

Poursuite de la détente sur le marché du logement

Industrie de la construction
**Le zénith a aussi
été dépassé dans
l'emploi**

Page 5

Surfaces de bureaux
**Les surfaces de
bureaux vacantes,
entre ombre et
lumière**

Page 11

Placements immobiliers indirects
**Fonds immobiliers
suisses aux qualités
défensives**

Page 13

Impressum

Editeur

Loris Centola
Global Head of PB Research
Tél. +41 44 333 57 89
E-Mail: loris.centola@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate & Regional Research
Tél. +41 44 333 89 17
E-Mail: fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Contact

Tél. +41 44 333 33 99
E-mail: immobilien.economicresearch@credit-suisse.com

Clôture de rédaction

23 septembre 2015

Série de publication

Swiss Issues Immobilier

Visitez notre site Internet

www.credit-suisse.com/immobilier

Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.
Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG et/ou
sociétés liées. Tous droits réservés.

Auteurs

Stephan Boppart
Denise Fries
Fabian Hürzeler
Philippe Kaufmann
Thomas Rieder
Dr. Fabian Waltert

Editorial

Chère lectrice, cher lecteur,

Alors que la volatilité s'est soudain emballée sur les marchés financiers, le marché immobilier suisse connaît une évolution peu spectaculaire dans le cadre attendu. En raison des taux négatifs et de la pression accrue sur les placements, les prix de l'immobilier ont pu se maintenir, voire encore augmenter, bien que leur époque dorée soit révolue sur les marchés locatifs. Ce constat s'applique même au marché des immeubles commerciaux, encore peu confronté à des reculs de prix en dépit des tendances clairement à la baisse des prix des loyers. Et à bien y regarder, les nouvelles d'une activité de construction en berne révèlent davantage une consolidation à un niveau élevé qu'un repli (page 5). La construction de logements locatifs, qui ne connaît aucun recul, est le premier soutien en la matière. Une activité plus intense de développement de la part des investisseurs institutionnels et la tendance continue favorisant la construction de logements locatifs au détriment de celle de logements en propriété sont le gage d'une production toujours soutenue d'appartements locatifs. Celle-ci explique d'ailleurs aussi la nouvelle hausse sur laquelle nous tablons en matière de logements locatifs vacants. La hausse du taux de vacance à 1.19%, essentiellement à mettre au crédit des logements locatifs, reflète la lente progression du déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché de la location (page 7).

Relativisons par ailleurs une fois de plus les critiques parfois enflammées dont font l'objet les méthodes de collecte des données et la dépendance au jour de référence des données sur les surfaces vacantes. En réalité, ces données ne sont pas aussi mauvaises. De fait, quiconque travaille avec elles sait que moins que les niveaux, ce sont les évolutions des taux de vacances dans le temps qui permettent de dresser un tableau très fiable des situations au niveau local. Pour révéler toute leur pertinence, les chiffres sur les surfaces vacantes doivent être pris en compte en combinaison avec d'autres indications sur les chiffres de l'offre, les durées d'insertion et les observations de l'évolution des prix (page 6). En règle générale, cette affirmation vaut également pour l'évaluation d'un éventuel danger de bulle sur le marché des logements en propriété. Dans ce cas de figure, il s'agit là aussi d'intégrer toute une palette d'indicateurs et de ne pas se limiter à une analyse de l'évolution des prix. Ainsi, le recul de l'activité de la construction dans les logements en propriété et les maisons individuelles contre-carre quelque peu le risque de baisses futures des prix. Celles-ci sont surtout apparues en Suisse et à l'étranger lorsque des offres excédentaires importantes s'accompagnaient d'évolutions exagérées des prix. Aucun de ces deux paramètres ne s'observe actuellement. Sans exception, les indices des prix de transaction signalent un tassement continu de la croissance des prix. S'agissant enfin des logements en propriété qui ont reçu une autorisation de construire en l'espace d'un an, leur nombre correspond actuellement à la moitié de celui de l'automne 2007 (page 9). A la lumière des évaluations élevées, ce constat ne suffit certes pas pour lever l'alerte mais plaide néanmoins en faveur d'une appréciation placée un peu plus sous le signe de la sérénité.

Au nom des auteurs, je vous souhaite une lecture intéressante, propre à vous inspirer.

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate & Regional Research

Sommaire

- Industrie de la construction: le zénith a aussi été dépassé dans l'emploi** **5**
 Au deuxième semestre 2014, la construction a vécu une consolidation à un niveau élevé. La progression plus morose des chiffres d'affaires se retrouve également dans une évolution négative de l'emploi. Ce phénomène devrait se poursuivre sur le reste de l'année.
- Marché du logement: prudence à l'heure d'interpréter les surfaces vacantes et l'offre** **6**
 Les chiffres de l'offre et des logements vacants sont deux indicateurs importants de l'analyse du marché immobilier. Tous deux permettent en effet de tirer des conclusions sur la situation de la demande et de l'offre. Pour dépeindre une image probante, ils doivent être combinés et interprétés avec discernement.
- Marché du logement: poursuite de la détente sur le marché du logement** **7**
 En 2015, les surfaces vacantes ont à nouveau significativement progressé. Si, avec 1.19%, le taux de vacance n'est pas problématique au niveau suisse, l'évolution ainsi que l'analyse locale et par segment mettent en évidence des inégalités toujours plus visibles.
- Logements en propriété** **8**
- Logements locatifs: les loyers augmentent moins rapidement** **9**
 Sur le marché locatif, la croissance des prix s'effrite progressivement en raison du boom continu dans la construction de logements locatifs. L'immigration toujours soutenue empêche l'apparition de déséquilibres plus prononcés.
- Surfaces de bureaux: les surfaces de bureaux vacantes, entre ombre et lumière** **11**
 Zurich, Lausanne et Bâle affichent un recul de leurs surfaces de bureaux vacantes. Aucun inversement de tendance n'est encore en vue, mais les surfaces vacantes tendent globalement à se déplacer vers la périphérie. A Berne et à Genève, l'offre excédentaire ne se manifeste que depuis peu dans les surfaces vacantes.
- Immobilier commercial** **12**
- Placements immobiliers indirects: fonds immobiliers suisses aux qualités défensives** **13**
 En comparaison internationale, les fonds immobiliers suisses se sont avérés une fois de plus des engagements défensifs. En temps normal, des investissements de ce genre disposent d'un potentiel de hausse moins significatif, mais sont en contrepartie moins affectés par les turbulences sur les bourses internationales, telles celles observées en août 2015.

Industrie de la construction

Le zénith a aussi été dépassé dans l'emploi

Au deuxième semestre 2014, la construction a vécu une consolidation à un niveau élevé. La progression plus morose des chiffres d'affaires se retrouve également dans une évolution négative de l'emploi. Ce phénomène devrait se poursuivre sur le reste de l'année.

La consolidation de la conjoncture dans la construction ...

Dans la construction, la conjoncture est actuellement en pleine consolidation: l'indice de la construction, qui établit des pronostics sur les chiffres d'affaires dans le secteur principal de la construction (bâtiment et génie civil), se situe au troisième trimestre 2015 10.2% en deçà de la valeur du trimestre correspondant de l'année précédente (cf. figure 1). Ce repli est principalement à imputer au recul de la construction de logements dans les régions touristiques du fait de la loi sur les résidences secondaires, à une demande un peu en berne pour les logements en propriété, aux offres excédentaires dans les surfaces commerciales et à la fin de plusieurs grands projets synonymes de chiffres d'affaires importants dans le génie civil.

