement augmenté lors du dernier semestre et dépassent depuis septembre 2021 leur moyenne à long terme. La retenue des investisseurs devrait contribuer à éviter un trop grand déséquilibre sur le marché suisse des bureaux. Des excédents importants ou même des pénuries d'offre se dessinent toutefois au niveau régional et local.

Détail: les actions souffrent des confinements

Les actions des sociétés immobilières orientées sur les centres commerciaux et les surfaces de commerce de détail de l'Union européenne (UE) étaient déjà en nette baisse depuis 2016, mais le confinement lié au COVID-19 en mars 2020 a entraîné un nouvel effondrement des cours de 57% en un mois, ce dont ces actions ne se sont que très partiellement remises. Malgré la croissance solide des CA du commerce de détail dans l'UE y compris pendant la pandémie, la situation des détaillants stationnaires est difficile. Leurs CA et leurs marges fondent en raison de la croissance de la concurrence en ligne, accélérée par la pandémie. Cette évolution se répercute inévitablement sur les fournisseurs de surfaces sous la forme d'une faible demande.

Fig. 21: Croissance globale de l'emploi selon les branches

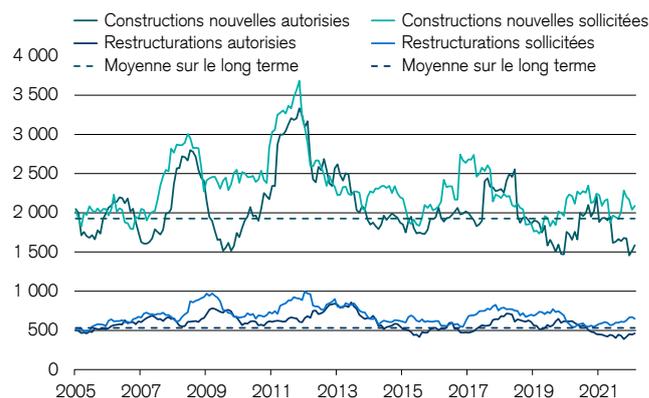
Variation annuelle du nombre d'employés en EPT, en %



Sources: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse. Dernières données: T4/2021

Fig. 22: Expansion prévue des surfaces de bureaux

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

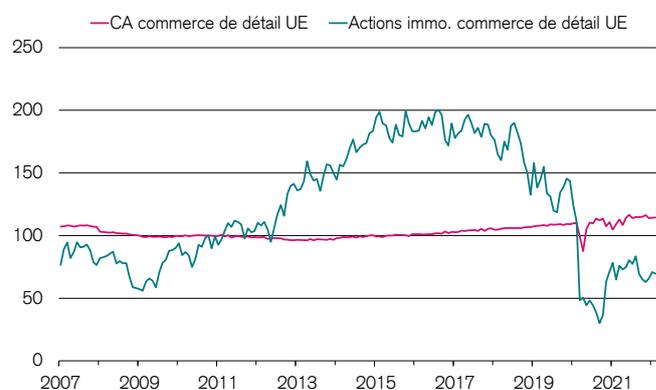


Sources: Baublatt, Credit Suisse.

Dernières données: 02/2022

Fig. 23: Actions immo. de détail et CA du comm. de détail

Rendement total des REIT de détail et des ventes au détail dans l'UE (indices : 10/2010=100)



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

Sources: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Dernières données: 28.02.2022

La hausse des taux change la donne

Après des années de taux ultra-bas et de prix de l'immobilier en forte hausse, le revirement sur les taux s'approche également en Suisse. Ce retournement devrait progressivement réduire les plus-values et remettre les revenus en ligne de mire.

Des rendements immobiliers élevés jusqu'à présent grâce aux plus-values

Les investisseurs suisses en immobilier ont connu plusieurs années florissantes et globalement bien supporté la crise du coronavirus. Seuls les hôtels ainsi que les surfaces commerciales et de bureaux ont subi certains revers lors de la première année de pandémie. Les rendements globaux des immeubles collectifs ont même encore progressé ces deux dernières années pour atteindre un taux moyen élevé de 7,6% (fig. 24) en 2021. Ils se basaient principalement dernièrement sur les plus-values. De 2002 à 2014, année d'instauration des taux négatifs par la BNS, les rendements directs ont représenté 78% rendement global des biens résidentiels, et depuis 2014 seulement 45%. En 2021, ils atteignaient un plancher de 3,0%.

