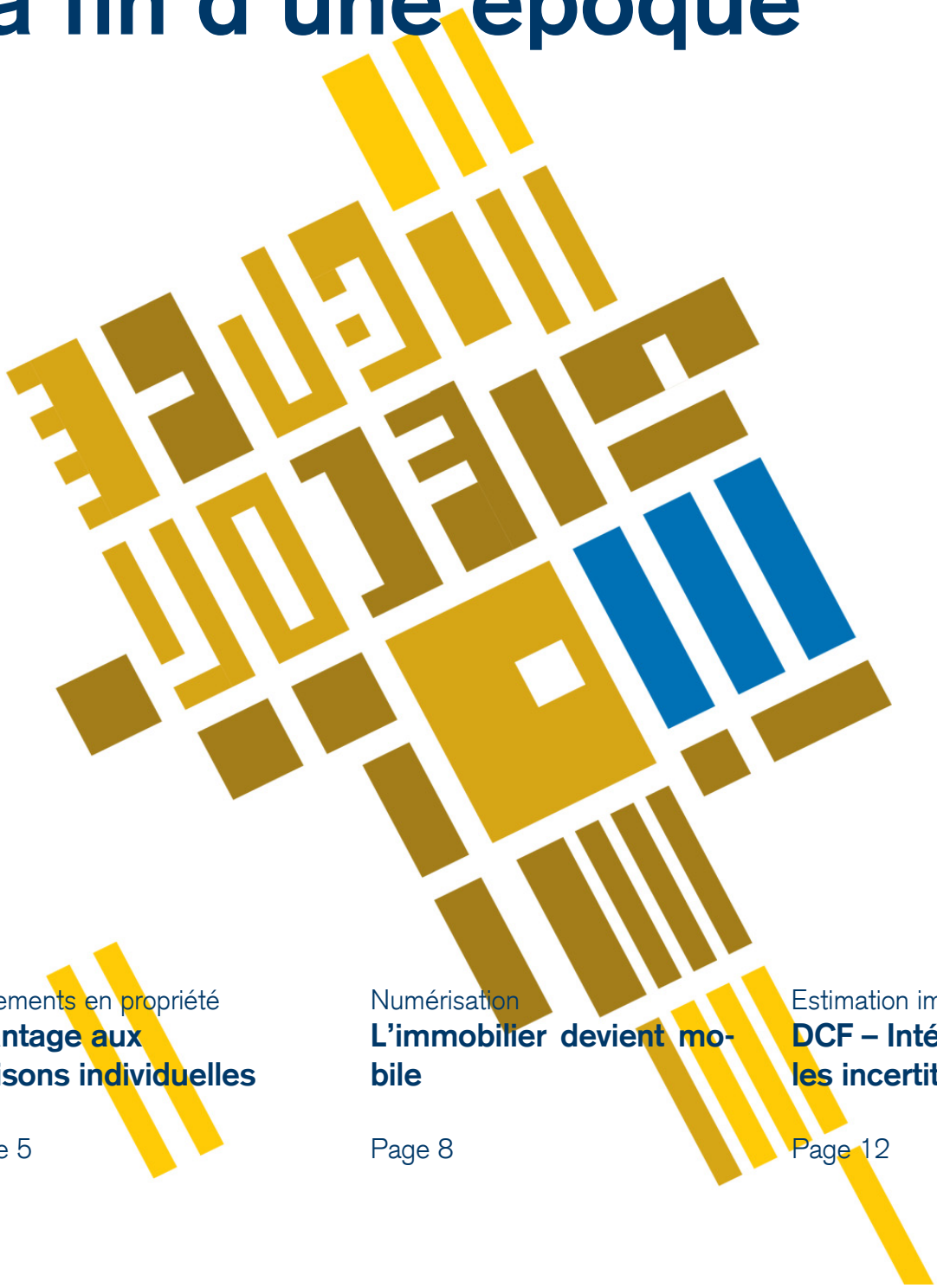
CREDIT SUISSE

INVESTMENT SOLUTIONS & PRODUCTS
Swiss Economics

Moniteur immobilier Suisse

2e trimestre 2017

La fin d'une époque



Logements en propriété
Avantage aux maisons individuelles
Page 5

Numérisation
L'immobilier devient mobile
Page 8

Estimation immobilière
DCF – Intégrer les incertitudes
Page 12

Impressum

Éditeur
Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
+41 44 333 67 63
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

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

Clôture de rédaction
24 mai 2017

Série de publications
Swiss Issues Immobilien

Visitez notre site Internet
www.credit-suisse.com/immobilien

Copyright
Ce document peut être cité en mentionnant la source.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou
sociétés liées. Tous droits réservés.

Auteurs

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

Brice Hoffer
+41 44 333 92 97
brice.hoffer@credit-suisse.com

Fabian Hürzeler
+41 44 333 73 14
fabian.huerzeler@credit-suisse.com

Thomas Rieder
+41 44 332 09 72
thomas.rieder@credit-suisse.com

Dr. Fabian Waltert
+41 44 333 25 57
fabian.waltert@credit-suisse.com

Denise Fries
Drilon Kastrati

Éditorial

Chère lectrice, cher lecteur,

La phase de croissance continue des prix des logements en propriété est révolue. À la fin 2016, les prix de ce segment se sont en effet inscrits pour la première fois en baisse en comparaison des valeurs de l'année précédente – après une phase haussière extraordinairement longue de 14 années. De nombreux agents immobiliers n'ont encore jamais été confrontés à des prix en baisse et doivent s'habituer à cette nouvelle donne. Comment expliquer à un propriétaire souhaitant vendre son bien qu'il en demande un prix trop élevé? Tels sont les défis auxquels sont aujourd'hui confrontés les agents immobiliers, même si la situation générale demeure très stable. Pour les trimestres à venir, nous n'anticipons qu'un léger repli – voire une stagnation – des prix des logements en propriété. Au vu des envolées enregistrées par le passé et de la crainte s'intensifiant depuis 2010 d'une nouvelle crise immobilière dans notre pays, cette évolution va sans nul doute dans la direction souhaitée par le régulateur. La situation s'est d'ailleurs également calmée sur le front des crédits hypothécaires. En dépit de taux d'intérêt historiquement bas, la croissance du volume hypothécaire n'a jamais été aussi faible depuis la fin des années 1990, tout au début de la longue phase d'augmentation des prix (p. 7).

Autre nouveauté: les prix des maisons individuelles sont aujourd'hui les plus élevés. Durant plusieurs années, ce sont les prix des appartements en propriété qui ont affiché les plus fortes progressions. Ce n'est plus le cas. Sur les quatre derniers trimestres, les prix des appartements de gamme moyenne ont en effet sensiblement reculé en Suisse, tandis que l'évolution restait légèrement positive pour les maisons individuelles de même standing. Selon nous, la principale raison de ce changement réside dans le déplacement de la demande des centres devenus inabordables vers la périphérie, ainsi que dans l'absence de demande en provenance des ménages situés proches du seuil de financement (p. 5). Le repli de la demande de logements en propriété se reflète également dans un tassement de l'activité de planification sur le segment des propriétés par étage. Ces 12 derniers mois, le nombre de permis de construire délivrés pour des appartements en propriété a ainsi diminué de 18% en rythme annuel (p. 7).

