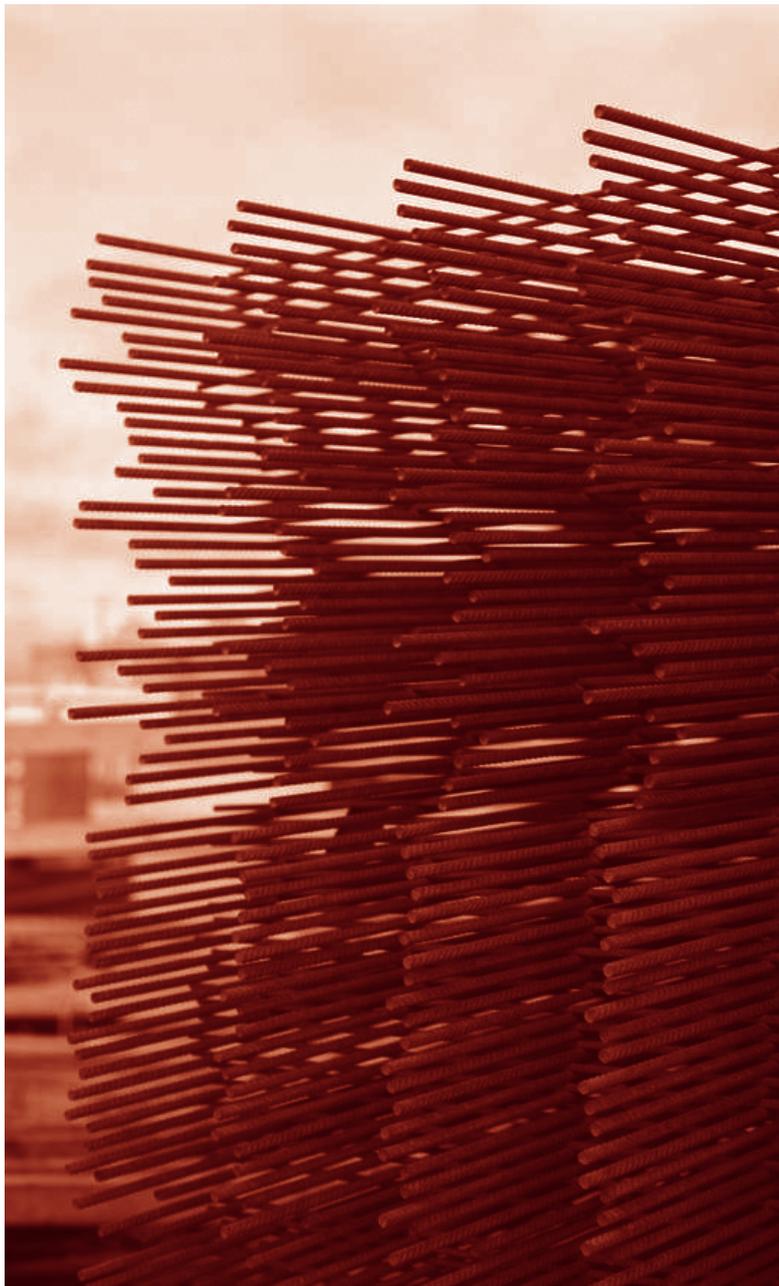


Swiss Issues Immobilier  
Septembre 2014

## Moniteur immobilier 3<sup>e</sup> trimestre 2014

Augmentation des logements vacants



### Industrie de la construction

Conjoncture du bâtiment: La mort annoncée n'a pas eu lieu

### Logements en propriété

Refroidissement sur fond de disparités régionales

### Logements locatifs

Envolée surprenante des logements vacants

La demande a dépassé son zénith

### Surfaces de bureaux

Augmentation du taux de vacance

### Surfaces de vente

Inversion de tendance sur le front des vacances?

# Impressum

## **Editeur**

Giles Keating

Head of Research and Deputy Global CIO

Tél. +41 44 332 22 33

E-mail: giles.keating@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 44 334 74 19

E-mail: immobilien.economicresearch@credit-suisse.com

## **Clôture de rédaction**

19 Septembre 2014

## **Visitez notre site Internet**

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

## **Copyright**

Ce document peut être cité en mentionnant la source.

Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés

# Auteurs

Denise Fries

Daniela Häcki

Philippe Kaufmann

Christian Kraft

Rieder Thomas

## Editorial

Chère lectrice, cher lecteur,

Les segments individuels du marché immobilier suisse se distinguent de plus en plus de par leur position dans le cycle immobilier. En conséquence de quoi, les généralités concernant le marché immobilier ne sont plus adaptées au regard des différences affichées par les divers segments, et une distinction plus nuancée s'impose. Le marché des surfaces de bureaux s'enfonce p. ex. de plus en plus dans la phase de déclin (p. 11), tandis que celui des surfaces de vente la débute seulement – bien que pour d'autres motifs (p. 12). Les prix et loyers poursuivent leur hausse sur le marché du logement qui, porté par une immigration quasi-inchangée, se trouve toujours en phase d'accalmie au terme de plusieurs années de boom.

Un examen approfondi permet cependant d'observer les premières fissures dans une situation longtemps inaltérée sur le marché du logement. D'une part, l'immigration a dépassé son point culminant. Certes, le solde migratoire n'est que légèrement inférieur à sa valeur de 2013 depuis le début de l'année, mais le ralentissement de la croissance de l'emploi et des effets statistiques exceptionnels laissent présager que les beaux jours de l'immigration sont révolus (p. 9). D'autre part, le nouveau repli des taux d'intérêt entraîne une production très dynamique de logements locatifs, la pénurie de placements s'étant récemment encore accentuée. Cette situation s'inscrit aussi en soutien de la construction, pour laquelle une inversion de tendance a été pronostiquée à maintes reprises ces derniers trimestres. Pour autant, les permis de construire déposés au 2<sup>e</sup> trimestre pour des projets de bâtiment témoignent d'un rebond jamais observé pour un 2<sup>e</sup> trimestre depuis 1994 sur ce segment (p. 5).

Globalement, la production de logements qui se maintient à un haut niveau fait ainsi face à une demande appelée à s'affaiblir graduellement à l'avenir. A moyen terme, les défis devraient par conséquent se multiplier sur le marché du logement. Le bond en avant des taux de vacance, qui a surpris de nombreux acteurs du marché, constituait ici un premier avertissement (p. 8). Même si cette augmentation est en partie imputable à la situation spéciale découlant de l'initiative sur les résidences secondaires, son ampleur n'en reste pas moins déconcertante. Alors que la demande liée à l'immigration demeure très robuste, tout comme les chiffres conjoncturels, et que le climat de consommation subit peu de changements, cette envolée du nombre de logements inoccupés est effectivement étonnante. Les taux de vacances n'ont guère évolué pendant une décennie, les fluctuations à la hausse ou à la baisse n'excédant jamais 3500 unités. L'augmentation actuelle du nombre de logements inoccupés de 5740 unités signe la fin d'une des plus longues périodes de stabilité sur le marché du logement suisse. Tôt ou tard, le marché du logement ne devrait pas non plus pouvoir se soustraire à la phase de déclin, car la production ne ralentira pas le rythme de sitôt au regard de la poursuite des taux planchers.

Dans les trimestres à venir, cette évolution contribuera à une détente sur le marché du logement et à l'amélioration de la situation sur le front des loyers. Ce signal, qui arrive à point nommé dans un contexte où se multiplient les voix en faveur d'interventions réglementaires sur la structure du marché, montre que ce dernier est en mesure de revenir à l'équilibre à moyen terme, même après un choc de la demande important et inattendu tel qu'en a provoqué la vague d'immigration.