L'inflation: un requiem pour TINA?

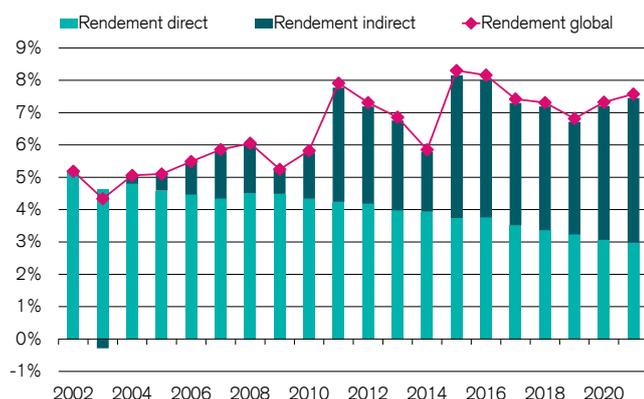
Les récentes plus-values reflètent les bonnes primes de rendement des biens, qui ont atteint au fil des ans 250 à 300 pb sur les emprunts suisses à 10 ans, voire 350 à 400 pour les investissements directs (fig. 25). On disait alors qu'il n'y avait pas d'alternative (TINA, There Is No Alternative). Mais ce dernier mois, la courbe des taux s'est fortement accentuée en raison de l'inflation et du tournant prochain de politique monétaire. Si les rendements des emprunts suisses en CHF à 10 ans étaient encore négatifs fin 2021, ils sont temporairement montés à plus de 1% en mai 2022. La prime de rendement a donc fortement évolué: elle atteint désormais encore 150 pb (fonds immobiliers) ou 250 pb (investissements directs). Avec le changement à venir sur les taux, les biens aux rendements nets inférieurs à 2,5% devraient perdre de leur attrait, car les emprunts d'État ou les obligations d'entreprise IG offrent de plus en plus une alternative.

La croissance des revenus revient en ligne de mire

Si la forte hausse des taux longs a entraîné des corrections directes pour les fonds immobiliers (cf. ci-dessous), nous n'attendons pas d'effondrement des rendements sur l'immobilier direct. Certes, les taux d'actualisation, déterminants pour la valorisation des immeubles de rendement, devraient rebondir en raison de la hausse des taux au plus tard l'année prochaine, mais ils sont particulièrement inertes (fig. 26). De plus, les valeurs immobilières, surtout des immeubles collectifs, seront soutenues par la reprise du marché des utilisateurs (cf. p. 14). Même lors de phases de hausses de taux modérées, les placements immobiliers ont pu générer des plus-values dans le passé (fig. 24). Néanmoins, les rendements globaux devraient clairement diminuer dans les années à venir, remettant l'accent sur les revenus courants.

Fig. 24: Fortes plus-values récentes sur les immeubles collectifs

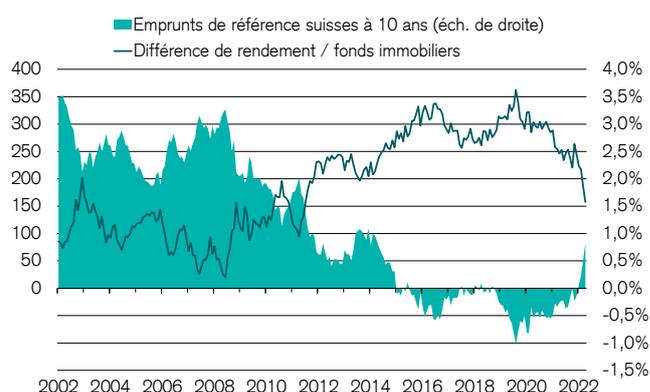
Composantes du rendement de l'immobilier résidentiel suisse



Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs
Sources: MSCI, Credit Suisse
Dernières données: 2021

Fig. 25: Prime de rendement des placements immobiliers en baisse

Rendements de distribution des fonds immobiliers contre emprunts d'État en CHF à 10 ans, en pb.



Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.
Sources: CIFI, Refinitiv Datastream, Credit Suisse
Dernières données: 04/2022

L'immobilier en tant que placement

Les «réserves» en repli dans les évaluations

Les taux ultra-bas ont entraîné ces dernières années une baisse continue des taux d'actualisation déterminants pour l'évaluation des immeubles. Pour les biens des fonds immobiliers cotés, ils atteignaient en 2021 encore 3,4% en moyenne. Mais ils n'ont pas autant baissé que le taux d'intérêt sans risque; ils incluent donc certaines «réserves latentes». Toutefois, le taux d'actualisation pourrait connaître une première augmentation en 2023. On dit souvent que plus le niveau de départ est bas, plus l'effet de la hausse est important. Ainsi, une augmentation d'un pp entier sur plusieurs années en partant de 3% conduirait, toutes choses étant égales par ailleurs, à une baisse de l'évaluation de 22% pour un immeuble de rendement résidentiel typique.

Qualités défensives des fonds immobiliers suisses cotés

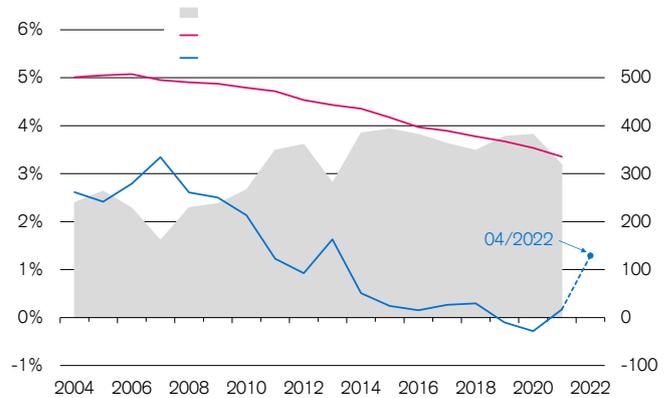
La hausse des taux longs et le faible moral des marchés pèsent depuis le début de l'année sur la performance des fonds immobiliers (-9,0%). Les actions suisses dans leur ensemble (-10,6%) et les titres immobiliers européens (-14,2%) ont encore plus dévissé. Les ventes dues aux plafonds d'investissement atteints en raison des fortes baisses des actions et des obligations ont probablement pesé sur les fonds immobiliers. Malgré les corrections de mai, les actions immobilières suisses ont clôturé dans le vert (+3,8%), grâce probablement au double effet de valeurs refuges: les investisseurs internationaux cherchent à la fois la sécurité du franc suisse et celle de l'immobilier.

Les taux élevés pèsent sur les agios des fonds immobiliers

La hausse des taux pèse aussi sur les primes des VNI (agios/primes) que les investisseurs en immobilier sont prêts à payer à la bourse. Pour les fonds immobiliers résidentiels, dont les agios avaient dépassé brièvement le seuil des 50% en 2021, ils se situaient encore à 36% fin avril 2022 et ils ont continué à chuter au cours du mois de mai. Les primes des fonds immobiliers commerciaux (18,6%) et en particulier des actions immobilières commerciales (20,4%) se sont montrées robustes en comparaison. Ces dernières offrent une meilleure protection contre l'inflation, en raison de baux souvent indexés, ce qui a contribué à leur stabilité.

Fig. 26: Taux d'actualisation

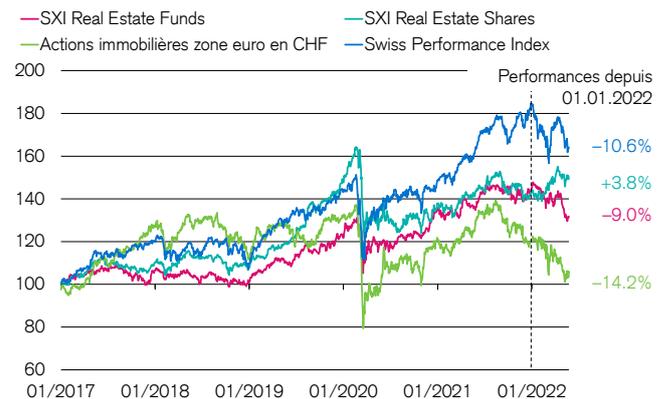
Taux d'actualisation moyen des fonds immo. suisses et taux