Mais les changements auxquels sont confrontés les agents immobiliers ne s'arrêtent pas là. L'immobilier devient mobile. La commercialisation se réinvente en misant sur la réalité augmentée et virtuelle, où un savant mélange de vidéos, de photographies et de modélisation 3D permet de créer un monde virtuel. Les acheteurs potentiels peuvent visiter les biens à tout moment et le temps et les coûts alloués aux déplacements diminuent, tant pour les agents immobiliers que pour leurs clients. Le potentiel que recèlent ces nouvelles technologies est énorme et le marché immobilier pourrait bien devenir l'un des domaines d'application les plus lucratifs de la réalité virtuelle (p. 8).

Les ordinateurs plus performants et les programmes toujours plus ergonomiques vont sans doute également révolutionner l'estimation immobilière. Dans la méthode DCF, qui s'est imposée dans le domaine de l'estimation, la probabilité de réalisation des valeurs pronostiquées est trop souvent négligée par souci de simplification. Les estimations immobilières qui en résultent ne tiennent donc pas suffisamment compte des incertitudes, et véhiculent un sentiment trompeur de sécurité. Les simulations de Monte-Carlo, dans lesquelles l'ordinateur intègre des milliers de constellations différentes, sont plus à même d'identifier les risques et de fournir les informations correspondantes aux investisseurs (p. 12).

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

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics

Sommaire

Logements en propriété: avantage aux maisons individuelles **5**
La croissance des prix des logements en propriété s'est interrompue après 14 années de hausse continue. Il faut s'attendre à une stagnation sur les prochains trimestres. L'évolution des prix des maisons individuelles devrait se révéler supérieure à celle des appartements, du fait que la demande s'éloigne des centres devenus inabordables et parce que la part de la valeur du terrain est généralement plus élevée pour les maisons individuelles.

Numérisation: l'immobilier devient mobile **8**
La commercialisation immobilière se réinvente en misant sur la réalité augmentée et virtuelle. Les technologies devraient améliorer l'efficacité du marché et réduire le risque pour les développeurs.

Logements locatifs: un taux de référence à bas niveau pour longtemps **9**
Le 1er juin 2017, l'Office fédéral du logement a annoncé l'abaissement de 1,75% à 1,50% du taux de référence, qui devrait désormais se maintenir à ce niveau plancher sur une période prolongée.

Immobilier commercial **11**

Estimation immobilière: DCF – intégrer les incertitudes **12**
La méthode DCF (discounted cash flow) s'est imposée dans le domaine de l'estimation de biens immobiliers. Les valeurs sur lesquelles elle repose s'appliquent au futur, raison pour laquelle elles doivent être pronostiquées. Ces prévisions sont donc empreintes d'incertitudes dont les estimations DCF ne tiennent pas assez compte. Les simulations de Monte-Carlo sont à même d'identifier les risques.

Placements immobiliers **14**

Logements en propriété

Avantage aux maisons individuelles

La croissance des prix des logements en propriété s'est interrompue après 14 années de hausse continue. Il faut s'attendre à une stagnation sur les prochains trimestres. L'évolution des prix des maisons individuelles devrait se révéler supérieure à celle des appartements, du fait que la demande s'éloigne des centres devenus inabordables et parce que la part de la valeur du terrain est généralement plus élevée pour les maisons individuelles.

Léger repli ou stagnation des prix attendu

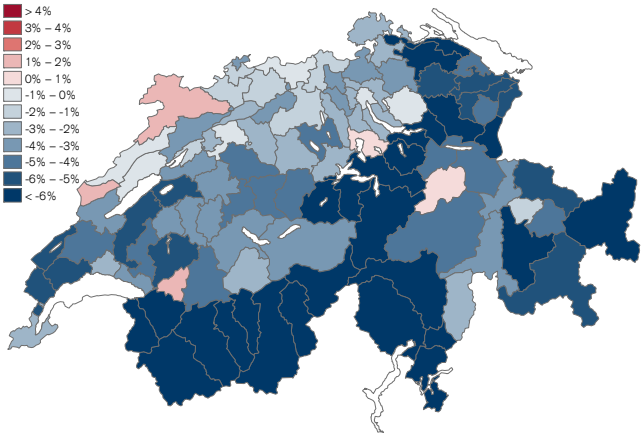
Pendant presque 15 ans, les prix des logements en propriété n'ont pas cessé d'augmenter. Ces dernières années, les niveaux élevés déjà atteints et le durcissement efficace de la réglementation se sont traduits par un ralentissement – et récemment même par une interruption – de la dynamique haussière. Dans la majorité des régions, les prix des logements en propriété s'inscrivent actuellement en léger repli et devraient plus ou moins stagner dans un futur proche. Les taux d'intérêt toujours très bas et une activité de construction au ralenti s'opposent à une érosion marquée des prix. Dans le même temps, le nombre de ménages ne parvenant plus à remplir les exigences réglementaires en matière de financement s'accroît, ce qui rend improbable toute envolée dans les trimestres à venir. Ces derniers trimestres, ce sont surtout les régions affichant des prix encore abordables qui ont enregistré de fortes progressions – d'où une augmentation du nombre de ménages qui, ne disposant pas de revenus supérieurs à la moyenne, sont incapables de remplir les critères d'admissibilité pour un financement.

Hausse des prix plus marquée pour les maisons individuelles

Les prix ont récemment connu des évolutions disparates dans les différents segments, se repliant de 4,1% sur les quatre derniers trimestres pour les appartements en propriété et augmentant de 0,4% pour les maisons individuelles. Cette situation s'observe d'ailleurs dans presque toutes les régions (cf. fig. 1 et 2). Les prix des appartements ont davantage progressé que ceux des maisons individuelles uniquement à Zoug, et respectivement moins baissé à Genève. Pendant de nombreuses années, cette évolution était jugée normale, puisque la demande se concentrait essentiellement sur les logements en propriété en zone urbaine, ce qui profitait surtout au segment des appartements (cf. fig. 3). Or, la tendance s'est inversée à partir du 2e semestre 2014 (cf. fig. 4), et ce pour divers motifs que nous allons développer dans la partie qui suit.