... se répercute également dans l'évolution de l'emploi

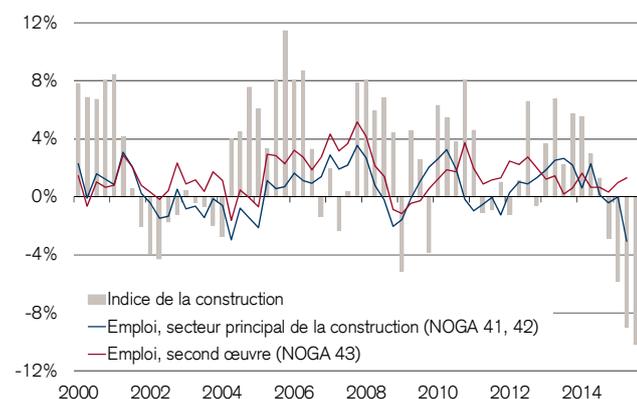
En comparaison historique, les chiffres d'affaires du secteur principal de la construction restent bons (premier semestre 2015: -6.8% par rapport à 2014, une année record), une phase de plusieurs années de hausse des chiffres d'affaires ayant précédé la récente correction. Cela étant, la correction de la conjoncture dans la construction touche désormais aussi l'emploi: pour preuve, au deuxième trimestre 2015, le nombre de personnes employées dans la construction était de 3.0% inférieur à celui du trimestre correspondant de l'année précédente. Il s'agit là de la plus forte correction depuis 2004. L'emploi a mieux figuré dans le second œuvre (deuxième trimestre 2015: +1.3%). Comme celui-ci perçoit systématiquement les dégradations des carnets de commandes dans le secteur principal de la construction avec quelques trimestres de retard, la dynamique devrait donc aussi se gripper dans les trimestres à venir.

Les régions touristiques les plus touchées

L'importance relative de la construction diffère sensiblement suivant les régions (cf. figure 2). Si la branche joue un rôle plutôt marginal dans une grande partie des régions des centres et voisines (part de l'emploi de max. 2%), elle représente parfois jusqu'à plus de 10% du total de l'emploi dans les zones rurales et touristiques. Ces dernières ont particulièrement souffert de la récente correction: à la dépendance supérieure à la moyenne du secteur principal de la construction s'ajoute un recul marqué des chiffres d'affaires suite à l'initiative sur les résidences secondaires. Les restructurations au sein de la branche ne sont sans doute pas terminées dans ces régions. Les autorisations de construire des derniers mois indiquent toutefois une stabilisation de la situation.

Fig. 1: Conjoncture et emploi dans la construction

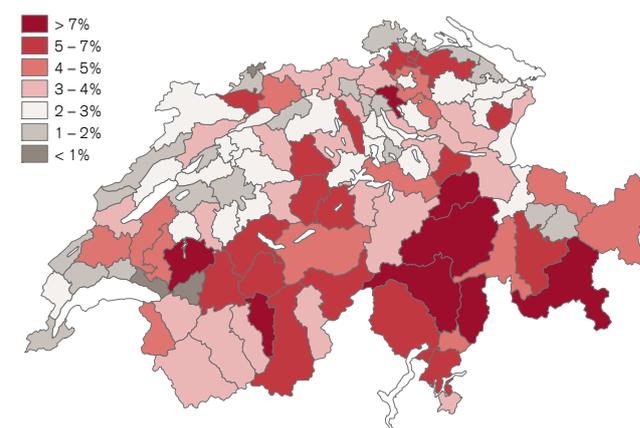
Indice de la construction et emploi (EPT) en comparaison annuelle



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Société suisse des entrepreneurs

Fig. 2: Dépendance de l'emploi par rapport à la construction

Part de l'emploi (EPT) dans le secteur principal de la construction par rapport au total de l'emploi dans les régions, 2013



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat

Marché du logement

Prudence à l'heure d'interpréter les surfaces vacantes et l'offre

Les chiffres de l'offre et des logements vacants sont deux indicateurs importants de l'analyse du marché immobilier. Tous deux permettent en effet de tirer des conclusions sur la situation de la demande et de l'offre. Pour dépeindre une image probante, ils doivent être combinés et interprétés avec discernement.

Pénurie du logement et déménagements fréquents: deux phénomènes compatibles?

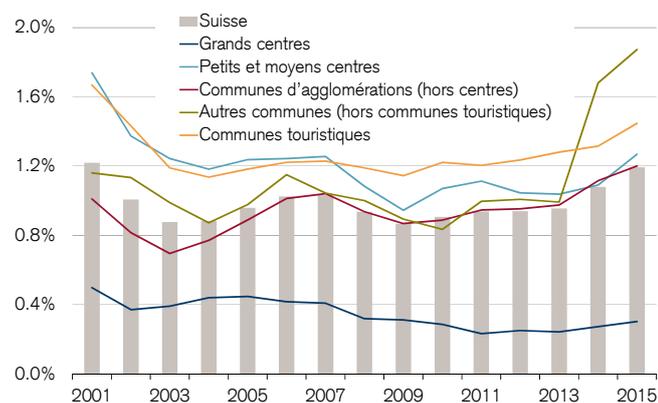
Les récents chiffres de vacance font état d'une poursuite de la détente sur le marché du logement. Si les surfaces vacantes ont augmenté dans la plupart des centres, les disparités ville-campagne demeurent (cf. figure 3). Dans les centres, où les logements vacants ont atteint des plateaux record, une certaine confusion règne autour des chiffres sur les surfaces vacantes et l'offre. De fait, malgré peu de surfaces vacantes et une situation du logement tendue, l'offre est conséquente. Un phénomène imputable à des déménagements fréquents. A Zurich, les surfaces vacantes stagnaient à 0.2% en 2015, et le taux de l'offre ces derniers trimestres était de l'ordre de 2.1% (cf. figure 4). C'est la différence de concept qui explique ces chiffres: alors que ceux des surfaces vacantes reflètent les logements vacants au 1^{er} juin, les chiffres de l'offre renvoient aux logements annoncés sur Internet. Un exemple pour illustrer notre propos: si des logements annoncés sur une plate-forme Internet changent immédiatement de locataire sans interruption entre deux contrats de bail, ces logements apparaissent dans les chiffres de l'offre, mais pas dans ceux des surfaces vacantes, puisqu'ils n'ont à aucun moment été inoccupés.

La prudence est de mise lors de l'interprétation

Les chiffres de surfaces vacantes font fréquemment l'objet de critiques de par leur méthode et leur période de collecte (une fois par an). Concrètement, il n'existe aucune méthode homogène de collecte entre toutes les communes. Au niveau communal, la prudence est donc de mise lors de l'interprétation. Cependant, lorsque de plus grandes communes ou d'aggrégations régionales sont concernées, la pertinence augmente. L'évolution dans le temps des chiffres de surfaces vacantes, en particulier, est très significative. Cependant, les chiffres de l'offre ont eux aussi leur part d'ombre, car leur niveau permet en premier lieu de tirer des conclusions sur la fréquence des déménagements et la situation de l'offre, mais moins sur la pénurie. La publication en parallèle de nombreux immeubles sur plusieurs plates-formes rend en outre nécessaire un nettoyage complexe des données. De plus, leur pertinence en termes de capacité d'absorption sur le segment des nouveaux logements est limitée, dans la mesure où les nouveaux logements ne sont souvent que sommairement annoncés. Les chiffres sur les surfaces vacantes et sur l'offre ont leur raison d'être et sont essentiels pour une analyse exhaustive du marché immobilier. Toutefois, comme les deux indicateurs ont également leurs faiblesses, leur interprétation doit s'accompagner d'une bonne dose de discernement.

Fig. 3: Surfaces vacantes par type de commune

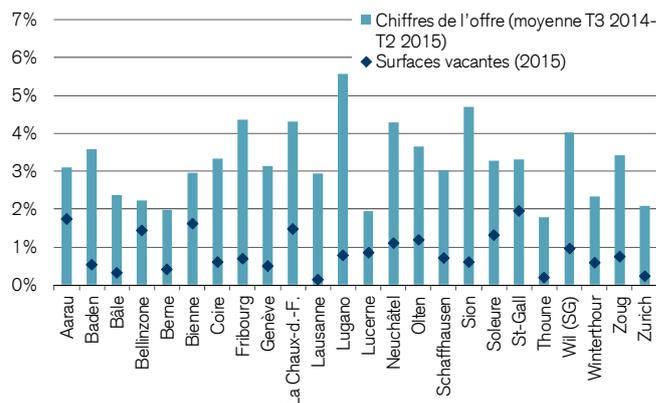
En % du parc de logements, au 1^{er} juin



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 4: Chiffres relatifs aux surfaces vacantes et à l'offre

En % du parc de logements; surfaces vacantes: au 1^{er} juin



Source: Office fédéral de la statistique, Meta-Sys AG, Credit Suisse

Marché du logement

Poursuite de la détente sur le marché du logement

En 2015, les surfaces vacantes ont à nouveau significativement progressé. Si, avec 1.19%, le taux de vacance n'est pas problématique au niveau suisse, l'évolution ainsi que l'analyse locale et par segment mettent en évidence des inégalités toujours plus visibles.