Sources: Rapports annuels des fonds immobiliers, Refinitiv Datastream, Credit Suisse
Dernières données: 04/2022

Fig. 27: Performance des placements immobiliers indirects

Performance totale; indice: janvier 2017 = 100

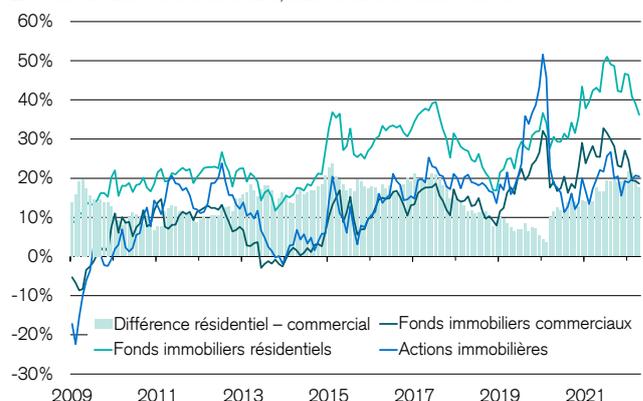


Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables pour les résultats futurs.

Sources: Refinitiv Datastream, Credit Suisse
Dernières données: 24.05.2022

Fig. 28: Agios/primes de fonds et d'actions immobilières

En % de la valeur nette d'inventaire, sans fonds immobiliers mixtes



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

Sources: Refinitiv Datastream, Credit Suisse
Dernières données: 04/2022

Information importante

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

Avertissement sur les risques

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

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

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

Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres. Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

Marchés émergents

Lorsque le présent rapport traite des marchés émergents, vous devez avoir conscience qu'il existe un certain nombre de risques et d'incertitudes inhérents aux investissements et transactions dans différents types de placements ou, relatifs ou liés, aux émetteurs et débiteurs constitués en société, implantés ou exerçant des activités commerciales sur les marchés des pays émergents. Les placements relatifs aux marchés des pays émergents peuvent être considérés comme des placements spéculatifs et leur cours seront bien plus volatils que le cours des placements concernant les marchés des pays les plus développés. Les investissements dans des placements relatifs aux marchés émergents sont destinés uniquement aux investisseurs avertis ou professionnels expérimentés qui connaissent les marchés en question, sont capables d'apprécier et de tenir compte des divers risques inhérents à ce type de placements et possèdent les ressources financières nécessaires pour supporter le risque substantiel de perte d'investissement inhérent à ce type de placements. Il vous incombe de gérer les risques liés à tout placement relatif aux marchés des pays émergents et l'affectation des actifs de votre portefeuille. Vous devriez demander l'avis de vos conseillers concernant les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

Placements alternatifs

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

stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé, y compris un risque de perte totale de l'investissement, et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. La performance de ces investissements dépend de facteurs imprévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les fortes influences de l'évolution future, en particulier des futures et des indices.

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

Private equity

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

Risques de taux d'intérêt de crédit

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

Département Investment Strategy

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

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

Clause de non-responsabilité générale/ Information importante

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

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une

localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

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

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL: Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé en termes de recherche, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques. **CONFIDENTIALITÉ DES DONNÉES:** vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité du Credit Suisse, accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Afin de

vous fournir du matériel marketing concernant nos produits et services, le Credit Suisse Group AG et ses filiales peuvent être amenés à traiter vos données personnelles de base (à savoir vos coordonnées telles que nom et adresse e-mail) à moins que vous nous informiez que vous ne souhaitez plus les recevoir. Vous pouvez à tout moment choisir de ne plus recevoir ces documents en informant votre conseiller.

Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Arabie saoudite:** Ce document est distribuée par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Selon les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. Selon les Réglementations relatives aux Fonds de Placement, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Réglementations relatives aux Fonds de Placement émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. **Afrique du Sud:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse AG, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority d'Afrique du Sud sous le numéro FSP 9788, et/ou par Credit Suisse (UK) Limited, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud sous le numéro FSP 48779.