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: Conjoncture du bâtiment – la mort annoncée n’a pas eu lieu** **5**
- La hausse temporaire des taux d’intérêt et l’acceptation de l’initiative sur les résidences secondaires ont affecté la planification de bâtiments en 2013. Mais la nouvelle chute des taux entretient la pénurie de placements et accélère la planification de constructions neuves. Les investisseurs sortent de leur léthargie même dans l’Arc alpin.
- Logements en propriété: refroidissement sur fond de disparités régionales** **6**
- Le ralentissement de la hausse des prix se confirme. D’une part, le marché s’achemine de plus en plus d’un marché favorable aux vendeurs vers un équilibre entre offre et demande. D’autre part, la dynamique des prix semble durablement tempérée dans les «points chauds». Le durcissement de l’autorégulation devrait contrebalancer les faibles taux d’intérêt et parle en faveur d’une poursuite du refroidissement.
- Logements locatifs: envolée surprenante des logements vacants** **8**
- Le taux de vacance a progressé en conséquence de la production sans cesse accrue de logements locatifs. L’analyse spatiale permet de faire la lumière sur cette envolée inattendue: le nombre de logements inoccupés a augmenté en particulier dans les régions touristiques et à la périphérie des agglomérations.
- Logements locatifs: la demande a dépassé son zénith** **9**
- Le marché du logement locatif jouit toujours d’une forte demande en 2014. Le léger recul de l’immigration est compensé par le ralentissement du glissement de la location vers la propriété. Les modifications apparues dans la structure de l’immigration laissent cependant supposer que celle-ci a dépassé son zénith.
- Surfaces de bureaux: augmentation du taux de vacance** **11**
- La demande toujours atone se traduit par une expansion excessive des surfaces liée à l’évolution des taux, en particulier dans la région zurichoise. Comme prévu, les surfaces vacantes augmentent et le sommet ne devrait pas être atteint avant longtemps.
- Surfaces de vente: inversion de tendance sur le front des vacances?** **12**
- Le commerce en ligne représente une menace sans précédent pour les surfaces de vente. Si le marché parvenait jusqu’à présent à relever le défi, l’évolution actuelle du taux de vacance signale que cette situation pourrait désormais changer.

## Industrie de la construction

# Conjoncture du bâtiment: la mort annoncée n'a pas eu lieu

**La hausse temporaire des taux d'intérêt et l'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires ont affecté la planification de bâtiments en 2013. Mais la nouvelle chute des taux entretient la pénurie de placements et accélère la planification de constructions neuves. Les investisseurs sortent de leur léthargie même dans l'Arc alpin.**

### Creux intermédiaire dans l'activité de planification en 2013?

La conjoncture du bâtiment maintient le cap. Grâce à l'activité de planification dynamique en 2012, 2014 sera une année robuste pour la construction. Nous tablons sur une croissance réelle des investissements de construction de 3,5% en rythme annuel. L'impact de la planification devrait en outre être assez soutenu pour maintenir ce niveau élevé en 2015 également. Il ne faut certes pas négliger la tendance au repli de l'activité de planification amorcée en 2013 et liée au tassement de la demande de logements ainsi qu'aux difficultés de location des surfaces commerciales (cf. fig. 1). Mais aucune fin n'est en vue pour le boom de la construction: au 2<sup>e</sup> trimestre 2014, les permis de construire déposés dans le bâtiment ont atteint un nouveau record historique depuis 1994 avec un total de 8,2 mrd CHF. Il n'est pas possible d'évaluer avec certitude si cette reprise sera durable, mais il est incontestable que la nouvelle baisse des taux d'intérêt continue à favoriser le dépôt de permis de construire et accentue la pénurie de placements. Rétrospectivement, l'accalmie observée en 2013 semble ainsi relever moins d'une inversion de tendance que d'un creux intermédiaire, dû à la hausse temporaire des taux et aux incertitudes suscitées par l'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires.

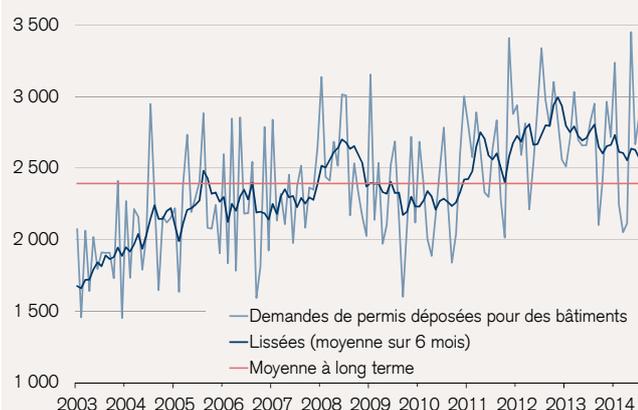
### Incertitudes marquées dans l'Arc alpin malgré une leueur d'espoir

L'initiative sur les résidences secondaires a des répercussions sensibles sur l'industrie de la construction dans l'Arc alpin. Après la vague de demandes de permis de construire de 2012 motivée par l'espoir d'obtenir un permis, la planification de logements s'est effondrée en 2013, plaçant beaucoup d'entreprises de construction locales dans une situation très difficile. Alors que de nombreux chantiers doivent être gérés à court terme, des suppressions de postes sont attendues à moyen terme. Source d'espoir à moyen terme: le rebond des demandes de permis dans les communes de résidences secondaires depuis le début 2014 (cf. fig. 2), sous l'effet notamment de grands projets hôteliers. Au 1<sup>er</sup> semestre, les demandes de permis pour trois projets à Savognin, Riederalp et Leysin représentaient à elles seules 7% du volume de planification dans ces communes. Cette évolution laisse espérer que l'érosion de la demande dans le bâtiment peut être en partie compensée par des concepts d'hébergement.

Figure 1

#### Suisse hors Arc alpin: robuste 2<sup>e</sup> trimestre 2014

Demandes de permis de construire déposées pour des bâtiments en mio. CHF, valeurs mensuelles lissées, hors communes de résidences secondaires

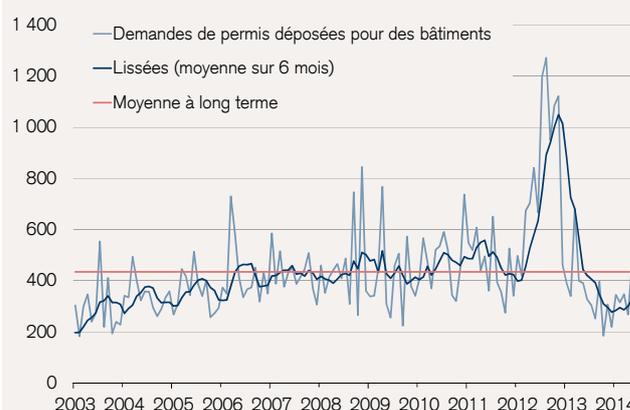


Source: Baublatt, Credit Suisse

Figure 2

#### Arc alpin: rebond au 1<sup>er</sup> semestre 2014

Demandes de permis de construire déposées pour des bâtiments en mio. CHF, valeurs mensuelles lissées, communes de résidences secondaires uniquement



Source: Baublatt, Credit Suisse

## Logements en propriété

### Refroidissement sur fond de disparités régionales

Le ralentissement de la hausse des prix se confirme. D'une part, le marché s'achemine de plus en plus d'un marché favorable aux vendeurs vers un équilibre entre offre et demande. D'autre part, la dynamique des prix semble durablement tempérée dans les «points chauds». Le durcissement de l'autorégulation devrait contrebalancer les faibles taux d'intérêt et parle en faveur d'une poursuite du refroidissement.

#### Rétrécissement de l'écart entre croissance des prix de l'offre et des prix de transaction

Avec +3% en rythme annuel pour les logements en propriété et +2,7% pour les maisons individuelles au 2<sup>e</sup> trimestre 2014, la hausse des prix était légèrement plus marquée qu'au 1<sup>er</sup> trimestre, mais reste inférieure à l'évolution moyenne depuis 2000 en comparaison à long terme (logements en propriété: +4,9% p.a.; maisons individuelles: +3,4% p.a.). Deux indicateurs parlent actuellement en faveur de l'absence d'accélération sur ce front. Premièrement, l'écart entre croissance des prix de l'offre et des prix de transaction se rétrécit de plus en plus (cf. fig. 3). Les nombreux acheteurs potentiels se pressent sur un marché vendeur, d'où des prix de transaction effectifs fréquemment supérieurs aux prix de l'offre. Cette situation prévalait encore en 2011 et, très nettement, en 2012. L'écart se réduit depuis 2013, ce qui signale un retour progressif à l'équilibre entre offre et demande.