2015: augmentation perceptible des surfaces vacantes

Au 1^{er} juin 2015, 51'172 logements étaient disponibles en Suisse. Avec une augmentation de 5424 logements, les surfaces vacantes ont nettement gagné du terrain pour la deuxième fois de suite. Le taux de vacance a progressé à 1.19% (cf. figure 5). Il faut remonter à 2001 pour trouver un pourcentage plus élevé. Un écart est ainsi apparu entre offre et demande. Les chiffres de l'offre confirment ce constat. Le nombre croissant des logements annoncés souligne les difficultés toujours plus marquées de commercialisation sur les segments du logement locatif et de la propriété.

Hausse particulièrement marquée sur le segment du logement locatif

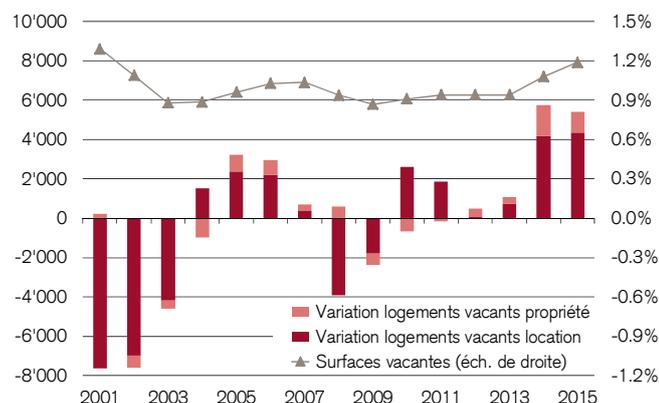
Une bonne partie de l'augmentation concerne le logement locatif (cf. figure 5). Avec 4361 logements en location disponibles supplémentaires, la progression sur ce segment est encore plus soutenue que l'an dernier. Deux facteurs expliquent cette hausse: la production extraordinairement élevée de logements locatifs ces derniers trimestres et une dynamique de la demande un peu en retrait. Le segment du logement locatif évolue inéluctablement, mais peu rapidement, en direction d'une offre excédentaire. En raison de la pénurie de placements persistante, les investisseurs devraient continuer à investir vigoureusement sur le marché du logement locatif, de sorte que la tendance ne devrait pas s'inverser en 2016. Sur le segment de la propriété du logement, les surfaces vacantes ont encore progressé de 1063 unités. Comme l'offre a réagi au repli de la demande en logements en propriété et que le nombre d'objets en propriété prévus est en recul, la progression des surfaces vacantes dans les logements en propriété s'est un peu essoufflée.

Plus de deux tiers des régions affichent une hausse des surfaces vacantes

Dans plus de deux tiers des 110 régions économiques, les surfaces vacantes ont augmenté ces douze derniers mois. La tendance à la détente est donc largement soutenue (cf. figure 6). Une exception, les grandes agglomérations, où les surfaces vacantes n'ont que peu augmenté. En dehors des grands centres, les réserves en surfaces constructibles sont plus élevées. La construction de logements locatifs y a donc été très intense, ce qui a fait encore augmenter les surfaces vacantes, déjà à un niveau élevé. Les régions concernées sont le centre et l'ouest du Mittelland ainsi que certaines zones de Suisse centrale et du Valais.

Fig. 5: Evolution des logements vacants en Suisse

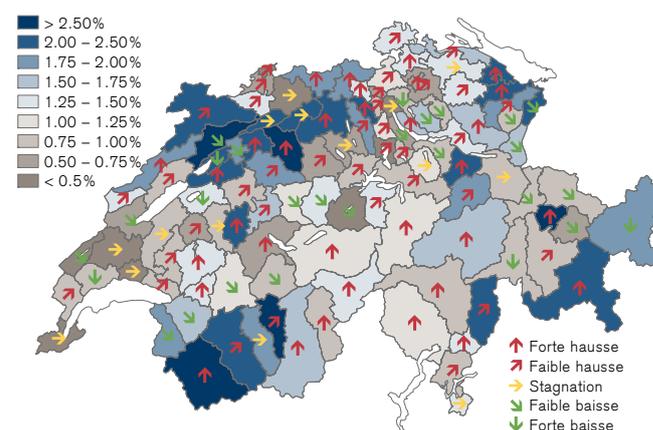
Taux de vacance (éch. de droite), variation des logements vacants (éch. de gauche)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Fig. 6: Taux de vacance régionaux 2015

Taux de vacance 2015, flèches: évolution par rapport à l'année précédente



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, Geostat

Logements en propriété

Volatilité accrue des taux des Hypothèques fix – globalement légère tendance à la hausse

Dans les douze mois à venir, la Banque nationale suisse devrait maintenir la marge de fluctuation de ses taux directeurs entre -1.25% et -0.25% . Les taux d'intérêt des Hypothèques flex roll-over devraient par conséquent rester à leurs plus bas actuels. Pour les taux d'intérêt d'Hypothèques fix avec des durées moyennes et longues, il faut tabler sur les douze mois à venir sur une légère hausse des intérêts de 15 à 60 pb, à la lumière de la reprise graduelle de la conjoncture en Europe et des futures hausses des taux dans le monde anglo-saxon. A l'instar de ces derniers mois, les incertitudes ambiantes devraient se traduire par une évolution toujours volatile.

Recul de l'activité de construction de logements en propriété

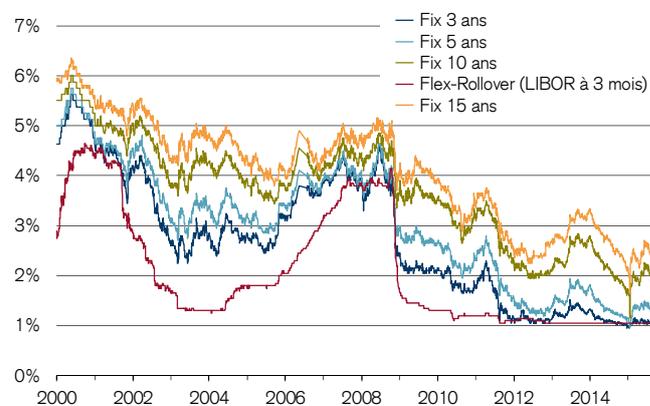
Durant les trimestres à venir, l'activité de construction dans le secteur de la propriété du logement va continuer à céder du terrain. Ces douze derniers mois, 22'761 autorisations ont été délivrées en Suisse pour des logements en propriété et maisons individuelles, soit 11% de moins qu'il y a un an. Le recul le plus marqué (22%) a été enregistré dans les régions à prix élevés autour du Lac Léman, du Lac de Zurich et du Lac de Zoug. Les chiffres sont également en recul dans les centres en marge des points chauds et des régions de croissance proches des centres (-20.8%) ainsi que dans le reste du Mittelland et du Jura (-3.7%). En revanche, dans les régions de montagne, la planification de logements est repartie à la hausse ($+12.9\%$), à un niveau toutefois nettement en deçà des chiffres d'avant l'initiative sur les résidences secondaires.

Le refroidissement toujours d'actualité

Le ralentissement de l'évolution des prix des logements en propriété à usage propre s'est poursuivi au deuxième trimestre, après avoir marqué le pas en début d'année. Dans toutes les régions à prix élevés, un recul des prix de 0.4% a même été enregistré par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Ce constat vaut essentiellement pour les régions situées le long du Lac Léman. En dehors de ces régions à prix élevés, la croissance est plus soutenue, mais s'inscrit néanmoins en retrait. Ces taux de croissance timides s'expliquent par le niveau des prix élevé à bien des endroits et les mesures réglementaires introduites jusqu'ici, lesquelles atténuent la demande et contrecarrent les impacts positifs de l'environnement de taux bas.