Fig. 1: Croissance des prix des appartements en propriété

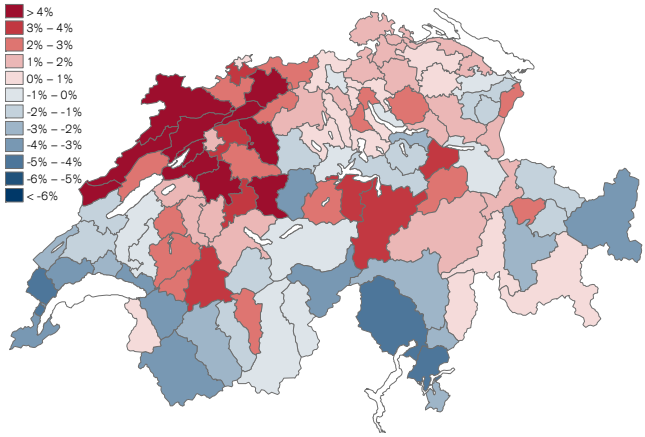
Croissance des prix de transaction des appartements en propriété (segment moyen) au 1er trimestre 2017 par rapport au 1er trimestre 2016



Source: Wüest Partner, Geostat

Fig. 2: Croissance des prix des maisons individuelles

Croissance des prix de transaction des maisons individuelles (segment moyen) au 1er trimestre 2017 par rapport au 1er trimestre 2016



Source: Wüest Partner, Geostat

La demande se concentre sur les maisons bon marché dans les régions périphériques

La propriété reste plus abordable dans les régions périphériques. Il n'est donc guère surprenant que la demande y soit plus vigoureuse. À cette demande locale vient en outre s'ajouter celle des ménages d'autres régions plus onéreuses, en quête de logements en propriété meilleur marché. Dans les secteurs périphériques, ce sont les maisons individuelles qui dominent, tandis que les appartements sont sous-représentés, raison pour laquelle la demande agrégée entraîne surtout les prix des premières à la hausse. La demande de logements en propriété a en revanche reculé dans les zones urbaines, notamment celle émanant des ménages situés proches du seuil de financement – ce dont pâtit essentiellement le segment des appartements, ce dernier étant plus représenté dans les villes.

Les maisons individuelles sont devenues très rares dans les zones urbaines

Dans les zones urbaines, les maisons individuelles sont en revanche de plus en plus rares, les nouvelles constructions étant peu nombreuses dans ce segment en raison du prix élevé des terrains. Beaucoup de maisons existantes disparaissent en outre, laissant la place à de nouveaux appartements en propriété. Les maisons individuelles sont donc des biens recherchés dans les régions urbaines, ce qui s'inscrit en soutien de leur niveau de prix.

Le zonage plus strict a un impact positif sur les prix des terrains

La loi sur l'aménagement du territoire a nettement durci les dispositions en matière de classement des terrains en zone à bâtir. Les terrains constructibles sont donc moins nombreux – y compris en dehors des centres – et la pression urbaine va par conséquent s'exercer davantage sur les parcelles à bâtir existantes. Cette raréfaction croissante ainsi que l'attente de taux d'exploitation supérieurs liés à la hausse de la densification font grimper les prix des terrains constructibles. La part correspondant à la valeur du terrain étant généralement plus élevée pour les maisons individuelles, les prix de ces dernières augmentent actuellement de manière plus marquée que ceux des appartements.

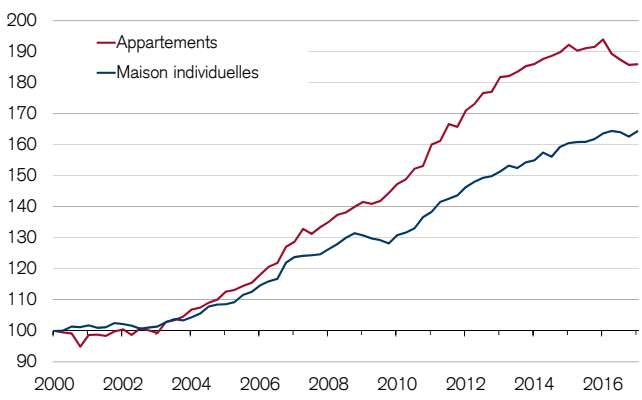
Le repli des taux fait augmenter la valeur des maisons individuelles

Créant la surprise, les taux d'intérêt ont encore diminué l'année dernière. Le bas niveau des taux font davantage augmenter la valeur des maisons individuelles, car la valeur de ces dernières se révèle être plus durable. Cela s'explique par la part plus élevée correspondant à la valeur du terrain qui, contrairement à la valeur du bâtiment, n'est pas soumise à une dépréciation due à l'âge. La valeur d'une maison individuelle est donc «plus durable sur le long terme». Et plus certaines valeurs sont éloignées dans le temps, plus l'impact des taux d'intérêt est marqué, comme le démontrent de simples calculs de valeur actuelle. Les faibles taux d'intérêt se traduisent donc par une plus-value plus importante sur les maisons individuelles que sur les appartements en propriété.

Il est difficile d'évaluer lequel des facteurs précités est décisif. La baisse des taux d'intérêt se poursuivant déjà depuis un certain temps, il semble que ce soit plutôt le déplacement de la demande vers les zones où dominent les maisons individuelles qui se révèle déterminant, ainsi que la raréfaction des terrains constructibles.

Fig. 3: Comparaison des indices des MI et AP

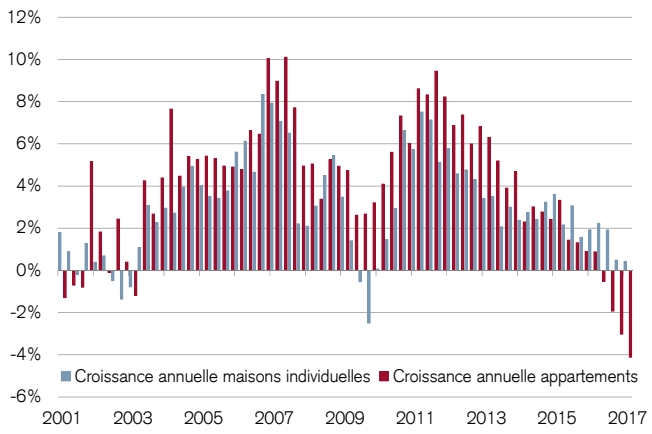
Indices des prix de transaction des appartements en propriété et maisons individuelles; T1 2000 = 100



Source: Wüest Partner

Fig. 4: Comparaison des taux de croissance des MI et AP

Croissance des prix de transaction par rapport au même trimestre de l'année précédente



Source: Wüest Partner

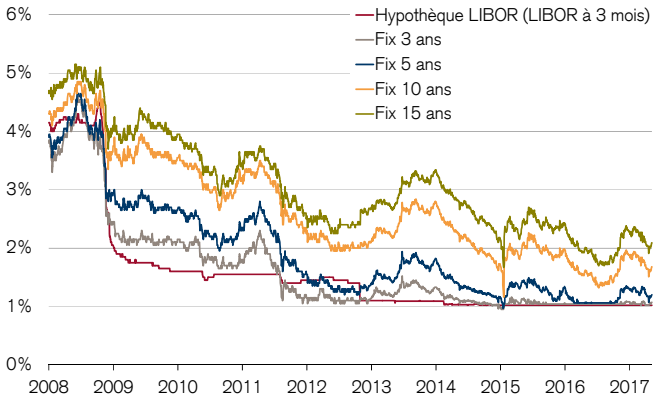
Logements en propriété

Les taux hypothécaires restent bas

Les taux d'intérêt des hypothèques fix ont baissé sur les premiers mois de l'année 2017, compensant ainsi une partie des hausses enregistrées après l'élection présidentielle américaine à la fin 2016. Dans les 12 mois à venir, nous pensons que la BNS va maintenir la marge de fluctuation de ses taux directeurs inchangée entre –1,25% et –0,25%. Pour les hypothèques LIBOR et fix à échéances courtes, nous tablons par conséquent sur une stagnation. Les taux d'intérêt des hypothèques fix à longue échéance devraient en revanche repartir en légère hausse dans les 12 prochains mois, bien que l'évolution demeure volatile.