(Entités distributrices)

Bahreïn: Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Switzerland, qui est dûment autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. La Central Bank of Bahrain n'a ni examiné, ni approuvé le présent document ni la commercialisation de tout véhicule de placement auquel il est fait mention aux présentes dans le Royaume de Bahreïn et n'est pas responsable de la performance d'un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Brésil:** ce rapport est distribué au Brésil par le Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ou ses sociétés affiliées. **Chili:** Le présent document est distribué par Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, une succursale de Credit Suisse AG (enregistrée dans le canton de Zurich), régulée par la Commission des Marchés Financiers chilienne, Ni l'émetteur ni les titres n'ont été enregistrés auprès de la Commission des Marchés Financiers chilienne (Comisión para el Mercado Financiero) selon la Loi no. 18.045, la Ley de Mercado de Valores, ainsi que les réglementations associées, et ne peuvent donc être proposés ou vendus publiquement au Chili. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire ou un achat de titres au sein de la République du Chili, à toute autre personne que les investisseurs identifiés individuellement dans le cadre d'une offre privée selon l'article 4 de la Ley de Mercado de Valores (une offre qui n'est pas «adressée au public en général ou à un certain secteur ou à un groupe spécifique du public»). **DIFC:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit

Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Émirats arabes unis. **Espagne:** Ce document est un document promotionnel et est fourni par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores à des fins d'information. Il s'adresse exclusivement à son destinataire pour une utilisation personnelle et, selon les réglementations actuelles en vigueur, ne peut en aucun cas être considéré comme une offre de titres, un conseil de placement personnel ou toute autre recommandation générale ou spécifique de produits ou de stratégies de placement ayant pour objectif toute opération de votre part. Le client sera considéré comme responsable, dans tous les cas, de ses décisions de placement ou de désengagement, et le client sera donc pleinement responsable pour les bénéfices ou pertes résultant des opérations que le client décide de réaliser sur la base des informations et opinions comprises dans le présent document. Le présent document n'est pas le résultat d'un travail d'analyse ou de recherche financière, n'est pas soumis aux réglementations actuelles applicables à la production et à la distribution de recherche financière, et son contenu ne prétend pas être conforme aux exigences juridiques en matière d'indépendance de la recherche financière. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), des autorités de surveillance françaises, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) française. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés de Credit Suisse AG sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie .Besant. Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Israël:** Si distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. en Israël: Le présent document est distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, y compris les services proposés en Israël, n'est pas soumis à la supervision du Superviseur des Banques de la Banque d'Israël, mais à celle de l'autorité de surveillance bancaire pertinente en Suisse. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. est un promoteur de placements titulaire d'une licence en Israël et ses activités de promotion de placements sont par conséquent soumises à la supervision de l'Autorité Boursière d'Israël. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et aux circulaires de la BCL ainsi qu'à la législation et aux réglementations de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Il est expressément entendu dans les présentes que les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques de perte de valeur et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies à la date d'une telle évaluation et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme expressément et irrévocablement pleinement comprendre et ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise.

(Entités distributrices)