Evolution des taux d'intérêt hypothécaires

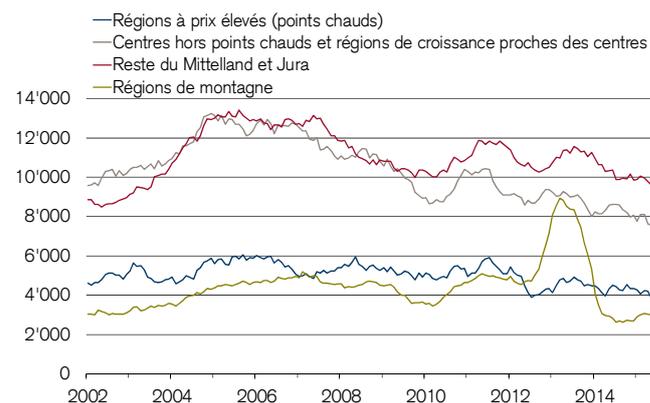
Taux lors de la conclusion, en %



Source: Credit Suisse

Autorisations de construire pour logements en propriété

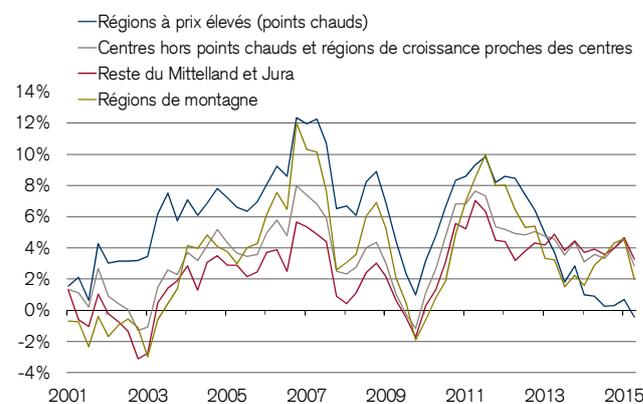
Somme mobile sur 12 mois, en unités d'habitation



Source: Baublatt, Credit Suisse

Croissance des prix dans la propriété du logement

Composants locaux (appartements en propriété et maisons familiales), taux de croissance annuels en %



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

Logements locatifs

Les loyers augmentent moins rapidement

Sur le marché locatif, la croissance des prix s'effrite progressivement en raison du boom continu dans la construction de logements locatifs. L'immigration toujours soutenue empêche l'apparition de déséquilibres plus prononcés.

Le ralentissement progressif de la croissance des loyers...

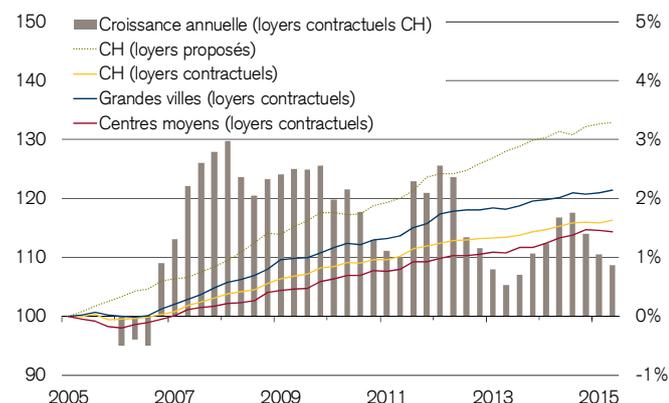
Ces huit dernières années, à quelques exceptions près, la croissance des loyers à l'aune des baux à loyer conclus a oscillé entre 1% et 3%. Après une montée en puissance passagère de la dynamique des prix en 2014, la croissance annuelle des loyers contractuels au deuxième trimestre 2015 s'est établie avec 0.9% en deçà de cette fourchette (cf. figure 7). La détente graduelle sur le marché locatif semble donc laisser progressivement des traces sur l'évolution des prix. Pour les loyers proposés, la croissance atteignait encore 1.1% – la valeur la plus faible depuis la fin 2010. A l'aune des loyers contractuels, une convergence de l'évolution des prix des loyers s'observe. De fait, depuis 2013, les loyers déjà élevés dans les centres ont cessé d'évoluer de manière plus marquée que dans le reste de la Suisse.

...devrait se poursuivre dans les trimestres à venir

La raison du recul de la croissance des loyers dans les nouveaux contrats est essentiellement à chercher du côté de l'offre. Par rapport aux maisons individuelles et aux logements en propriété, la construction de logements locatifs ne montre aucun signe d'essoufflement. Depuis deux ans, le nombre d'autorisations de construire est d'environ 25'000 logements locatifs, soit plus de la moitié de tous les logements prévus actuellement (cf. figure 8). Le déplacement du poids de l'activité de la construction vers les immeubles locatifs a sans cesse augmenté le nombre de nouveaux logements locatifs construits. Une production au moins constante de nouveaux logements est ainsi confrontée à une demande un peu plus atone. De plus, l'évolution des demandes de permis de construire indique plutôt une poursuite de la hausse qu'un recul. Sur les douze derniers mois, plus de 29'000 unités de logement ont fait l'objet d'une demande, une valeur inédite depuis septembre 2012. Si, à l'époque, les inquiétudes sur l'avenir que suscitait l'initiative sur les résidences secondaires avaient été déterminantes dans les régions touristiques, la bonne santé des études de projets de logements locatifs s'explique aujourd'hui surtout par l'environnement de taux négatifs et la pénurie de placements en découlant. Comme l'immigration ne s'essouffle que marginalement (cf. page suivante), les inégalités restent pour l'heure limitées, ce qui soutient en partie la croissance des prix. A moyen terme, nous tablons cependant sur un recul net de l'immigration. Les surfaces vacantes devraient alors continuer à augmenter et plomber la pression haussière sur les loyers.

Fig. 7: Evolution des prix de la location (corrégés de la qualité)

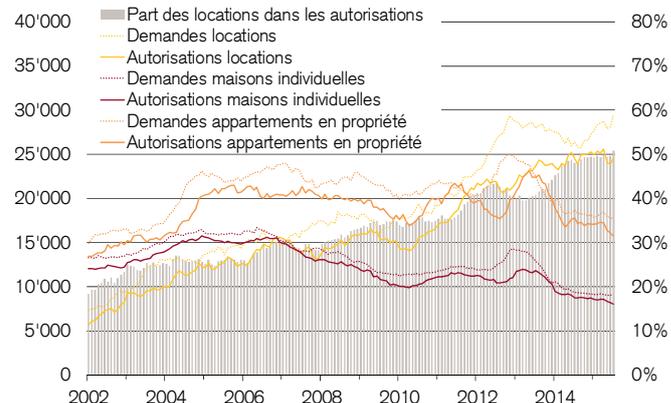
Indice: 1^{er} trimestre 2005 = 100 (éch. de gauche), taux de croissance annuel en % (éch. de droite)



Source: Wüest & Partner

Fig. 8: Autorisations et demandes de permis de construire (nouvelles constructions)

En unités de logement, somme mobile sur douze mois (éch. de gauche) et part de logements locatifs dans le total des logements autorisés (éch. de droite)



Source: Baublatt, Credit Suisse

Logements locatifs

L'emploi soutient l'immigration

Pour l'heure, l'appréciation du franc suisse ne s'est guère répercutée sur l'emploi. Le solde migratoire de la population résidente étrangère, qui n'a que peu faibli, est de ce fait tout aussi robuste. Fin juin, la somme mobile sur douze mois était encore de plus de 81'000 personnes. Devant le regroupement familial, qui représente environ 30% des motifs de l'immigration, l'emploi vaut pour la moitié des arrivées. La situation sur le marché du travail, qui n'a jusqu'ici pas foncièrement été troublée en dépit de l'environnement économique difficile, s'impose donc comme un pilier important de l'immigration.