#### Une dynamique variable selon les régions

Deuxièmement, la dynamique des prix s'est tempérée, en particulier dans les régions onéreuses. Les «points chauds» autour des lacs de Genève, Zurich et Zoug enregistrent ainsi la décélération la plus marquée (cf. fig. 4). Autour du lac de Genève, les prix sont même en baisse dans certains endroits. A l'extérieur des régions onéreuses en revanche, là où les logements en propriété sont encore abordables pour de nombreux ménages, les prix s'envolent parfois. C'est le cas dans le bassin zurichois, notamment pour les régions des cantons de Thurgovie et de St-Gall, mais aussi dans les deux Appenzell. En Suisse romande, les régions situées dans le canton de Fribourg affichent les plus fortes hausses des prix. Mais même ici, la tendance semble à l'accalmie.

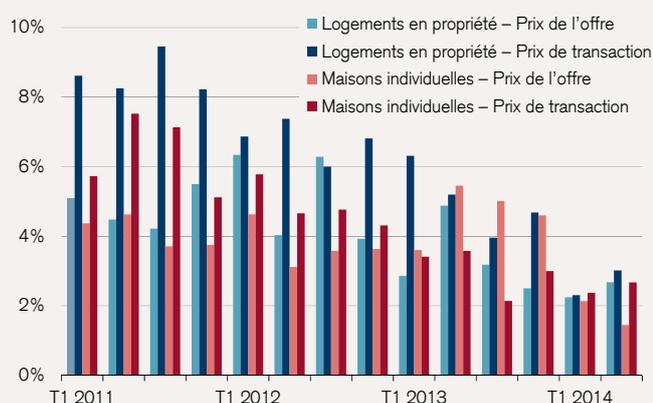
#### Faibles taux d'intérêt et durcissement de l'autorégulation

La suite de l'évolution des prix dépend de deux effets qui s'opposent. D'une part, les taux d'intérêt des Hypothèques fix ont regagné leurs niveaux planchers de 2012, ce qui, en termes de coûts, conserve tout son attrait à la propriété. D'autre part, le durcissement de l'autorégulation a accru les obstacles sur la voie de l'accès à la propriété. Ceci devrait contenir l'évolution des prix. Si, contre toute attente, les prix devaient repartir à la hausse, il faudrait s'attendre à de nouvelles mesures réglementaires. Tous les regards sont en conséquence braqués sur l'évolution à venir des prix.

Figure 3

#### Croissance des prix dans la norme

Evolution des prix des logements en propriété, croissance en rythme annuel en %

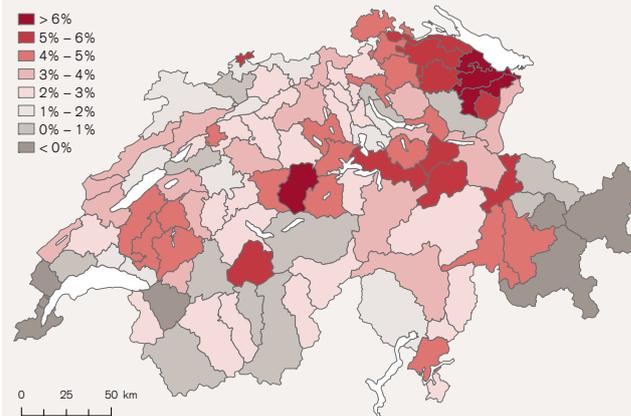


Source: Wüest & Partner, Banque nationale suisse

Figure 4

#### Croissance des prix avec d'importantes disparités régionales

Evolution des prix des logements en propriété, T2 2013–T2 2014, en %



Source: Wüest & Partner, Geostat

## Logements en propriété

### Durcissement de l'autorégulation pour les hypothèques au 1<sup>er</sup> septembre

Les banques suisses ont de nouveau durci leur autorégulation pour les hypothèques au 1<sup>er</sup> septembre. A compter de cette date, le délai pour l'amortissement de la dette hypothécaire devant être ramenée aux 2/3 de la valeur de nantissement passe de 20 à 15 ans, l'amortissement devant se faire de manière linéaire. Il en résulte un accroissement des coûts annuels, de sorte qu'un revenu légèrement supérieur est requis afin de pouvoir satisfaire aux exigences de capacité à supporter la charge. Cette mesure réglementaire modérée devrait réduire quelque peu le cercle des acheteurs potentiels. Par ailleurs, le principe de la valeur la plus basse a été adopté et la possibilité de prendre en compte un deuxième revenu restreinte. Ces nouvelles règles devraient contribuer à l'accalmie sur le front de la croissance des prix.

### Importantes disparités régionales sur le front des projets de construction

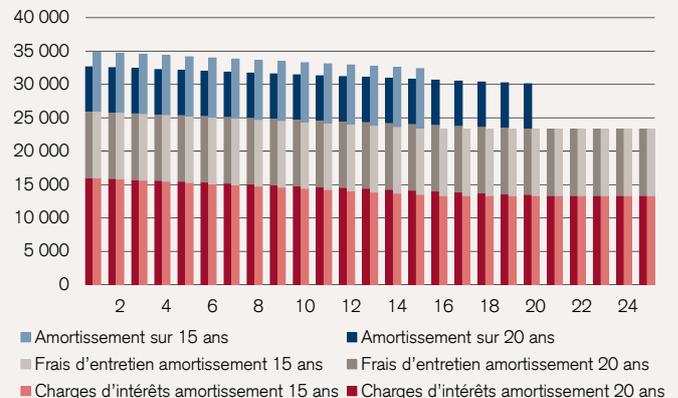
Après avoir reculé de plus de 20% depuis la mi-2013, les autorisations de construire pour des logements en propriété semblent se stabiliser. Pour les maisons individuelles en revanche, leur nombre continue de baisser, en particulier dans les régions excentrées. Sur les 12 derniers mois, 17 017 logements ont obtenu un permis, contre 8615 maisons individuelles. D'importantes différences s'observent à l'échelle régionale s'agissant de l'activité de construction planifiée qui, fait intéressant, se concentre fréquemment sur les régions où les logements en propriété sont encore relativement bon marché, Sursee-Seetal, La Gruyère, Glâne-Veveyse et le Knonaueramt en tête.

### Les Hypothèques fix ont retrouvé leurs niveaux planchers

Grâce aux faibles prévisions inflationnistes, la Banque nationale suisse peut maintenir sa politique de taux plancher. De ce fait, nous n'anticipons aucun relèvement des taux directeurs en cours d'année, raison pour laquelle l'Hypothèque flex roll-over devrait rester stable. Les taux d'intérêt des Hypothèques fix ont regagné leurs niveaux planchers de 2012, principalement en raison de la montée des incertitudes liées à la politique monétaire et aux risques géopolitiques. Les taux d'intérêt des Hypothèques fix devraient généralement repartir à la hausse dans les 12 prochains mois, mais cette évolution restera volatile. Les politiques monétaires menées par les Etats-Unis et la zone euro détermineront en particulier l'évolution des taux d'intérêt en Suisse.