Luxembourg: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au

Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexique:** Le présent document représente la vision de la personne qui fournit ses services à C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») et/ou Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») de sorte que C. Suisse Asesoría et Banco CS se réservent tous deux le droit de changer d'avis à tout moment sans assumer une quelconque responsabilité à cet égard. Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS avant d'effectuer un placement. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité pour les décisions de placement prises sur la base des informations contenues dans le présent document, car celles-ci peuvent ne pas tenir compte du contexte de la stratégie de placement et des objectifs des clients individuels. Les prospectus, les brochures, les règles de placement des fonds de placement, les rapports annuels ou les informations financières ou informations financières périodiques contiennent toutes les informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l'émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière sur laquelle ces titres sont cotés, ainsi qu'auprès de votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Les performances passées et les divers scénarios de marché existants ne garantissent pas les rendements présents ou futurs. Au cas où les informations contenues dans le présent document sont incomplètes ou non claires, veuillez contacter votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS dès que possible. Il est possible que le présent document subisse des modifications au-delà de la responsabilité de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Le présent document est distribué à des fins d'information uniquement et ne remplace pas les Rapports Opérationnels et/ou les Relevés de Compte que vous recevez de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS en ce qui concerne les Dispositions Générales applicables aux Institutions Financières et autres Entités Juridiques qui fournissent des Services de Placement émises par la Commission Bancaire et Boursière du Mexique («CNBV»). En raison de la nature du présent document, C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité quant aux informations qu'il contient. Nonobstant le fait que les informations ont été obtenues à partir de ou sur la base de sources considérées comme fiables par C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS, il n'existe aucune garantie quant au fait que ces informations sont exactes ou complètes. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document qui vous est envoyé. Il est recommandé aux investisseurs de s'assurer que les informations fournies correspondent à leurs circonstances personnelles et à leur profil d'investissement, en ce qui concerne toute situation juridique, réglementaire ou fiscale particulière, ou d'obtenir un conseil professionnel indépendant. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») mexicaine et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. ou de tout autre groupe financier au Mexique. Selon les dispositions de la LMV et des autres réglementations applicables, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec les entités qui constituent Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. **Pays-Bas:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlandsche Bank (DNB), et de l'autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et des autorités de surveillance portugaises, la Banque du Portugal (BdP), la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C. qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory

Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux contreparties éligibles ou clients commerciaux (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé.

(Entités distributrices)

Royaume-Uni: Ce document est distribué par Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited est un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Lorsque ce document est distribué au Royaume-Uni par une entité offshore non exemptée en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, les dispositions suivantes s'appliquent: dans la mesure où il est communiqué au Royaume-Uni («UK») ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une promotion financière approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, qui est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités de placement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Levazim Mahallesi, Koru Sokak n° 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas / Istanbul-Turquie.

Informations importantes pour le pays

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

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

APAC - AVIS IMPORTANT

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

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

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

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

document ainsi que toute perte directe, indirecte, fortuite, spécifique ou consécutive et/ou les dommages subis par le destinataire de ce document ou par toute autre personne du fait de l'utilisation ou de la confiance accordée aux informations contenues dans ce document. Ni le Credit Suisse ni ses sociétés affiliées (ou leurs responsables, agents, employés ou conseillers respectifs) ne fournissent de garantie et ne font de déclaration quant à l'exactitude, la fiabilité et/ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Les informations contenues dans ce document ont été fournies à titre de commentaire général du marché uniquement et ne constituent aucune forme de conseil financier, juridique, fiscal ou autre service réglementé. Les observations et opinions contenues dans ce document peuvent être différentes ou incompatibles avec les observations et opinions des analystes de Credit Suisse Research, d'autres divisions ou des positions exclusives du Credit Suisse. Le Credit Suisse n'a aucune obligation de mettre à jour, notifier ou fournir des informations supplémentaires à quiconque si le Credit Suisse a connaissance d'une information inexacte, incomplète ou modifiée dans le document. Dans la mesure où ce document contient des déclarations sur les performances futures, ces déclarations sont de nature prospective et sujettes à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

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

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

AVIS IMPORTANT SUPPLÉMENTAIRE RELATIF À L'ANNEXE

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

AVIS IMPORTANT SUPPLÉMENTAIRE RELATIF À L'ANNEXE

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

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

Pour connaître les informations à fournir sur les sociétés notées par Credit Suisse Investment Banking mentionnées dans ce rapport, veuillez consulter le site de divulgation de la division Investment Banking à l'adresse suivante:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour plus d'informations, y compris les divulgations concernant tout autre émetteur, veuillez consulter le site Credit Suisse Global Research Disclosure à l'adresse suivante:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