Déplacement continu de la provenance des immigrants

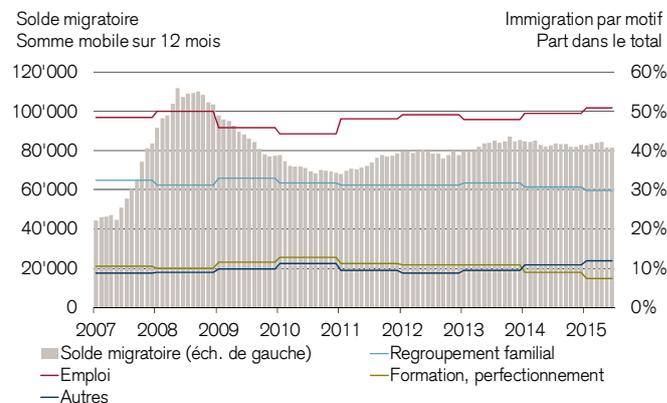
L'importance de l'emploi pour l'immigration se retrouve également dans la composition de l'immigration par pays d'origine. Dans le solde migratoire total, la part de l'immigration en provenance d'Allemagne, où le marché du travail a retrouvé des couleurs depuis des années, perd en importance d'année en année. En recul depuis 2013, la part d'immigration en provenance d'Espagne et du Portugal reflète elle aussi l'évolution des taux de chômage de ces pays, qui ont dépassé leur zénith en 2013. En revanche, la situation sur le marché du travail dans des pays comme l'Italie et la France ne s'améliore guère, ce qui se traduit par une progression ininterrompue depuis des années du taux d'immigration en provenance de ces deux pays.

Activité de planification soutenue en dehors des centres

Si la planification de la propriété du logement est en recul, la construction de logements locatifs se maintient à un niveau élevé. Ces douze derniers mois, quelque 25'000 logements locatifs ont fait l'objet d'une autorisation de construire à travers la Suisse. Un chiffre 35% supérieur à la moyenne sur dix ans. La planification de logements locatifs est particulièrement dynamique dans plusieurs régions du Mittelland qui ne font pas partie des régions centrales, le long de l'Arc jurassien et dans certaines parties du Valais. Au total, dans 26 des 110 régions, la moyenne de logements locatifs planifiés d'août 2005 a été plus que doublée. En revanche, moins de logements locatifs sont en projet dans de vastes zones de la Suisse romande, dans l'Oberland bernois et dans certaines parties du Tessin et des Grisons.

Immigration et motif de l'immigration

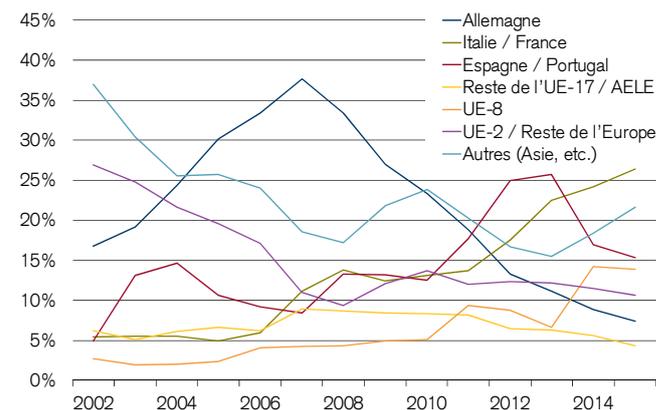
Solde migratoire de la population résidente étrangère permanente; motif de l'immigration, part dans le total (2015: janvier-juin)



Source: Secrétariat d'Etat aux migrations, Credit Suisse

Immigration nette par pays d'origine

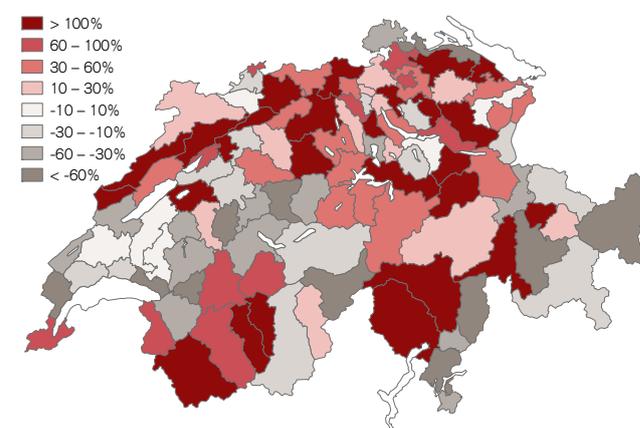
Population résidente étrangère permanente; part dans le total (2015: janv.-juin)



Source: Secrétariat d'Etat aux migrations, Credit Suisse

Planification régionale pour logements locatifs

Unités de logement avec autorisation de construire (loyer) des douze derniers mois, écart en % par rapport à la moyenne sur dix ans



Source: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Surfaces de bureaux

Les surfaces de bureaux vacantes, entre ombre et lumière

Zurich, Lausanne et Bâle affichent un recul de leurs surfaces de bureaux vacantes. Aucun inversement de tendance n'est encore en vue, mais les surfaces vacantes tendent globalement à se déplacer vers la périphérie. A Berne et à Genève, l'offre excédentaire ne se manifeste que depuis peu dans les surfaces vacantes.

Offre excédentaire et perspectives timorées dans l'emploi rebutent les investisseurs

Les emplacements chers du centre de Zurich trouvent à nouveau preneur

Surfaces vacantes en hausse de 129% en ville de Berne et de 162% dans le canton de Genève

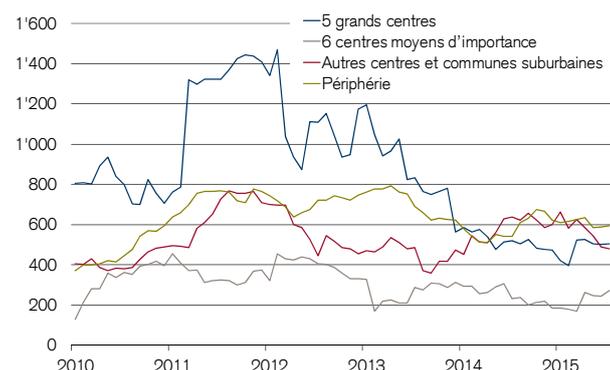
Les taux bas stimulent toujours les mouvements de trésorerie dans les placements immobiliers. Pour l'heure, le segment des logements locatifs est l'objectif principal des investissements directs. Les importants volumes d'investissement dans des surfaces de bureau de ces dernières années se sont traduits par une offre excédentaire perceptible, notamment dans les grands centres. Vu l'évolution poussive de la conjoncture, les motifs incitant à investir dans ce segment sont désormais peu nombreux. Avec un volume de CHF 1850 mio., l'expansion des surfaces de bureau attendue est donc un peu inférieure à la moyenne à long terme (CHF 2 mrd). Dans les grands centres, en particulier, le volume d'investissement autorisé demeure en deçà de la moyenne historique de CHF 800 mio. (cf. figure 9) depuis fin 2013.

Bon présage, les surfaces de bureau vacantes de différentes régions de Suisse n'ont plus augmenté ou ont même diminué en un an. Dans le canton de Bâle-Ville par exemple, les surfaces vacantes ont ainsi perdu 19% en un an pour s'établir à 61'000 m². En ville de Zurich, la progression a pu au moins être endiguée. Dans le Central Business District (CBD), les surfaces vacantes ont même reculé de 16% (cf. figure 10). De ce fait, la situation délicate sur les emplacements chers du centre de Zurich commence quelque peu à se détendre. Les entreprises spécialisées dans le conseil aux entreprises et le conseil juridique, notamment, en profitent pour occuper de plus grandes surfaces au centre-ville. Les surfaces de bureau annoncées confirment le recul de l'offre à Zurich. Elles font néanmoins aussi état d'un réel accroissement de l'offre dans la région voisine du Glattal. Les surfaces vacantes tendent à se concentrer de plus en plus en marge des grandes villes. Dans la région de Lausanne, ces surfaces ont cédé 30%, sans pour autant diminuer dans l'ensemble du canton.

Ailleurs, l'activité soutenue de ces dernières années dans la construction commence véritablement à se faire sentir dans les surfaces vacantes. La situation s'est ainsi significativement dégradée à Berne et Genève. Pour preuve, les surfaces de bureaux vacantes ont plus que doublé à Berne et presque triplé à Genève en l'espace d'un an. Dans la capitale, l'augmentation significative des surfaces de bureau dans le Wankdorf finit par se répercuter dans les surfaces vacantes d'autres quartiers. En revanche, à Genève, c'est plutôt la demande très faible qui a compliqué l'écoulement des surfaces de bureaux. Et par conséquent, les surfaces vacantes ont pris l'ascenseur.