### Charges financières logement en propriété, en CHF par an

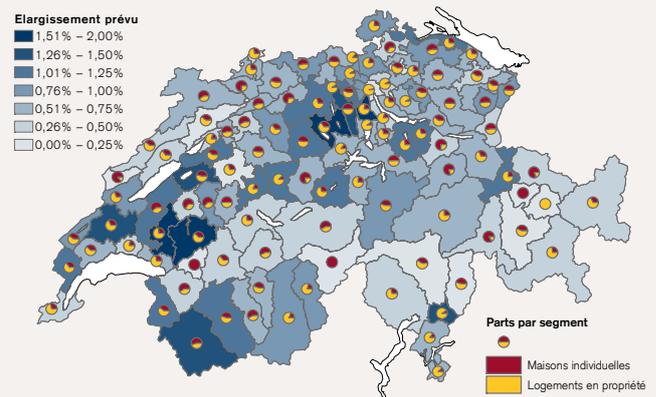
Prix: 1 mio. CHF; nantissement: 80%; taux d'intérêt: 2%; frais d'entretien: 1%



Source: Credit Suisse

### Elargissement de l'offre de logements en propriété

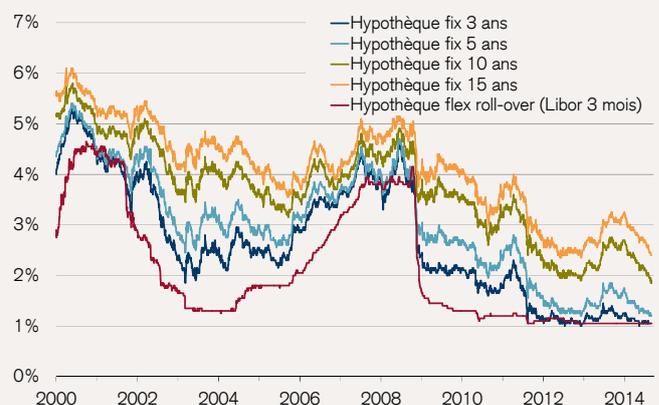
Elargissement prévu en % du stock de logements



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

### Intérêts hypothécaires

Taux lors de la conclusion, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

## Logements locatifs

### Envolée surprenante des logements vacants

**Le taux de vacance a progressé en conséquence de la production sans cesse accrue de logements locatifs. L'analyse spatiale permet de faire la lumière sur cette envolée inattendue: le nombre de logements inoccupés a augmenté en particulier dans les régions touristiques et à la périphérie des agglomérations.**

#### Tournant dans l'évolution des taux de vacance

Les facteurs qui ont lentement mais inexorablement conduit à une suroffre sur le marché des surfaces de bureaux affectent aussi le marché du logement – bien que dans une moindre mesure. Les faibles taux d'intérêt attirent les investisseurs sur le marché immobilier et entraînent la production de logements locatifs en forte hausse. Les forces se sont en conséquence déplacées sur le marché de la location, où la suroffre avait pu être évitée durant longtemps grâce à l'immigration supérieure à la moyenne depuis 2007. Le dernier recensement des logements vacants signale que la longue phase de stabilité touche désormais à sa fin: le 1<sup>er</sup> juin 2014, 45 748 logements étaient inoccupés, soit 1,08% du stock total, correspondant à une progression de 5740 unités (cf. fig. 5) – la plus marquée depuis 1997.

#### Progression touchant surtout les régions touristiques et la périphérie des agglomérations

Au vu de l'immigration robuste en 2013 et 2014, cette forte augmentation a créé la surprise. Une analyse spatiale permet de faire la lumière sur ce phénomène: plus d'un tiers de la hausse concerne les communes touristiques, qui ne concentrent cependant que 7% de tous les logements. La progression sensible des taux de vacance dans les régions touristiques devrait pour l'essentiel être liée à la modification des conditions-cadres suite à l'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires (boom de la construction de dernière minute, incertitudes côté demande). Hors régions touristiques, les logements vacants ont aussi nettement augmenté en périphérie des agglomérations (cf. fig. 6) – là où l'on a beaucoup construit du fait de la disponibilité des réserves de terrain à bâtir et du sol relativement bon marché, p. ex. dans les régions de l'Oberland zurichois Ouest et Est, le Freiamt, à Olten/Gösigen/Gäu et à Morat. La situation reste en revanche tendue dans les centres, en dépit de taux de vacance majoritairement en hausse.

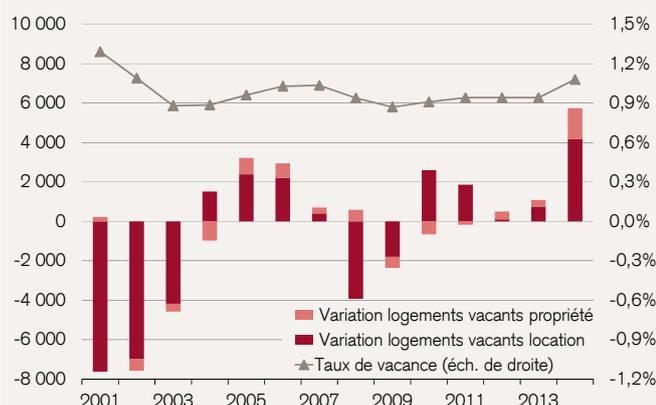
#### Progression des taux de vacance tant sur le segment de la location que sur celui de la propriété

Comme prévu, la hausse des taux de vacance s'est révélée disparate dans les différents segments, la production soutenue de logements locatifs ayant notamment fait s'accroître le nombre de logements inoccupés sur ce segment de plus de 4000 unités en rythme annuel. Au total, près de 35 841 logements locatifs étaient inoccupés en 2014 (sur 5 unités libres, 4 proposées à la location). Mais, avec +1565 unités, le nombre de logements vacants a également nettement augmenté sur le segment de la propriété, les mesures réglementaires et le niveau bien souvent élevé des prix ayant restreint de cercle des acheteurs.

Figure 5

#### Evolution du nombre de logements vacants en Suisse

Taux de vacance (éch. de droite) et progression des taux de vacance (éch. de gauche)

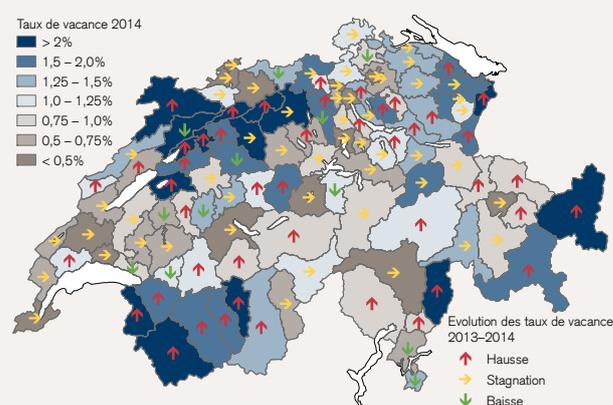


Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 6

#### Taux de vacance régionaux 2014

Taux de vacance 2014; flèche: variation en rythme annuel



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

## Logements locatifs

### La demande a dépassé son zénith

**Le marché du logement locatif jouit toujours d'une forte demande en 2014. Le léger recul de l'immigration est compensé par le ralentissement du glissement de la location vers la propriété. Les modifications apparues dans la structure de l'immigration laissent cependant supposer que celle-ci a dépassé son zénith.**

#### Immigration nette en dépit d'une croissance ralentie de l'emploi

Le solde migratoire de la population résidente étrangère permanente a atteint 45 100 personnes de janvier à juillet 2014. Depuis le début 2014, l'immigration nette s'est ainsi affaiblie de 4% par rapport à l'année passée, tout en restant nettement supérieure à ses niveaux des 4 précédentes années. Ce ralentissement qui n'est que modéré en dépit d'une croissance moins dynamique de l'emploi (cf. fig. 7) s'explique par la tendance de l'immigration à réagir à retardement à la situation en matière d'emploi ainsi que par l'expiration de la clause de sauvegarde vis-à-vis des 8 Etats membres de l'UE à la fin avril. Depuis mai 2014, l'immigration en provenance de ces 8 pays n'est plus contingentée et a par conséquent bondi (cf. fig. 8). Nous pensons que cette hausse n'est qu'éphémère et relève d'un effet de rattrapage consécutif au précédent contingentement.

#### Repli de l'immigration en provenance de la péninsule ibérique

L'immigration issue d'Europe méridionale, qui a presque entièrement compensé le recul marqué de celle en provenance d'Allemagne et du Nord de l'Europe depuis 2 ans, commence aussi à montrer des signes d'essoufflement. L'immigration nette issue d'Espagne et du Portugal s'inscrit en repli pour deux raisons. D'une part, la situation s'est stabilisée sur le marché du travail des deux pays et les taux de chômage très élevés baissent de nouveau. D'autre part, le marché du travail suisse affiche une capacité d'absorption limitée concernant la main-d'œuvre ne maîtrisant aucune des langues nationales. Ce fléchissement n'est pas encore visible dans le solde migratoire de la Suisse parce qu'il est largement compensé par l'immigration dynamique en provenance de France et d'Italie ainsi que par les afflux depuis les 8 Etats membres de l'UE (cf. fig. 8). La demande de logements locatifs reste par conséquent robuste en 2014, notamment aussi en raison du ralentissement du glissement de la location vers la propriété lié au durcissement réglementaire.