Fig. 5: Taux d'intérêt hypothécaires pour diverses durées

Taux hypothécaires lors de la conclusion, en %



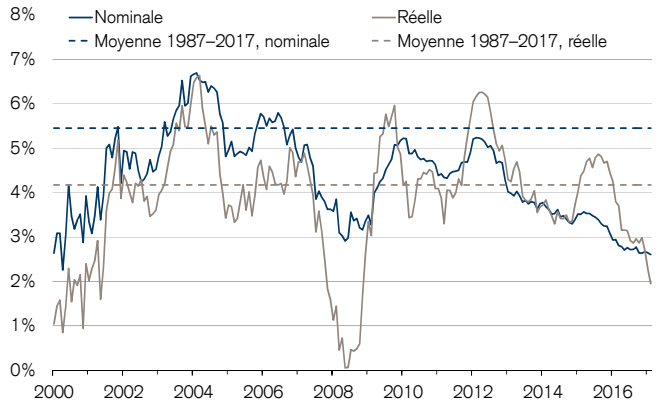
Source: Credit Suisse

Volume hypothécaire: faible dynamique de croissance

Malgré des taux hypothécaires toujours très bas, de moins en moins de ménages peuvent se permettre d'accéder à la propriété, et ce en raison du niveau de prix atteint et des exigences réglementaires élevées en matière d'octroi de crédits hypothécaires. Cela freine la demande de logements en propriété et réduit les besoins en hypothèques, comme le confirme l'évolution du volume hypothécaire. Pour l'heure, le taux de croissance de ce dernier pour les ménages privés s'établit encore à 2,61% en glissement annuel. En termes réels, la hausse n'est cependant que de 1,95%, soit nettement en dessous de la moyenne à long terme. Cela dit, le repli de la croissance nominale s'est quelque peu ralenti au cours des derniers mois.

Fig. 6: Croissance du volume hypothécaire des ménages privés

Croiss. du volume hypothécaire par rap. au même mois de l'année précédente, en %



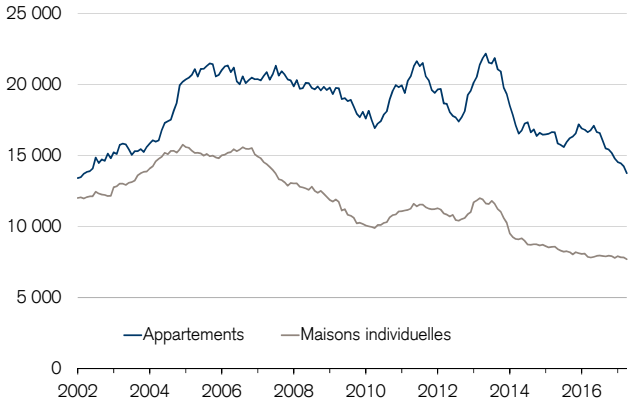
Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Normalisation de l'activité de construction

L'activité de construction de logements en propriété continue de ralentir. Au cours des 12 derniers mois, seuls quelque 14 000 appartements et 7700 maisons individuelles ont ainsi été autorisés. En glissement annuel, cela correspond à un repli de 18% pour les appartements en propriété et de 1,6% pour les maisons individuelles. Le tassement se révèle le plus marqué dans les centres, bien que de nombreux secteurs en dehors des régions onéreuses soient également concernés. Malgré cela, l'expansion du logement en propriété se maintient à niveau moyen en comparaison historique. Il s'agit donc davantage d'une normalisation que d'un effondrement de l'activité de construction.

Fig. 7: Logements en propriété planifiés

Permis de construire octroyés; somme mobile sur 12 mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

Numérisation

L'immobilier devient mobile

La commercialisation se réinvente en misant sur la réalité augmentée et virtuelle. Les technologies devraient améliorer l'efficacité du marché et réduire le risque pour les développeurs.

Branche de l'immobilier: RA et RV en plein essor

Les technologies de la réalité augmentée (RA) et de la réalité virtuelle (RV) sont généralement associées au monde des jeux vidéo. La RA désigne la technique consistant à projeter des objets virtuels dans le monde réel. L'application la plus célèbre est ici sans aucun doute le jeu pour smartphone «Pokémon GO». Dans la RV, l'ordinateur génère une simulation d'un environnement réel. Outre les jeux, le nombre d'applications commerciales ne cesse d'augmenter – surtout en Chine –, parmi lesquelles se trouvent quelques produits destinés au marché immobilier. Après les jeux vidéo et les loisirs, l'évènementiel, la santé et l'ingénierie, l'immobilier est aujourd'hui crédité du potentiel financier le plus prometteur pour les applications de RA/RV. En Suisse, les acteurs établis et autres start-ups ont d'ailleurs également commencé à commercialiser de telles technologies dans le domaine de l'immobilier.

De la visite en ligne au commerce virtuel

RA et RV vont sans doute révolutionner la commercialisation de biens immobiliers. De nos jours, certaines agences immobilières proposent d'ores et déjà des biens parfois très éloignés dans des showrooms équipés de matériels de RV. L'entrée dans ce monde commence par des visites virtuelles, au cours desquelles les agents immobiliers accompagnent les acheteurs potentiels pendant le visionnage de vidéos à 360°, leur présentant des biens à la vente ou à la location. La prochaine étape technologique sera la visite interactive, dans laquelle les déplacements dans le monde virtuel sont pilotés par l'utilisateur. Seule condition pour ce dernier: être en possession d'un smartphone. Pour améliorer le rendu, il est également possible d'utiliser des lunettes ou des masques de RV. Un savant mélange de vidéos, de photographies et de modélisation 3D permet de créer un monde virtuel. La visite virtuelle permet de se faire une idée de la luminosité et des dimensions d'une pièce, ce qui n'est guère possible en visionnant des vidéos classiques ou des photographies. Les acheteurs potentiels peuvent visiter les objets à tout moment, ce qui réduit le temps et les coûts alloués aux déplacements, tant pour les agents immobiliers que pour leurs clients. Prochaine étape presque logique: le commerce virtuel. La visite virtuelle permet ici de modifier l'équipement et le mobilier du bien, et d'acheter directement les objets.