Fig. 9: Surfaces planifiées des surfaces de bureau

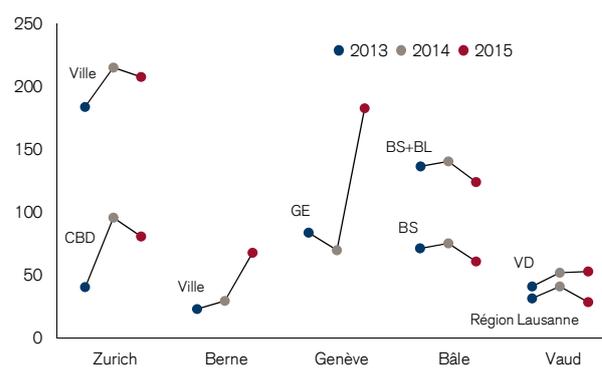
Autorisations nouvelles, mio. CHF, somme mobile sur 12 mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

Fig. 10: Surfaces de bureau vacantes

Surfaces de bureau vacantes au 1er juin, en milliers de m²



Source: divers offices de statistique

Immobilier commercial

Surfaces de bureaux: la croissance de l'emploi toujours à un niveau peu élevé

La croissance économique plus sombre en Suisse se répercute sur l'évolution de l'emploi dans les branches de bureau classiques. Au deuxième trimestre 2015, l'emploi avait encore progressé de tout juste 1%. Au deuxième semestre, la croissance de l'emploi dans les branches de bureau devrait rester à un bas niveau. Le nombre de postes à pourvoir et de chômeurs inscrits dans les branches de bureau classiques stagne, tandis que la conjoncture ainsi que la situation sur le marché du travail se sont globalement obscurcies dans le pays. La demande en surfaces de bureau devrait rester timide. Elle sera globalement positive, mais trop faible pour espérer réduire sensiblement l'offre excédentaire en présence.

Surfaces de bureaux: consolidation progressive des prix des loyers

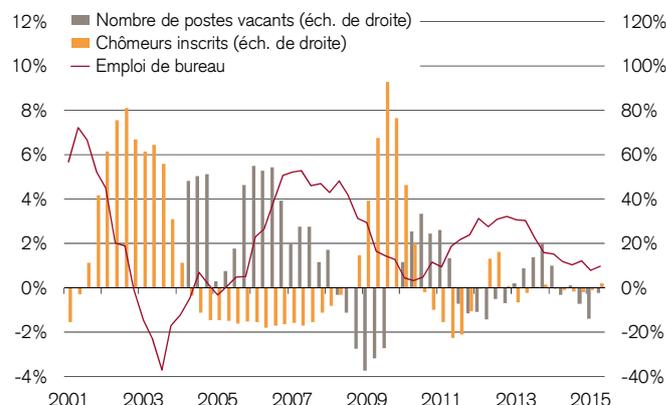
La demande stagnante en surfaces de bureau, qui doit composer avec une augmentation simultanée de la production de surfaces, se retrouve depuis la fin 2012 dans un recul de l'évolution des loyers. A Zurich, où la progression des surfaces a été particulièrement significative, les loyers de bureaux ont perdu 8.5% au total depuis leur plafond du quatrième trimestre 2012. A Bâle, les loyers ont eux aussi cédé pas moins de 7.2% depuis la fin 2012. A Berne (-2.9%), dans la région lémanique (-3.1%) et dans le reste de la Suisse (-4.4%), le recul des prix est légèrement moins marqué. Au regard de l'offre excédentaire actuelle, la consolidation des loyers de bureaux devrait se poursuivre au deuxième semestre 2015.

Surfaces de vente: l'évolution négative des chiffres d'affaires du commerce de détail refroidit la demande en surfaces

Pour le commerce de détail, 2015 a été une année délicate en termes d'évolution des chiffres d'affaires. En juillet, les chiffres d'affaires nominaux avaient ainsi perdu 2.6% au total en comparaison annuelle, et les prix 1.6%, d'où un repli de 1.0% des chiffres d'affaires réels. Entre janvier et juillet, les achats à l'étranger ont augmenté – depuis un niveau déjà très élevé – de près de 7% par rapport à l'année précédente. Il apparaît donc que l'abandon du taux plancher EUR/CHF s'est fortement fait ressentir sur le commerce de détail. Les impulsions pour la demande en surfaces de vente, qui continue de s'appuyer sur l'immigration, l'expansion de surfaces de fournisseurs étrangers et de nouveaux concepts commerciaux, devraient ainsi être tout aussi limitées.

Evolution de l'emploi de bureau

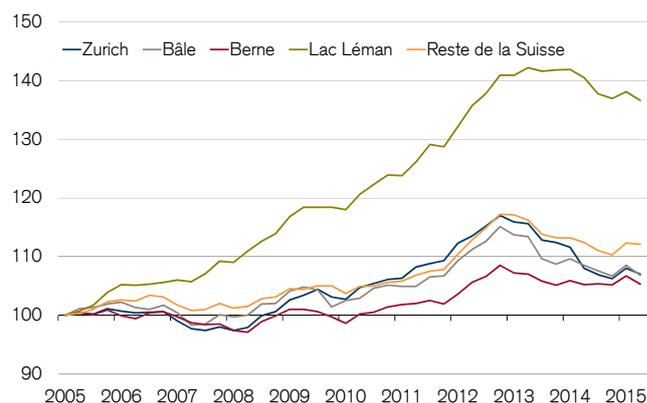
Taux de croissance en glissement annuel, salariés en équivalents plein-temps



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Evolution des loyers pour les surfaces de bureau

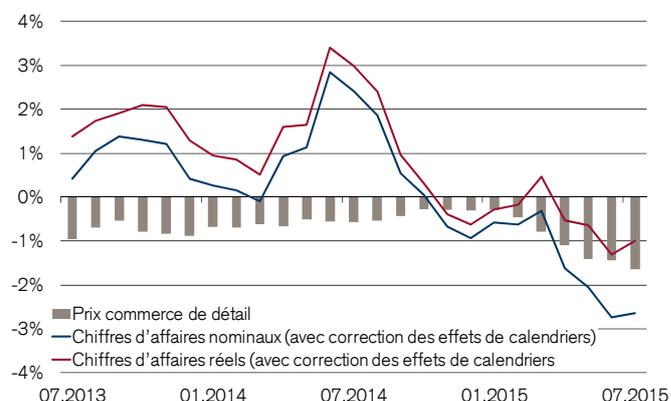
Indice hédoniste des prix de loyer: 1^{er} trimestre 2005 = 100



Source: Wüest & Partner

Chiffres d'affaires et prix dans le commerce de détail

Moyenne mobile sur trois mois, variation en glissement annuel en %



Source: GfK, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Placements immobiliers indirects

Fonds immobiliers suisses aux qualités défensives

En comparaison internationale, les fonds immobiliers suisses se sont avérés une fois de plus des engagements défensifs. En temps normal, des investissements de ce genre disposent d'un potentiel de hausse moins significatif, mais sont en contrepartie moins affectés par les turbulences sur les bourses internationales, telles celles observées en août 2015.

Performance tout juste positive des placements immobiliers suisses depuis début 2015

Depuis le début de l'année, les rendements globaux des fonds immobiliers (+1.0%) et des actions immobilières (+1.5%) s'inscrivent légèrement dans le vert. Des chiffres qui n'ont rien de spectaculaire en comparaison historique, mais qui sont tout à fait respectables par rapport au marché suisse des actions au sens large (SPI: -2.1%) ou aux marchés REIT internationaux (FTSE EPRA/NAREIT Global: 2.8%) (cf. figure 11). Il sera difficile de maintenir cette performance relative. Diverses augmentations de capital de placements immobiliers cotés et non cotés devraient un peu faire pression sur les rendements.