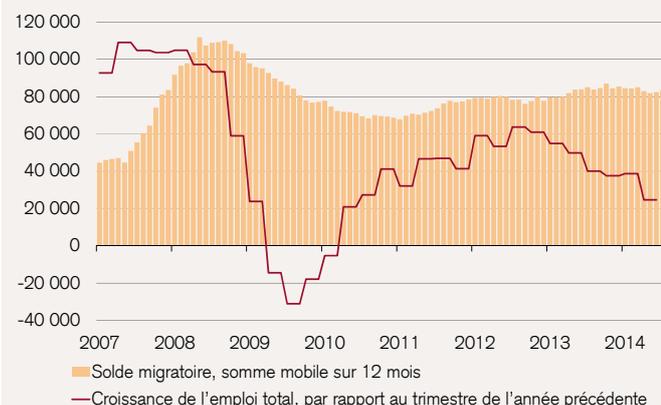
#### Demande croissante de logements locatifs meilleur marché par les immigrés

On observe une poursuite de la tendance selon laquelle les immigrants proviennent de plus en plus de pays affichant un écart de pouvoir d'achat avec le pays cible encore plus important qu'en 2007–2011, période sur laquelle ils étaient majoritairement issus d'Allemagne. Des logements locatifs meilleur marché sont en conséquence demandés.

Figure 7

#### Solde migratoire et croissance de l'emploi

Solde migratoire: population résidente étrangère permanente

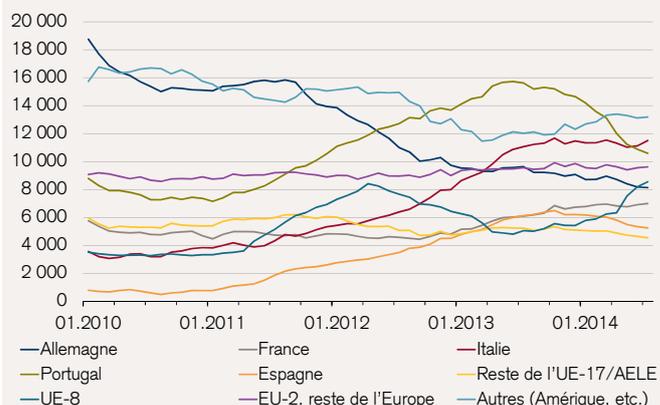


Source: Office fédéral des migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Figure 8

#### Solde migratoire par pays d'origine

Population résidente étrangère permanente (somme mobile sur 12 mois)



Source: Office fédéral des migrations, Credit Suisse

## Logements locatifs

### Réaccélération de la production de logements

L'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires en mars 2012 a entraîné d'importantes distorsions des chiffres des permis de construire, d'où une évaluation plus difficile de l'évolution de l'offre en matière de construction de logements. En excluant les volumes de construction dans les communes de résidences secondaires concernées, il apparaît clairement que la dynamique de production de logements s'oriente déjà vers des sommets historiques. Au 2<sup>e</sup> trimestre, des permis de construire avaient été accordés pour 14 900 logements et maisons sur l'ensemble du territoire – soit la valeur la plus élevée pour un 2<sup>e</sup> trimestre depuis le début du recensement en 1994. Bien que la demande de logements en propriété à usage propre se soit repliée sous l'effet de la réglementation et des prix, la baisse marquée des taux d'intérêt et la pénurie de placements continuent de stimuler la production.

### Baisse des rendements initiaux bruts

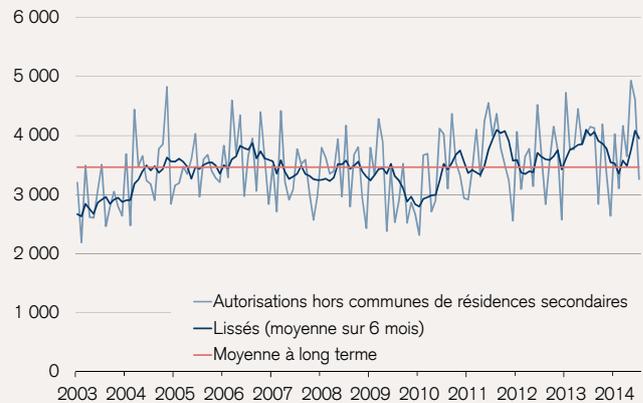
Les rendements initiaux bruts évoluent en fonction des développements des loyers proposés et des prix de transaction. Si les loyers (= recettes) augmentent davantage que les prix liés aux taux d'intérêt (= coûts), les rendements initiaux bruts s'inscrivent en hausse, comme ce fut p. ex. le cas au début de la dernière décennie. Si à l'inverse les prix augmentent plus fortement que les loyers, le rendement initial brut diminue. Cette dernière situation existe depuis 2009 en raison de la forte demande d'objets de rapport, ce qui entraîne depuis lors un recul des rendements initiaux bruts. Etant donné que les prix de transaction enregistrent toujours une croissance plus importante que les loyers, les rendements initiaux bruts restent sous pression.

### Nouvel abaissement probable du taux de référence

Les taux d'intérêt des Hypothèques fix ont de nouveau sensiblement baissé au 1<sup>er</sup> semestre 2014, ce qui permet aux propriétaires de conclure des hypothèques, mais aussi de prolonger leurs hypothèques existantes, à des taux planchers records. Il en résulte un repli ininterrompu du taux d'intérêt moyen de tous les crédits hypothécaires, lequel s'établit actuellement à 1,95%. La prochaine limite d'arrondi pour le taux de référence de 1,875% approche ainsi rapidement. Nous anticipons un abaissement du taux de référence de 2% aujourd'hui à 1,75% au 1<sup>er</sup> semestre 2015. Le taux de référence ne réagissant qu'avec une certaine inertie aux évolutions des taux d'intérêt, il ne faut pas attendre d'augmentation depuis le présent niveau avant longtemps.

### Planification de logements dynamique au 1<sup>er</sup> semestre 2014

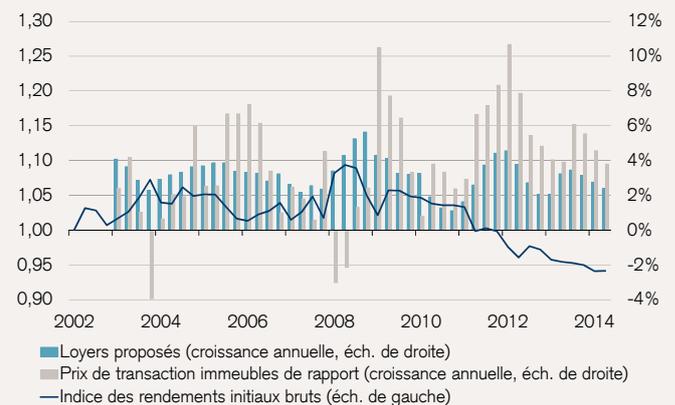
Autorisations pour des logements hors communes de résidences secondaires



Source: Baublatt, Credit Suisse

### Evolution des rendements initiaux bruts

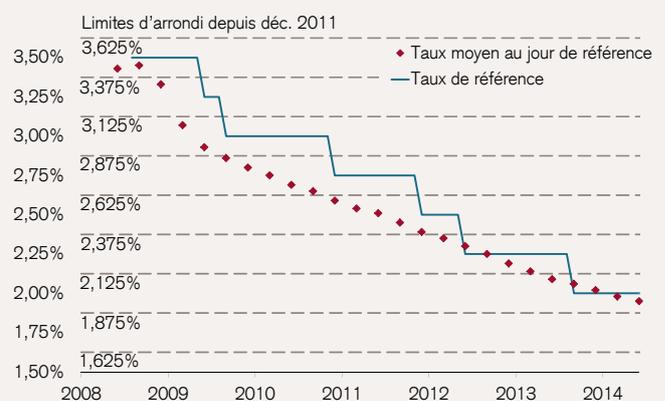
Echelle de gauche: indice des rendements initiaux bruts; 2002 = 1.00