Commercialisation précoce grâce à la modélisation 3D

Une autre application de la RV consiste à utiliser les plans d'un bien pour en créer une visualisation en trois dimensions. Même si l'objet n'existe que sur le papier, des applications logicielles en génèrent un modèle 3D et permettent ainsi une commercialisation très précoce. Le développeur est par ailleurs en mesure de présenter son projet de manière intuitive et compréhensible, ce qui facilite la communication avec le client. Ce dernier peut visiter l'objet avant même sa construction et – si nécessaire – demander certaines modifications. Cela permet d'éviter les malentendus et les travaux de construction peuvent se dérouler en toute quiétude.

Le marché devient plus efficace et les risques diminuent

Le ressenti des acheteurs potentiels et le niveau de réalisme des visites virtuelles seront sans doute déterminants pour le succès de cette technologie. Le monde virtuel n'est, de fait, pas à l'abri de manipulations destinées à attirer plus de clients potentiels. En outre, les coûts représentent un obstacle certain, puisque la création d'une expérience numérique requiert au minimum une caméra 360°. Avec la baisse des coûts de réalisation, ce sont les avantages concurrentiels qui devraient bientôt prédominer, les biens immobiliers pouvant être présentés à un cercle plus important de clients potentiels et les visites devenant moins cruciales. Lors de transactions au sein de grands portefeuilles, les visites virtuelles rendues possibles par la RV évitent d'examiner chaque objet individuellement. Le marché de l'immobilier dans son ensemble gagnerait en efficacité, car les coûts de transaction diminueraient. Le risque lié au développement serait par ailleurs moindre, puisque la commercialisation peut commencer avant même le début des travaux, ce qui permet d'évaluer précocement l'acceptation du marché. Dans l'ensemble, RA et RV devraient donc profiter à l'ensemble des acteurs du marché.

Logements locatifs

Un taux de référence à bas niveau pour longtemps

Le 1er juin 2017, l'Office fédéral du logement a annoncé l'abaissement de 1,75% à 1,50% du taux de référence, qui devrait désormais se maintenir à ce niveau plancher sur une période prolongée.

Baisse du taux de référence malgré la tendance à la hausse des taux à long terme

La hausse des taux longs à l'automne 2016 et les relèvements répétés du taux directeur aux États-Unis nous ont montré que la politique monétaire ultra-expansionniste des banques centrales est en train de s'achever. Ceci dit, alors que la tendance en matière de taux s'est timidement inversée sur les marchés des capitaux et des crédits hypothécaires, le taux de référence hypothécaire, qui détermine l'orientation des loyers existants, évolue toujours dans la direction opposée (cf. Fig. 8). Ce fait, qui devrait réjouir de nombreux locataires, arrive à un moment inopportun pour les bailleurs qui sont confrontés à des coûts de refinancement et à des taux de vacance en augmentation, ainsi qu'à une pression croissante sur les loyers libres lors de la réattribution de logements.

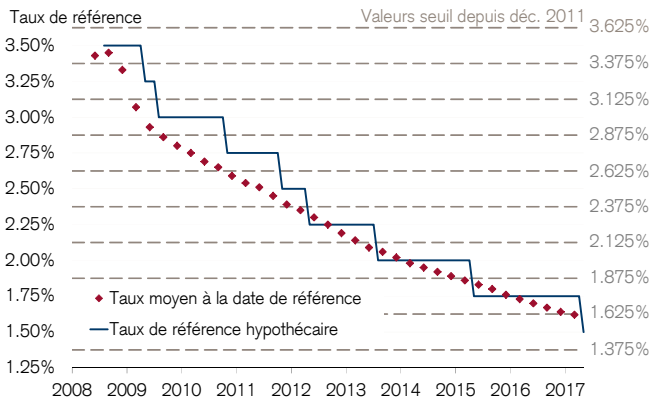
Inertie marquée sur le front du taux moyen

Cette évolution opposée du taux de référence s'explique par l'inertie inhérente du taux moyen (cf. Fig. 9) de l'ensemble des hypothèques en cours sur lequel il est fondé. Une part importante du volume hypothécaire étant constituée d'hypothèques fix, qui entrent dans le calcul sur toute leur durée, le taux moyen ne réagit ainsi que très lentement aux changements. Les modifications du comportement des emprunteurs, qui ajustent leurs échéances en réponse aux variations de la courbe des taux, contribuent également à cette inertie.

Nouvel abaissement et remontée rapide peu probables

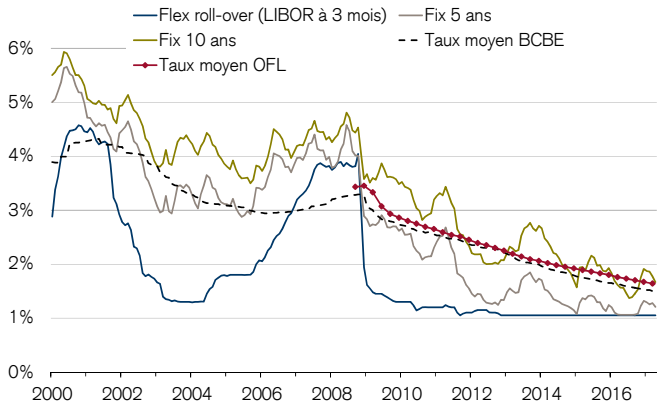
Le taux moyen s'inscrit en repli constant depuis 2009, bien que la dynamique ralentisse progressivement. Il devrait passer sous le seuil de 1,375% pour que le taux de référence soit abaissé à 1,25%. Un tel scénario nous paraît très improbable puisque le creux a déjà été franchi pour les échéances à plus long terme et que les taux ne devraient pas diminuer sur les durées courtes, même dans le cas hypothétique d'une nouvelle réduction du taux directeur par la BNS. Mais il ne faut pas non plus attendre de rebond rapide du taux de référence, l'effet des prolongations d'hypothèques à des taux plus favorables primant sur celui de la légère hausse des taux d'intérêt pour les nouveaux acquéreurs. Le taux d'intérêt d'une hypothèque fix à 10 ans est ainsi inférieur d'environ 270 pb à son niveau prévalant une décennie auparavant. Nous prévoyons par conséquent que le taux de référence se maintiendra à 1,5% jusqu'au 2e semestre 2019 au moins, pour ensuite n'augmenter que très lentement.