AUSTRALIE Ce document est distribué en Australie par Credit Suisse AG, succursale de Sydney, uniquement à des fins d'information et uniquement aux personnes qui sont des «clients grossistes» (au sens de l'article 761G(7) du Corporations Act). Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le présent document. En Australie, les entités du Credit Suisse Group autres que Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne sont pas des établissements de dépôt agréés au sens de la loi bancaire de 1959 (Cth.) et leurs obligations ne couvrent pas les dépôts ou autres engagements de Credit Suisse AG, succursale de Sydney. Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne garantit pas les obligations de ces entités du Credit Suisse ou des fonds. HONG KONG Ce document est distribué à Hong Kong par Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong, une institution autorisée réglementée par l'Autorité monétaire de Hong Kong et une institution enregistrée réglementée par la Securities and Futures Commission, et a été préparé conformément à l'article 16 du «Code de conduite pour les personnes agréées ou inscrites auprès de la Securities and Futures Commission». Le contenu de ce document n'a été examiné par aucune autorité de réglementation à Hong Kong. Il vous est conseillé de faire preuve de prudence par rapport à toute offre. Si vous avez le moindre doute sur le contenu de ce document, sollicitez un conseil professionnel indépendant. Personne ne peut avoir émis ou avoir en sa possession dans le but de le distribuer, que ce soit à Hong Kong ou ailleurs, une publicité, une invitation ou un document relatif à ce produit, qui est destiné à, ou dont le contenu est susceptible d'être consulté ou lu par, le public de Hong Kong (sauf si les lois sur les valeurs mobilières de Hong Kong le permettent) ailleurs que là où ce produit est ou doit être remis uniquement à des personnes en dehors de Hong Kong ou uniquement à des «investisseurs professionnels» tels que définis dans l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Chap. 571) de Hong Kong et les règles qui en découlent. SINGAPOUR: Ce document est distribué à Singapour par Credit Suisse AG, succursale de Singapour, qui est autorisée par l'Autorité monétaire de Singapour en vertu de la Loi bancaire (Chap. 19) à exercer des activités bancaires. Ce rapport a été préparé et publié pour distribution à Singapour aux investisseurs institutionnels, aux investisseurs accrédités et aux investisseurs experts (chacun tel que défini dans le Règlement sur les conseillers financiers («FAR»)) uniquement. Credit Suisse AG, succursale de Singapour, peut distribuer des rapports produits par ses entités ou sociétés affiliées étrangères conformément à un accord en vertu de la disposition 32C du FAR. Les destinataires singapouriens doivent contacter Credit Suisse AG, succursale de Singapour au + 65-6212-2000 pour les questions découlant de ce rapport ou en lien avec celui-ci. En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité ou d'investisseur expert, Credit Suisse AG, succursale de Singapour, est dispensé de se conformer à certaines exigences en vertu de la loi sur les conseillers financiers, Chapitre 110 de Singapour (la «FAA»), du FAR et des avis et directives pertinents publiés en vertu des présentes, concernant tout service de conseil financier que Credit Suisse AG, succursale de Singapour, peut vous fournir. Ces documents de référence incluent des exemptions suivantes:

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

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

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

(pour Credit Suisse AG, succursale de SG) ou csau.privacyofficer@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de Sydney).
(pour Credit Suisse AG, succursale de HK) ou PDPO.SGD@credit-suisse.com
(pour Credit Suisse AG, succursale de SG) ou csau.privacyofficer@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de Sydney).
L'ensemble du contenu de ce document est protégé par la loi sur les droits d'auteur (tous droits réservés). Ce document, en tout ou partie, ne peut être reproduit, transmis (électroniquement ou autrement), modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite préalable du Credit Suisse. © 2022, Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés affiliées. Tous droits réservés. Credit Suisse AG (Unique Entity Number à Singapour: S73FC2261L) est constitué en Suisse avec une responsabilité limitée.

22C014A_IS

Autres publications du Credit Suisse

Moniteur Suisse

2^e trimestre 2022

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

14 juin 2022

Indice suisse de la construction

2^e trimestre 2022

Publication trimestrielle, l'Indice suisse de la construction présente des informations actuelles sur la conjoncture dans la construction ainsi que des évaluations de l'évolution des chiffres d'affaires dans le secteur.

30 mai 2022

Moniteur immobilier

3^e trimestre 2022

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

29 septembre 2022

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



CREDIT SUISSE AG

Investment Solutions & Sustainability

Case postale

CH-8070 Zurich

credit-suisse.com