Source: CIFI, Banque nationale suisse, Credit Suisse

### Taux d'intérêt hypothécaire de référence et taux moyen

Taux de référence en quarts de % au moment de la publication



Source: Office fédéral du logement, Credit Suisse

## Surfaces de bureaux

### Augmentation du taux de vacance

**La demande toujours atone se traduit par une expansion excessive des surfaces liée à l'évolution des taux, en particulier dans la région zurichoise. Comme prévu, les surfaces vacantes augmentent et le sommet ne devrait pas être atteint avant longtemps.**

**Suroffre grandissante malgré une croissance économique décente**

La planification de nouvelles surfaces de bureaux n'a pas assez fortement diminué par rapport aux sommets atteints en 2011. La suroffre va continuer de s'intensifier. Premièrement, les taux d'intérêt bas et en recul constant accentuent la pénurie de placements et maintiennent la planification de nouvelles surfaces à un niveau excessif (cf. fig. 9). Deuxièmement, des surfaces déjà planifiées depuis longtemps mais dont la construction a été retardée suite à des difficultés de commercialisation, devraient encore arriver sur le marché. Troisièmement, la demande devrait rester atone malgré une croissance économique décente: les implantations d'entreprises se font plus rares, le marché pour les optimisations de surfaces des grandes sociétés est saturé et les branches de croissance axées sur le marché national sont moins disposées à acquérir de nouvelles surfaces.

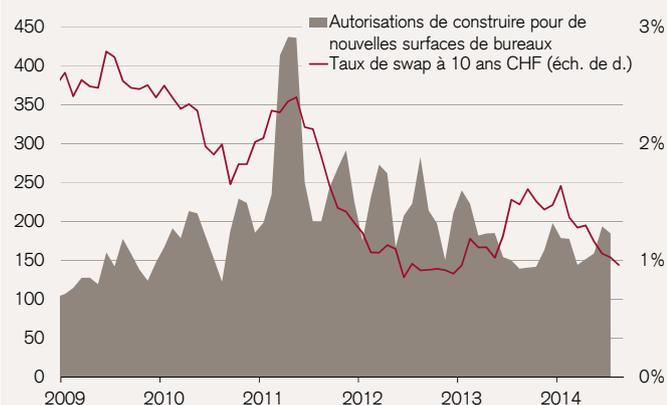
**CBD zurichois: augmentation des surfaces vacantes de 138% à 96 000 m<sup>2</sup>**

En réaction, les taux de vacance sur les 5 principaux marchés de surfaces de bureaux suisses ont connu une forte hausse de 9,7% en rythme annuel. Ce problème est particulièrement aigu à Zurich, où 215 000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux étaient inoccupés en juin 2014 (cf. fig. 10). Globalement, ceci ne devrait correspondre qu'à 3,4% du stock de surfaces estimé de la ville. La répartition des surfaces vacantes est néanmoins préoccupante: presque la moitié (96 000 m<sup>2</sup>) des surfaces inoccupées est en effet recensée dans la zone restreinte du CBD, ce phénomène résultant des délocalisations hors centre-ville des grandes entreprises. Bien situées, les surfaces vacantes sont onéreuses, mais doivent fréquemment être rénovées et ne répondent plus aux exigences des entreprises modernes. Parce qu'aucune fin de l'expansion des surfaces dans les quartiers périphériques et le Glattal n'est en vue, la problématique des surfaces vacantes devrait de plus en plus se concentrer sur la périphérie du marché des surfaces de bureaux zurichois. Pour s'imposer face aux nouvelles constructions, les investisseurs misent sur les modernisations et changements d'affectation à Zurich. Dans les 4 autres grands centres, l'évolution des taux de vacance reste dans la norme. Fait réjouissant, la situation s'est améliorée sur le marché genevois. Du fait du manque de place à Genève et des obstacles administratifs au développement immobilier, un volume relativement restreint de nouvelles surfaces de bureaux a vu le jour ces dernières années. La pénurie d'espace et la retenue en matière de planification de nouvelles surfaces ont accru les frais de location pour les entreprises genevoises, mais ont empêché le taux de vacance d'augmenter.

Figure 9

#### Les faibles taux d'intérêt stimulent la planification de nouvelles surfaces

Autorisations pour de nouvelles surfaces de bureaux en mio. CHF; moyenne glissante sur 3 mois; taux de swap à 10 ans CHF



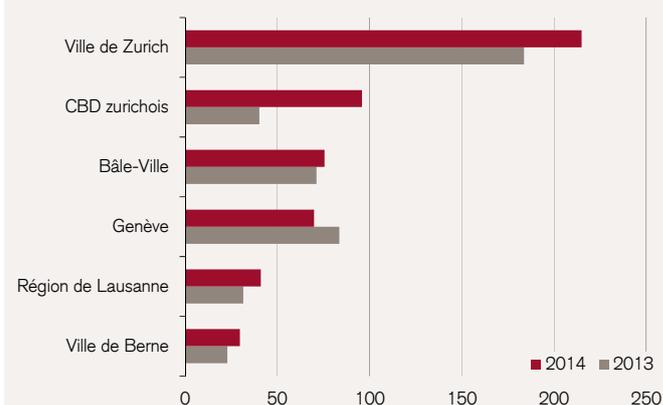
Source: Baublatt, Datastream, Credit Suisse

Swiss Issues Immobilier | Septembre 2014

Figure 10

#### Augmentation marquée des surfaces vacantes

Surfaces de bureaux vacantes en milliers de m<sup>2</sup>



Source: divers offices de la statistique

## Surfaces de vente

### Inversion de tendance sur le front des vacances?

**Le commerce en ligne représente une menace sans précédent pour les surfaces de vente. Si le marché parvenait jusqu'à présent à relever le défi, l'évolution actuelle du taux de vacance signale que cette situation pourrait désormais changer.**

#### Evolution majoritairement stable jusqu'en 2013 malgré l'essor du commerce en ligne

Le commerce en ligne, qui depuis longtemps affiche une croissance nettement plus rapide que le commerce de détail (cf. fig. 11), fait peser une menace sans précédent sur celui-ci. En 2013, les chiffres d'affaires du commerce en ligne ont gagné près de 10%, alors que le commerce de détail n'enregistrait qu'une légère progression. Par le passé, les mutations structurelles ont menacé les surfaces de commerce de détail à de multiples reprises, mais le commerce stationnaire était alors gagnant (magasins spécialisés p. ex.). Même si le commerce en ligne génère lui-même une certaine demande de surfaces stationnaires (p. ex. showrooms), les déplacements de chiffres d'affaires auront tôt ou tard des répercussions négatives sur les surfaces de vente. Malgré la menace que constitue le commerce en ligne, le marché des surfaces de vente a néanmoins connu une évolution stable. Depuis plusieurs années, les surfaces vacantes ont stagné entre 64 000 et 73 000 m<sup>2</sup> dans les villes et cantons mentionnés (cf. fig. 12). Les facteurs favorisant la demande tels l'immigration, la croissance des salaires réels, la tendance à la succursalisation et l'arrivée sur le marché de chaînes étrangères se sont ici révélés essentiels. Côté offre, la retenue croissante des investisseurs et l'expansion modérée des surfaces en résultant ont permis une évolution globalement stable du marché ces dernières années (cf. fig. 3, p. 13).

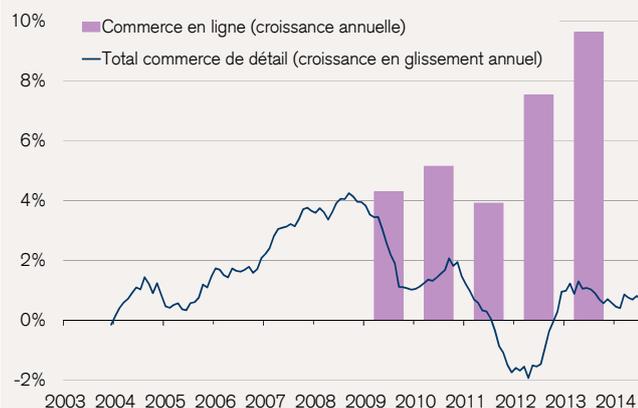
#### 2014: année charnière?