Différence toujours importante pour les surcoûts de sociétés et de fonds immobiliers résidentiels et commerciaux

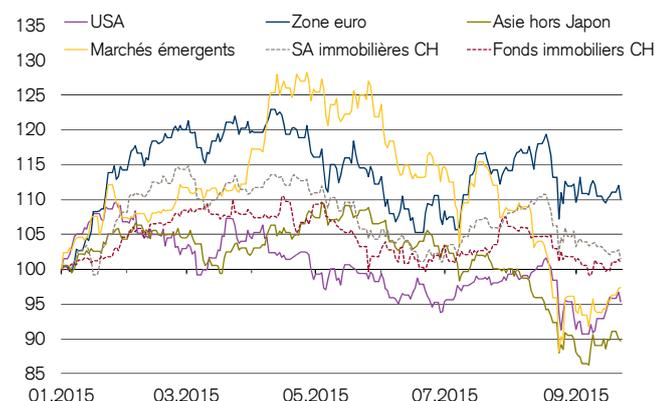
A la fin août, la prime moyenne pour des sociétés d'actions immobilières était de 7%, celle pour des fonds immobiliers cotés de 24% – des niveaux à attendre au vu des intérêts bas (cf. figure 12). En raison de l'évolution des cours en septembre, les primes devraient être encore un peu plus basses. La différence entre fonds immobiliers commerciaux (+12%) et résidentiels (+29%) restait importante fin août, et un peu trop conséquente à notre sens d'un point de vue fondamental. Agios et primes sont en outre légèrement surestimés à l'heure actuelle, dans la mesure où nous attendons une nouvelle hausse des valeurs nettes d'inventaire (VNI) des véhicules, car les taux d'escompte pour les valorisations des immeubles surestiment les primes de risque des immeubles dans un contexte d'intérêts négatifs et pourraient encore être réduits.

Fonds et sociétés de l'immobilier au niveau international avec perspectives neutres sur les rendements

A la mi-juillet, la Commission de placement du Credit Suisse a relevé le rating «sous-performer» des fonds immobiliers suisses face à d'autres indices internationaux d'actions immobilières. Une décision clairement motivée par l'éloignement net des agios des fonds immobiliers de leurs records de 36%. Dans un environnement de marché volatil, cette décision a payé. En effet, certains grands marchés immobiliers d'Asie (Chine, Hong-Kong, Japon et Singapour) ont dégringolé en août, alors que les fonds immobiliers suisses n'ont pratiquement pas été affectés, et les sociétés d'actions immobilières très peu. Avec sa valeur d'environ 0.5 seulement par rapport à l'indice suisse des actions, le bêta (un indicateur qui montre à quel point un placement fluctue par rapport au marché) peu élevé des fonds immobiliers, calculé depuis 1996 sur la base des rendements hebdomadaires, montre bien le caractère défensif des fonds. Le bêta des sociétés d'actions immobilières, lui, est un peu plus élevé avec 0.8.

Fig. 11: Performance des placements immobiliers

Rendements globaux, indice: 1^{er} janvier 2015 = 100, en monnaie locale

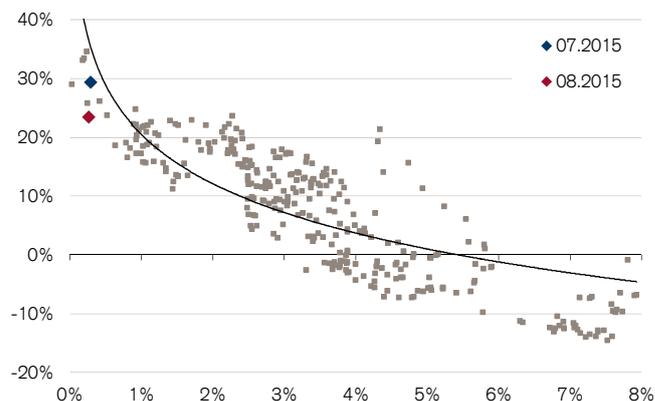


Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

Source: Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

Fig. 12: Interrelation entre agios et taux d'intérêt

Agio* moy. fonds immobiliers (axe vert.), taux de swap à 10 ans, en CHF (axe horiz.)



* Surcoût par rapport à la valeur nette d'inventaire (VNI)

Source: Credit Suisse, Datastream

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.

Pour une discussion sur les risques afférents aux placements dans les titres mentionnés dans ce rapport, veuillez consulter ce lien Internet:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

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 basé 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 particuliers dans le négoce de titres» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers.

Le prix, la valeur ou le revenu de tout titre ou instrument financier mentionné dans ce rapport peuvent diminuer ou augmenter. La valeur des titres et des instruments financiers est subordonnée aux fluctuations des taux de change et d'intérêt au comptant ou à terme, des indicateurs économiques, de la capacité financière de l'émetteur ou de l'émetteur de référence, etc., qui sont susceptibles d'affecter positivement ou négativement le prix ou le revenu de ces titres ou de ces instruments financiers. En achetant des titres ou des instruments financiers, vous vous exposez à des pertes ou à une perte nette du capital en raison des fluctuations des cours ou d'autres indices financiers, etc. Les investisseurs qui ont effectué des placements en ADR, dont la valeur est affectée par la volatilité des monnaies, assument effectivement ce risque.

Les taux de commission pour les opérations de courtage seront conformes aux taux convenus entre le CS et l'investisseur. Pour les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre entre le CS et l'investisseur, le prix d'achat ou de vente constituera le prix total. Les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre, y compris les opérations sur dérivés hors bourse, seront négociées sous la forme d'un prix/cours d'achat ou d'un prix/cours de vente, auquel cas une différence ou un écart peut être constaté. Les frais associés aux transactions seront convenus avant lesdites transactions, conformément aux lois et aux réglementations applicables. Veuillez lire attentivement la documentation préalable au contrat, etc., pour le détail des risques et commissions, etc., des titres ou des instruments financiers concernés avant l'achat.

Les titres structurés sont des instruments complexes comportant de par leur nature un degré de risque élevé; ils sont destinés à être vendus uniquement à des investisseurs avertis capables de comprendre et d'assumer les risques qu'ils impliquent. La valeur sur le marché d'un produit structuré peut être affectée par des changements induits par des facteurs d'ordre économique, financier et politique (y compris, sans toutefois s'y limiter, les intérêts au comptant et à terme et les taux de change), la date d'échéance, les conditions et la volatilité du marché ainsi que la solvabilité des émetteurs ou de l'émetteur de référence. Tout investisseur intéressé par l'achat d'un produit structuré doit effectuer sa propre recherche et sa propre analyse du produit; il doit consulter ses propres conseillers professionnels quant aux risques que comporte l'achat d'un tel produit.

Certains des investissements décrits dans ce rapport comportent un niveau élevé de volatilité. Les investissements soumis à une forte volatilité sont sujets à des baisses soudaines et fortes de valeur causant une perte au moment de la vente des titres. Ces pertes peuvent égaler votre investissement initial. Dans le cas de certains investissements, le risque de perte est même susceptible d'excéder le montant de l'investissement initial et vous pourriez dans de telles circonstances être tenu de débours une somme plus élevée pour couvrir ces pertes. Les rendements des investissements peuvent fluctuer et, par conséquent, il est possible que le capital

initial versé soit utilisé afin d'assurer une partie du rendement. Il se peut que certains investissements ne soient pas aisément réalisables et qu'ils soient dès lors difficiles à vendre ou à réaliser. De même il vous sera peut-être difficile d'obtenir des informations fiables sur la valeur d'un tel placement ou sur les risques auxquels il est exposé. Pour toute question, veuillez contacter votre Relationship Manager.

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 aucune garantie 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. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. 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. 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 et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale.

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.

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.

Notifications

Les informations et opinions exprimées dans ce rapport (autres que les contributions apportées à des articles par des stratèges en investissement) sont celles du département Research de la Division Private Banking & Wealth Management du CS au moment de la rédaction; toute modification demeure réservée sans préavis. Les opinions exprimées en relation avec un titre spécifique dans ce rapport peuvent être différentes ou ne pas concorder avec les observations et les opinions du département Research de la Division Investment Banking du Credit Suisse en raison de différences dans les critères d'évaluation.

Les contributions apportées à des articles par des stratèges en investissement ne sont pas des rapports de recherche. Les stratèges en investissement ne dépendent pas du département Research du CS. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour garantir l'indépendance du département Research du CS, y compris des politiques relatives aux restrictions en matière de négoce des titres concernés avant la publication des rapports Research. Lesdites politiques ne s'appliquent pas aux stratèges en investissement.