Fig. 8: Taux de référence hypothécaire
Évolution du taux de référence et du taux moyen déterminant



Source: Office fédéral du logement, Credit Suisse

Fig. 9: Taux hypothécaires et taux moyens effectifs
Taux d'intérêt hypothécaires (à la conclusion, moyenne mensuelle) et taux moyens effectifs



Source: Credit Suisse, Office fédéral du logement, Banque Cantonale Bernoise

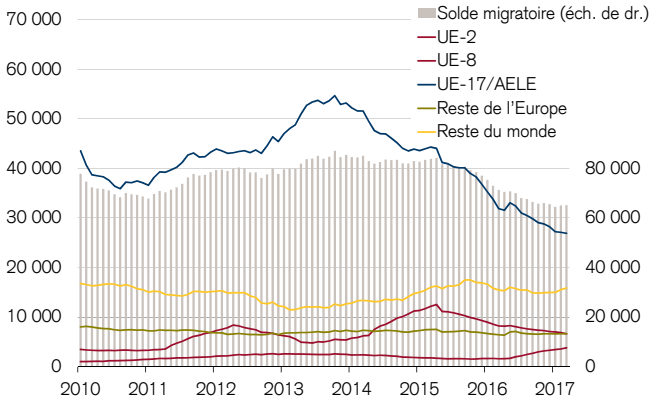
Logements locatifs

Stabilisation de l'immigration à un faible niveau

Après avoir fortement reculé en 2016 pour atteindre son plus bas niveau depuis l'instauration de la libre circulation des personnes avec l'UE, l'immigration s'est stabilisée au 1er trimestre 2017. Cette évolution s'explique par la légère progression de l'immigration nette en provenance de pays tiers et les arrivées accrues de ressortissants de Bulgarie et de Roumanie. Celles-ci devraient toutefois ralentir dans le courant de l'année, d'autant plus que le Conseil fédéral a activé la clause de sauvegarde, qui limitera considérablement l'immigration depuis ces deux États de l'UE sur les 12 prochains mois. Pour 2017, nous anticipons un solde migratoire de l'ordre de celui de l'année précédente.

Fig. 10: Immigration nette

Population résidente permanente étrangère, par nationalité et total (hors corrections des registres), sommes sur 12 mois



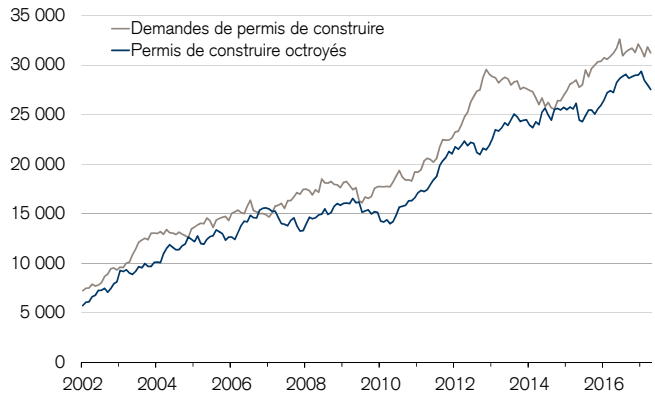
Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

Poursuite du boom de la construction

Le boom de la construction de logements locatifs devrait se poursuivre en 2017. Un léger repli était certes récemment observable sur le front du nombre d'unités d'habitat ayant obtenu une autorisation de construire. Les investisseurs devraient peu à peu prendre conscience du fait que l'augmentation des taux de vacance complique la commercialisation de logements, bien que le niveau de rendement des cash-flows reste attrayant. Le nombre toujours élevé de demandes de permis de construire laisse également supposer que la tendance ne s'est pas encore inversée. Avec plus de 31 000 unités d'habitat planifiées sur les 12 prochains mois, le record de l'année précédente n'est pas loin d'être atteint.

Fig. 11: Activité de construction de logements locatifs

Demandes et octrois de permis de construire, sommes sur 12 mois, en nb d'unités



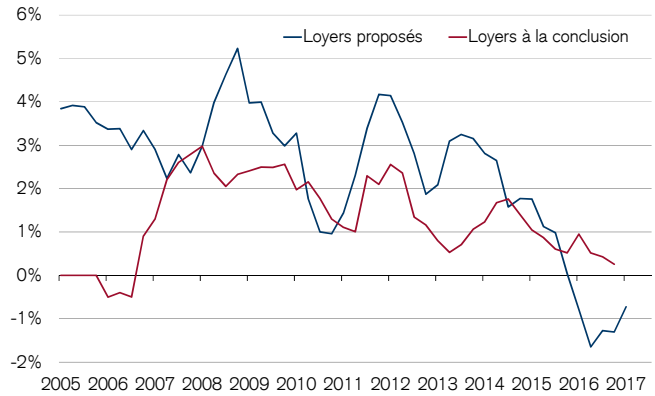
Source: Baublatt, Credit Suisse

Fin de la phase de hausse des loyers

La phase prolongée de hausse des loyers est arrivée à son terme l'année passée. Sous l'effet du recul de l'immigration et de l'importante activité de construction, les personnes en quête d'un logement ont gagné en pouvoir de négotiation. Cette évolution se reflète notamment sur le front des loyers proposés qui, au 1er trimestre 2017, s'inscrivaient 0,7% en deçà de leur niveau du 1er trimestre 2016. Avec l'abaissement du taux de référence annoncé le 1er juin (de 1,75% à 1,50%), la croissance des loyers à la conclusion devrait également ralentir, au plus tard en fin d'année.

Fig. 12: Loyers libres

Croissance annuelle (nominale)



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

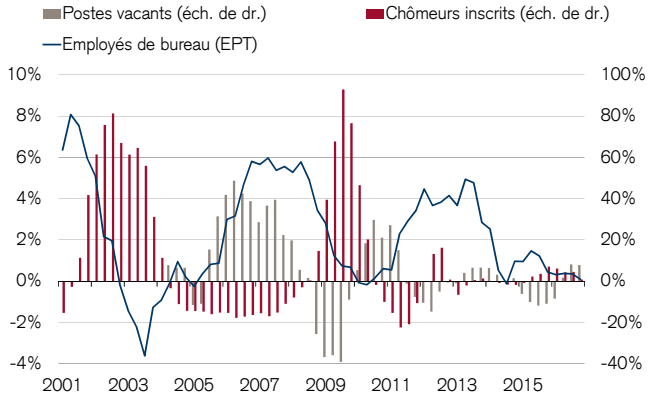
Immobilier commercial

Surfaces de bureaux: la demande devrait légèrement rebondir

La situation reste difficile sur le front de la demande de surfaces de bureaux. Au 4e trimestre 2016, la croissance de l'emploi dans les banches de bureau traditionnelles a atteint son chiffre le plus bas depuis deux ans (+0,1% en rapport à l'année précédente). Le nombre de chômeurs inscrits augmente depuis maintenant sept trimestres, bien qu'à un rythme modéré (+0,7% par rapport à l'année précédente). Des signaux positifs sont en revanche observables sur le front des postes à pourvoir: soutenu par l'amélioration des perspectives conjoncturelles, cet indicateur a fortement progressé (+7,8% en glissement annuel), ce qui suggère un renouveau de la dynamique de l'emploi.