Le vent semble tourner en 2014: les surfaces inoccupées sont passées de 66 000 m<sup>2</sup> en 2013 à presque 93 000 m<sup>2</sup> en 2014 (cf. fig. 12), soit une hausse de 40%. Même si la valeur actuelle semble déformée par le doublement des surfaces vacantes dans les cantons de Vaud et de Bâle-Ville, cette augmentation devrait être interprétée comme un avertissement. En effet, à l'exception de Bâle-Campagne, où les surfaces vacantes ont baissé après plusieurs années d'extension, des cantons de Neuchâtel et Genève, où l'évolution est stable, les surfaces inoccupées se sont accrues dans toutes les unités territoriales pour lesquelles des informations sont disponibles. Les taux de vacance devraient ainsi augmenter dans les localisations où la fréquentation, le raccordement au réseau routier ou la demande directe font défaut. Même les surfaces en rez-de-chaussée dans les nouvelles constructions, qui sont arrivées en masse sur le marché du fait de l'activité soutenue ces dernières années, ne sont pas exclues de cette tendance.

Figure 11

#### Croissance des chiffres d'affaires, commerce de détail et en ligne

Croissance annuelle en %; commerce en ligne: disponible à partir de 2009

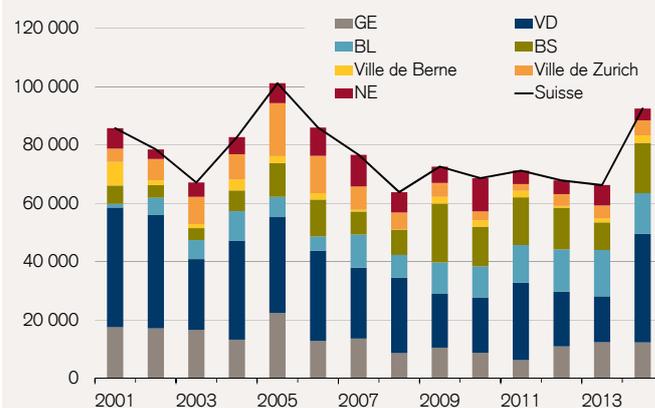


Source: Office fédéral de la statistique, GfK, Credit Suisse

Figure 12

#### Surfaces de vente vacantes

Surfaces vacantes par régions en m<sup>2</sup>, jour de référence: 1<sup>er</sup> juin



Source: divers offices de la statistique

## Immobilier commercial

### Ralentissement de la demande de surfaces de bureaux

L'évolution de l'emploi dans les branches de bureau classiques s'est assombrie en cours d'année par rapport à 2012/2013. La modeste croissance annuelle de 1,1% enregistrée au 2<sup>e</sup> trimestre 2014 est de nouveau à mettre au crédit de l'informatique et des bureaux d'architecture et d'ingénierie. Les anciens moteurs de la croissance tels les services aux entreprises et les services de placement manquaient à l'appel. Avec une croissance de 2,3% au 2<sup>e</sup> trimestre 2014, l'emploi dans l'industrie tertiaisée a en revanche conservé son statut de pilier de la demande de surfaces de bureaux. Ceci dit, l'efficacité des surfaces restant le principal motif d'implantation et de déménagement pour de nombreuses entreprises, la demande effective de surfaces devrait être modeste.

### Surfaces de bureaux: reprise des investissements en 2014

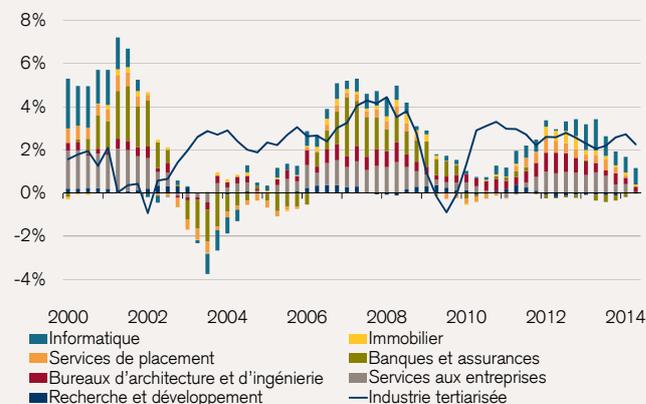
Au cours du présent cycle, la planification de nouveaux immeubles de bureaux n'a que brièvement été interrompue pendant la récession de 2009. Les volumes des investissements ont néanmoins augmenté continuellement jusqu'en 2012 pour atteindre 2,5 mrd CHF. En dépit du repli actuel des volumes planifiés au niveau de la moyenne à long terme, de nombreux projets sont dans des stades de planification ou de construction avancés. L'emploi au sein des prestataires de services n'ayant cependant pas progressé dans la même mesure sur les trois dernières années, de nombreux projets rencontrent des difficultés de prélocation. Il en résulte un allongement du délai entre l'octroi du permis de construire et l'investissement réel, raison pour laquelle il faut s'attendre à une nouvelle (et sans doute dernière) croissance des investissements en 2014.

### Surfaces de vente: pas de distorsion du marché liée aux taux d'intérêt

A l'inverse des immeubles résidentiels et de bureaux, aucune distorsion du marché liée aux faibles taux d'intérêt n'est observable pour les surfaces de vente. Bien au contraire: avec 410 mio. CHF, le total des demandes de permis de construire de nouvelles surfaces de vente atteint son plus bas niveau depuis 2000. A l'origine de cette propension modérée à investir: le commerce en ligne, qui fait peser une menace sans précédent sur le marché des surfaces de vente, ainsi que la tendance à la saturation. Au regard du niveau plancher des demandes de permis déposées pour de nouvelles surfaces de vente, aucun redressement rapide de la planification n'est à attendre dans les mois à venir.

### Evolution de l'emploi de bureau

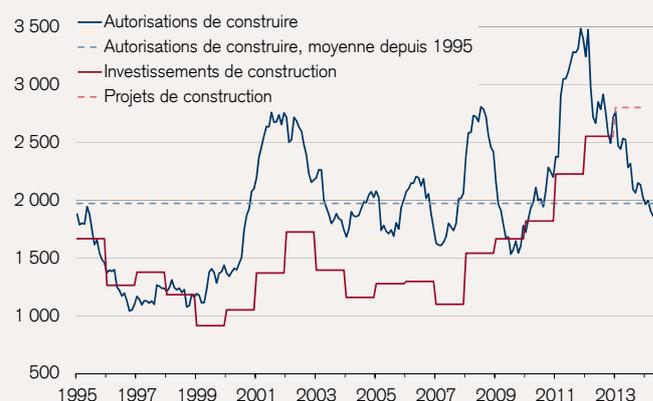
Taux de croissance et contributions à la croissance en comparaison annuelle



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### Planification et investissements (constructions neuves)

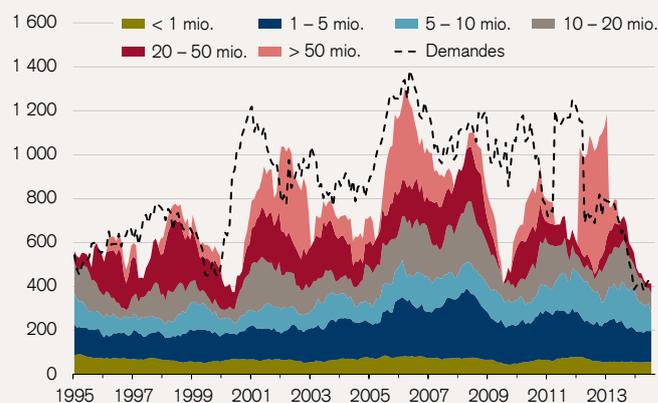
Volumes d'autorisations (somme gliss. 12 mois) et investissements en mio. CHF



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

### Planification de nouvelles surfaces de vente

Autorisations par importance des projets, en mio. CHF; somme gliss. sur 12 mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

## Placements immobiliers indirects

### Nombreux atouts pour les placements immobiliers indirects

Les placements immobiliers indirects suisses profitent du nouveau repli des taux d'intérêt à long terme depuis le début de l'année. Jusqu'au 17 septembre, les fonds immobiliers cotés avaient réalisé un rendement global de 8,9%, contre 8,8% pour les sociétés immobilières. La baisse des taux d'intérêt constitue ici le principal moteur, car l'écart entre le rendement direct moyen des fonds immobiliers et le taux d'un emprunt de la Confédération à 10 ans atteint un nouveau sommet. Le niveau de cet écart est même encore sous-estimé: dans le cas de nombreux fonds, les distributions de revenus locatifs ne sont pas imposables – tout comme la fortune investie n'est pas soumise à l'impôt sur la fortune. Le rendement direct correspond alors déjà au rendement après impôt.