Le CS décline toute responsabilité à l'égard de toute perte découlant de l'utilisation des éléments présentés dans ce rapport; cette exclusion de responsabilité ne saurait être invoquée dans les cas prévus par la législation ou la réglementation applicable au CS. Ce rapport ne doit pas être substitué à l'exercice d'un jugement indépendant comme fondement à la prise de décision. Le CS peut avoir émis ou pourrait émettre à l'avenir une idée d'investissement concernant ce titre. Les idées d'investissement sont des opportunités à court terme basées sur des événements et des éléments déclencheurs sur les marchés, tandis que les notations des sociétés s'appuient sur la performance absolue escomptée sur une période de six à douze mois tel que cela est défini dans la section notification. Les idées d'investissement et les notations de sociétés reflètent des hypothèses sous-jacentes et des méthodes d'analyse différentes. Par conséquent, il est possible que les idées d'investissement diffèrent des notations de sociétés. En outre, le CS peut avoir publié d'autres rapports, ou pourrait en publier à l'avenir, qui contredisent les informations présentées dans ce rapport ou qui en tirent des conclusions différentes. Ces rapports reflètent les diverses suppositions, visions et méthodes d'analyses des analystes qui les ont rédigés et le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdits rapports soient portés à l'attention de tout destinataire du présent rapport.

Certification par les analystes

Chacun des analystes mentionnés dans le présent document certifie que les points de vue exprimés dans cette brochure à l'endroit des entreprises et des titres qu'il ou elle est amené(e) à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Il affirme que sa rémunération n'est et ne sera jamais liée, directement ou indirectement, à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document.

Les analystes Knowledge Process Outsourcing (KPO) mentionnés dans le présent rapport sont employés par Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited.

Indications importantes

Le CS publie ses brochures au moment qu'il estime le plus approprié. C'est le cas dès lors qu'il juge que l'évolution de l'entreprise, du secteur ou du marché soumis à son évaluation est susceptible d'avoir des répercussions sensibles sur les points de vue et opinions exprimés dans la brochure. Le CS se fait fort de publier uniquement des analyses impartiales, indépendantes, honnêtes, claires et intelligibles.

Le code de conduite du Credit Suisse, auquel la totalité des employés doit adhérer, est accessible par Internet sous:

http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html

Pour des détails complémentaires sur la méthodologie de notation du Credit Suisse, veuillez vous référer aux informations sur l'indépendance des recherches financières qui se trouvent sous:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

L'analyste responsable de la rédaction de cette brochure se voit rétribué en fonction de plusieurs paramètres parmi lesquels la totalité des revenus touchés par le CS, dont une partie est générée par les activités d'investment banking du Credit Suisse.

Notifications complémentaires

Royaume-Uni: En ce qui concerne la notification des informations sur titres à revenu fixe pour les clients de Credit Suisse (UK) Limited et de Credit Suisse Securities (Europe) Limited, veuillez téléphoner au +41 44 333 33 99.

Inde: Veuillez consulter le site <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> pour les notifications complémentaires requises en vertu des réglementations du Securities And Exchange Board of India (Research Analysts), 2014.

Le Credit Suisse est susceptible d'avoir un intérêt dans les sociétés mentionnées dans le présent rapport.

Les rapports publiés par le Département Research du CS sont également disponibles sur <https://investment.credit-suisse.com/>

Pour des informations sur les notifications relatives aux sociétés recommandées par Credit Suisse Investment Banking et mentionnées dans le présent rapport, veuillez vous référer au site de la division Investment Banking sous:

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

Pour toutes informations complémentaires, y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de la division Private Banking & Wealth Management sous:

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

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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: http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/

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, 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 Credit Suisse, 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 recommander 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.

Distribution des rapports de recherche

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est préparé et distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Bahrein:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. **Dubai:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG, Dubai Branch, dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority (DFSA). Les produits ou les services financiers liés sont réservés à des clients dotés du statut de client professionnel ou de contrepartie de marché au sens des règlements de la DFSA, qui possèdent une expérience et une compréhension suffisantes pour participer aux marchés financiers et qui satisfont au critère de régulation afin de devenir client. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (France), autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (France) est placé sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi

que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Allemagne:** Credit Suisse (Deutschland) AG est agréée et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht); elle adresse à ses clients des études qui ont été préparées par l'une de ses sociétés affiliées. **Gibraltar:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited est une entité légalement indépendante détenue en totalité par Credit Suisse et elle est réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Hong Kong:** Le présent document a été publié à Hong Kong par Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, qui possède une licence en tant que société agréée par la Hong Kong Monetary Authority et qui est réglementée par la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 de la législation du pays). **Inde:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India», n° CIN U67120MH1996PTC104392), qui est réglementé par le Securities and Exchange Board of India (SEBI) sous les numéros d'enregistrement SEBI INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631, INP000002478, et dont l'adresse enregistrée est 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Inde, tél. +91-22 6777 3777. **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, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Japon:** Ce rapport est publié uniquement au Japon par Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membre de la Japan Securities Dealers Association, de la Financial Futures Association of Japan, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited ne publiera ni ne transmettra ce rapport en dehors du Japon. **Jersey:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, dont les activités d'investissement sont réglementées par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse professionnelle à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est Trade-Wind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Singapour:** Ce rapport a été élaboré et publié à Singapour exclusivement à l'intention des investisseurs institutionnels, des investisseurs accrédités et des investisseurs avertis (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations), et est également publié par Credit Suisse AG, Singapore Branch, à l'intention des investisseurs étrangers (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations). Credit Suisse AG, Singapore Branch, peut distribuer les rapports établis par ses entités étrangères et sociétés affiliées sous le régime prévu au Règlement 32C des Financial Advisers Regulations. Les bénéficiaires singapouriens doivent prendre contact avec Credit Suisse AG, Singapore Branch, par téléphone au +65-6212-2000 pour toute question résultant du ou en rapport avec le présent rapport. En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité, d'investisseur averti ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, Singapore Branch, est dispensé de respecter certaines exigences de conformité selon le Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour («FAA»), les Financial Advisers Regulations et les notifications et les directives qui en découlent, en relation avec les prestations de conseil financier que Credit Suisse AG, Singapore Branch, est susceptible de vous fournir. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España. **Thaïlande:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, qui est réglementé par l'Office of the Securities and Exchange Commission, Thaïlande, et dont l'adresse enregistrée est 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, tél. 0-2614-6000. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct

Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations.

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).

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

15C028A_R

Autres publications du Credit Suisse Economic Research



Global Real Estate Monitor Q3 2015

(disponible en allemand et anglais)

Le Global Real Estate Monitor propose chaque trimestre une vue d'ensemble des principaux marchés immobiliers et des tendances en vogue autour du globe. Cette publication s'attarde aussi bien sur les placements immobiliers directs qu'indirects.

22 septembre 2015



Moniteur des branches Suisse 3^e trimestre 2015

Publication trimestrielle, le Moniteur des branches décrit la situation actuelle ainsi que les perspectives conjoncturelles des principaux secteurs de l'économie helvétique.

30 septembre 2015



Der Kanton Graubünden Struktur und Perspektiven

(disponible en allemand)

La vigueur du franc et l'initiative sur les résidences secondaires constituent des défis de taille pour le canton touristique des Grisons. L'étude régionale se concentre sur les perspectives économiques du canton.

1 octobre 2015



Indice de la construction Suisse 4^e trimestre 2015

L'Indice de la construction suisse publié chaque trimestre vous informe sur la conjoncture actuelle de la branche de la construction et présente des estimations et explications relatives à l'évolution du chiffre d'affaires dans le secteur de la construction.

19 novembre 2015



Monitor Suisse 4^e trimestre 2015

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

15 décembre 2015



Retail Outlook 2016

L'étude annuelle relative au commerce de détail suisse présente les perspectives conjoncturelles de la branche ainsi que les défis actuels auxquels elle doit faire face. Dans cette édition, nous examinons en particulier les répercussions structurelles du commerce en ligne.

5 janvier 2016

La prochain Moniteur immobilier Suisse paraîtra le 3 décembre 2015.



Bonnes perspectives de rendement à long terme.

©Adrien Barakat

Tirez profit du savoir-faire du Credit Suisse

Fournisseur mondial de produits de placement immobiliers, le Credit Suisse offre l'accès à un portefeuille immobilier diversifié en Suisse et à l'étranger. Profitez des bonnes perspectives de rendement à long terme, en bénéficiant de la stabilité des revenus immobiliers.

www.credit-suisse.com/ch/realestate