Fig. 13: Emploi de bureau, postes à pourvoir et nombre de chômeurs

Croissance annuelle des postes à pourvoir, du nombre de chômeurs et de l'emploi de bureau



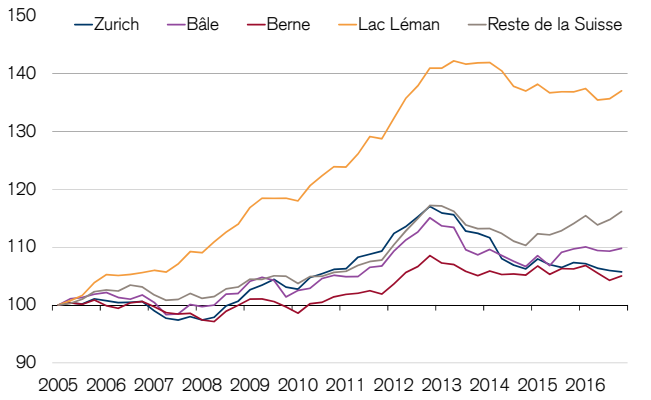
Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Surfaces de bureaux: les corrections des loyers ne sont pas encore achevées

La tendance négative enregistrée depuis plus de quatre ans par les loyers des surfaces de bureaux reste d'actualité dans plusieurs marchés régionaux. Au 4e trimestre 2016, les loyers dans la région de Zurich s'inscrivaient 1,5% en deçà de leur niveau de l'année précédente, conséquence d'une faible demande. La région de Berne a également connu un repli (–1,1%), tandis que les loyers sont restés stables autour du lac Léman et dans la région de Bâle. Au regard de l'offre toujours élevée et de la dynamique modérée de la demande, la tendance ne devrait pas s'inverser de sitôt.

Fig. 14: Loyers des surfaces de bureaux

Indices hédonistes des loyers dans différentes régions: 1er trimestre 2005 = 100



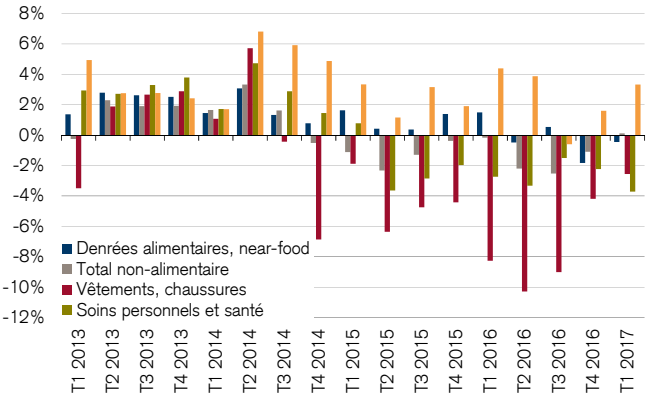
Source: Wüest Partner

Surfaces de vente: un répit pour les chiffres d'affaires du commerce de détail

Il ne se passe guère de semaine sans actualités inquiétantes concernant le commerce de détail helvétique. Au 1er trimestre 2017, les chiffres d'affaires réels de la branche sont néanmoins restés stables en glissement annuel. Le segment du non-alimentaire a même vu ses chiffres légèrement augmenter par rapport au même trimestre de l'année précédente – pour la première fois depuis le 3e trimestre 2014. Cette progression est imputable à la croissance de 3,3% du chiffre d'affaires de l'électronique grand public ainsi qu'au recul des pertes dans le secteur de l'habillement. Le segment alimentaire/near-food, qui est généralement relativement stable, a en revanche enregistré un léger repli de son chiffre d'affaires (–0,5%) par rapport au 1er trimestre 2016.

Fig. 15: Chiffres d'affaires du commerce de détail

Croissance réelle, par groupes de produits, variation par rapport au même trimestre de l'année précédente en %



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

Estimation immobilière

DCF – intégrer les incertitudes

La méthode DCF (discounted cash flow) s'est imposée dans le domaine de l'estimation de biens immobiliers. Les valeurs sur lesquelles elle repose s'appliquent au futur, raison pour laquelle elles doivent être pronostiquées. Ces prévisions sont donc empreintes d'incertitudes, dont les estimations DCF ne tiennent pas assez compte. Les simulations de Monte-Carlo sont à même d'identifier les risques.[1]

Estimation: la clé de chaque objet immobilier

L'estimation immobilière reflète le prix estimé d'un bien-fonds et constitue de ce fait l'un des fondements de nombreux chiffres-clés immobiliers (comme ceux concernant le rendement). Elle revêt par conséquent une importance cruciale pour les décisions d'investissement et de désinvestissement. Elle fournit également un outil de contrôle pour les placements immobiliers indirects. Au vu de l'hétérogénéité des biens-fonds, ainsi que de leur longue durée de vie, l'estimation immobilière se révèle particulièrement complexe.

Les estimations DCF se fondent sur des prévisions – mais qu'advient-il lorsque celles-ci ne se réalisent pas?

Les approches établies pour l'estimation immobilière sont la méthode de la valeur de rendement et la méthode DCF. La première est le plus souvent utilisée pour les immeubles plurifamiliaux et par les petits investisseurs, tandis que les investisseurs professionnels et le secteur de l'immobilier commercial plébiscitent la seconde. L'estimation DCF intègre des informations relatives aux futurs flux financiers d'un bien immobilier, dont la valeur actuelle est calculée à l'aide d'un taux d'escompte. La méthode DCF implique l'établissement de diverses hypothèses concernant la future évolution des différentes variables, comme les taux d'intérêt, les recettes locatives ou encore les coûts de réhabilitation. La qualité de l'estimation dépend étroitement de la pertinence des prévisions établies. Or, les prévisions sont par nature empreintes d'incertitudes – incertitudes dont les approches déterministes courantes, dans lesquelles chaque variable ne peut prendre qu'une valeur définie, ne tiennent pas compte. Il en résulte un sentiment trompeur de sécurité, les propriétaires ne disposant d'aucune information relative au risque d'inexactitude affectant l'estimation.

Les méthodes de simulation tiennent compte des risques inhérents aux prévisions

Les incertitudes liées aux prévisions peuvent être maîtrisées à l'aide de méthodes de simulation, comme par exemple la simulation de Monte-Carlo (MCS). Dans cette dernière, les variables définies sont aléatoires et peuvent revêtir diverses valeurs selon différents niveaux de probabilité (cf. fig. 16). La valeur immobilière est ici calculée plusieurs fois, chaque calcul reposant sur une valeur aléatoire différente en fonction de la distribution des probabilités. L'estimation ne se solde donc pas par une valeur unique, mais par une distribution de valeurs possibles (cf. fig. 17). Il est ainsi possible de quantifier et d'interpréter les risques inhérents aux incertitudes. Cette méthode est applicable tant pour l'estimation de biens individuels que pour celle de portefeuilles immobiliers.