### L'évolution des taux ne s'arrête pas aux frontières

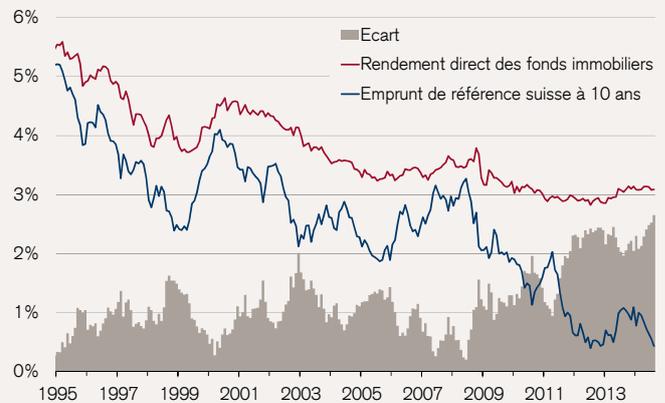
Outre le potentiel haussier limité des moteurs fondamentaux des marchés immobiliers suisses, les taux d'intérêt resteront un défi majeur dans les prochaines années. Une hausse des taux d'intérêt à long terme devrait avoir des impacts négatifs sur les surcoûts des placements immobiliers cotés. A l'inverse du Libor, qui ne devrait pas augmenter avant la fin 2015, les taux d'intérêt à long terme sont relativement peu influencés par la politique monétaire suisse. Depuis le début des années 2000, la corrélation internationale des taux suisses s'est renforcée et leur évolution reste fortement liée aux emprunts d'Etat allemands notamment. L'évolution des taux à l'étranger devrait par conséquent à terme déclencher une inversion sur le front des surcoûts des placements immobiliers suisses cotés.

### Placements suisses à la traîne de leurs homologues mondiaux

Le rendement global des placements immobiliers cotés suisses est certes remarquable depuis le début de l'année, mais reste inférieur à la moyenne en comparaison internationale. Seules les actions immobilières japonaises ont fait moins bien. De notre avis, la sous-performance suisse s'explique par le fait que le potentiel haussier des valorisations des immeubles et les évolutions dans le contexte de marché actuel sont plus restreints qu'en d'autres endroits. Le taux de référence pour les loyers stagne, l'extension des surfaces de bureaux et des logements locatifs est soutenue et l'immigration devrait bientôt ralentir. Par ailleurs, les taux d'escompte pour les valorisations des immeubles ne recèlent plus guère de potentiel baissier.

### Ecart de rendement à un nouveau sommet

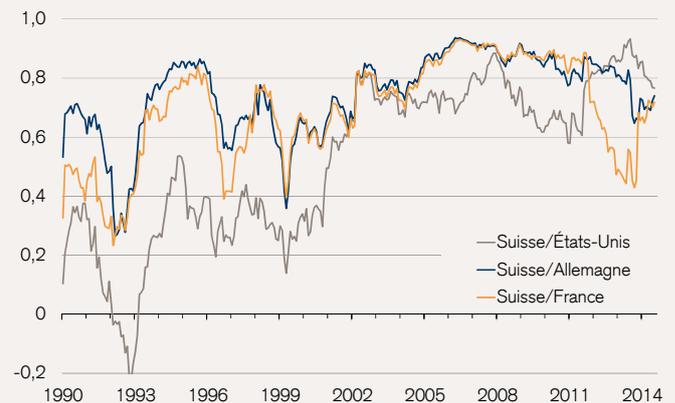
Rendement sur distribution des fonds vs rendement des emprunts d'Etat à 10 ans



Source: Credit Suisse, Datastream, dernier rapport annuel des fonds

### Les taux d'intérêt suisses devraient rester sous l'influence de l'étranger

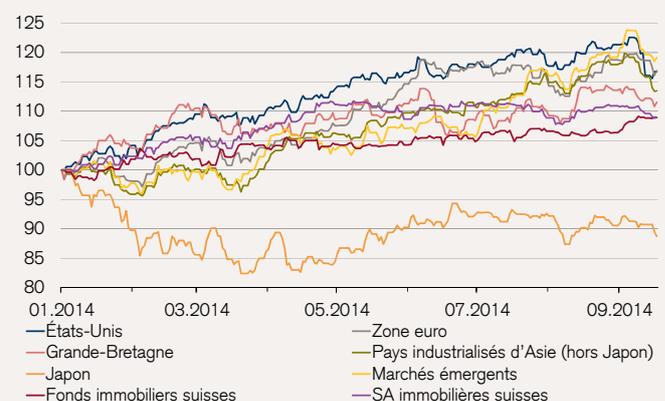
Corrélation sur 24 mois roulants de l'évolution des taux des emprunts d'Etat à 10 ans



Source: Credit Suisse, Datastream

### Placements immobiliers suisses à la traîne

Performance depuis le début de l'année; indice: 01.01.2014 = 100



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.

**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:

[https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code\\_of\\_conduct\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_en.pdf)

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](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 pour les juridictions suivantes

**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.

Pour toutes informations complémentaires y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de Credit Suisse Disclosure 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/](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 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 ne sont disponibles qu'à des clients grossistes disposant d'actifs liquides de plus de 1 million d'USD qui disposent d'une expérience et d'une compréhension suffisantes pour participer aux marchés financiers dans une juridiction de grossiste 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 (ACP) 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 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, 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, qui est réglementé par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse professionnelle à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **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, 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.**

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

14C025A\_R

## Autres publications du Credit Suisse



### Global Real Estate Monitor Q3 2014

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.

**19 septembre 2014**



### Moniteur des branches 3<sup>e</sup> trimestre 2014

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

**29 septembre 2014**



### Neue Aargauer Bank NAB-Regionalstudie 2014

L'étude régionale annuelle 2014 de la NAB porte sur le rôle des PME dans l'économie argovienne. Sources branches se regroupent dans Sources régions? Sources sont les perspectives du canton en tant que site d'accueil de PME?

**14 octobre 2014**



### Indice de la construction suisse 4<sup>e</sup> trimestre 2014

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.

**20 novembre 2014**



### Moniteur Suisse 4<sup>e</sup> trimestre 2014

Le Moniteur Suisse commente et anticipe les évolutions économiques, politiques et conjoncturelles.

**11 décembre 2014**



### Retail Outlook 2015 Faits et tendances

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.

**7 janvier 2015**

**La prochain Moniteur Immobilier paraîtra le 3 décembre 2014.**



## REAL ESTATE ASSET MANAGEMENT

**En y regardant de plus près,  
vous découvrirez nos meilleurs sites.**

Une diversification judicieuse grâce à l'immobilier à l'étranger:  
CS Real Estate Fund International et CS Real Estate Fund Global

Berlin, Vancouver, Tokyo... Avec nos fonds, vous investissez directement dans des immeubles du monde entier. Des immeubles à usage commercial situés dans de grands centres économiques. Leurs revenus locatifs engendrent un cash-flow continu et une distribution en permanence. Jugez-en par vous-même sur notre site Internet – ou lors d'un voyage autour du monde.

[credit-suisse.com/ch/realestate](http://credit-suisse.com/ch/realestate)