Matérialiser les incertitudes

Si la méthode DCF classique ne fournit que la valeur actuelle d'un bien individuel ou d'un portefeuille, la distribution de valeurs permet de calculer d'autres chiffres-clés. Outre la valeur escomptée, qui représente la valeur médiane attendue, l'écart-type permet d'établir la distribution des différentes valeurs autour de cette valeur escomptée. Le coefficient d'aplatissement (kurtosis) donne des indications sur la «pointicité» de la distribution, notamment par rapport à une distribution normale (excess kurtosis). L'inclinaison témoigne quant à elle de l'asymétrie de la distribution, et indique si la distribution s'aplatit davantage à gauche ou à droite de la valeur escomptée. Il est également possible de déterminer des ratios de risque asymétriques, comme la VAR (valeur exposée au risque). La VAR indique p. ex. le seuil en dessous duquel la valeur d'un bien immobilier ne pourra pas descendre avec une probabilité de 95%. La fourniture de tels chiffres-clés aux investisseurs et propriétaires leur permet de matérialiser les incertitudes liées aux prévisions des variables, et ainsi également les risques qui en découlent. La plus-value pour l'utilisateur final est considérable.

[1] Le présent article est un résumé de la thèse de fin d'études de la promotion MAS 2016, récompensée par le prix scientifique CUREM: Fries, D. (2016). Unsicherheiten und Risiken in Immobilienbewertungen: Monte-Carlo-Simulation zur Bewertung von Wohnliegenschaften.

La difficulté réside dans le choix de la distribution

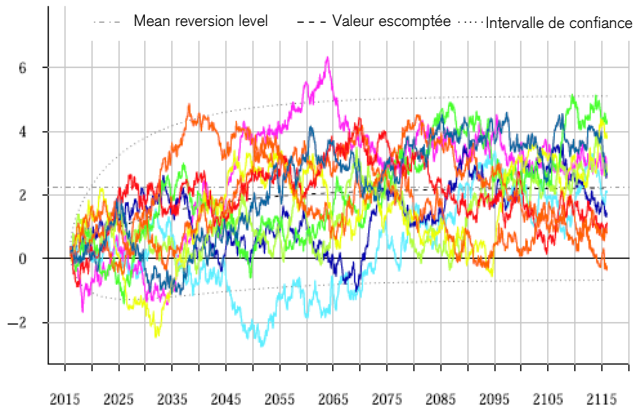
Le plus grand défi lors d'une simulation de Monte-Carlo est de choisir la distribution des variables. Il est ici possible de s'appuyer sur des valeurs historiques, ou de recourir à l'avis d'un expert. Le choix de la distribution des probabilités étant fastidieux et complexe, il n'est guère recommandé de simuler l'ensemble des variables. L'accent devrait plutôt être porté sur les variables qui exercent le principal impact sur l'estimation du bien, ou qui sont difficiles à prévoir. Les variables cruciales peuvent être déterminées à l'aide d'analyses de sensibilité. Citons ici tout d'abord le taux d'escompte, dont l'influence sur les résultats de l'estimation est très forte. Moins importants, mais d'un poids considérable, viennent ensuite les coûts de réhabilitation, suivis de la croissance des loyers, des frais d'exploitation, des coûts d'entretien et du taux de vacance. Pour intégrer l'incertitude régnant actuellement sur les marchés des utilisateurs, il est recommandé de simuler le taux d'escompte, la croissance des loyers ainsi que le taux de vacance. Les frais d'exploitation et d'entretien restent relativement stables dans le temps et sont faciles à pronostiquer, il est donc préférable de ne pas les simuler pour des considérations liées au rapport coût/efficacité et d'utiliser des valeurs fixes.

MCS: un outil permettant de mieux évaluer les risques et incertitudes

La simulation de Monte-Carlo est un complément efficace aux méthodes classiques d'estimation des immeubles de rapport. Sa plus-value réside dans le fait qu'elle tient compte des incertitudes et permet ainsi de quantifier les risques pouvant affecter la valeur d'un bien-fonds. Les incertitudes autour de l'évolution des variables étant jusqu'à présent négligées dans les estimations. Dans le contexte de marché actuel, les biens-fonds se négocient parfois nettement au-dessus de leur valeur estimée. Simultanément, les marchés des utilisateurs deviennent de plus en plus exigeants et le potentiel de hausse des taux d'intérêt est considérable à plus long terme. En pareille situation, l'approche plus différenciée de la simulation de Monte-Carlo – qui permet d'évaluer les risques potentiels des projets de développement et des transactions – se révèle être un outil précieux affinant l'évaluation immobilière. Grâce à elle, il est en outre plus facile de mesurer l'impact en termes de profil risque/rendement d'une acquisition pour un portefeuille existant.

Fig. 16: Taux sans risque: une évolution incertaine

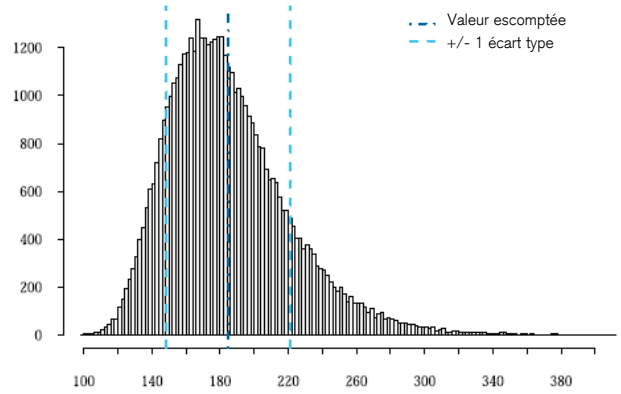
Évolution du rendement réel de l'obligation de la Confédération à 10 ans sur la base de 10 simulations choisies aléatoirement, 2016–2115



Source: Fries, D. (2016)

Fig. 17: Distribution de probabilité à la place des évaluations à points

Distribution absolue de la probabilité des valeurs vénales simulées pour un portefeuille type, en mio. CHF



Source: Fries, D. (2016)

Placements immobiliers

Placements immobiliers: primes de risque toujours élevées

Les placements immobiliers ont toujours la faveur des investisseurs, et ce en dépit de difficultés croissantes dans le cadre de la commercialisation, de taux de vacance en hausse et de loyers en baisse. Cette fidélité s'explique surtout par l'environnement de taux négatif et le relèvement des taux aux États-Unis. En pareil contexte, il ne faut guère s'attendre à des rendements obligataires positifs en 2017 (contrairement à l'année précédente), ce qui dope la demande de placements immobiliers. L'écart de rendement moyen de ces derniers face aux placements à revenu fixe s'établit toujours entre 280 (fonds immobiliers) et 380 (actions immobilières et placements directs) points de base.

Valorisation élevée pour les actions immobilières suisses

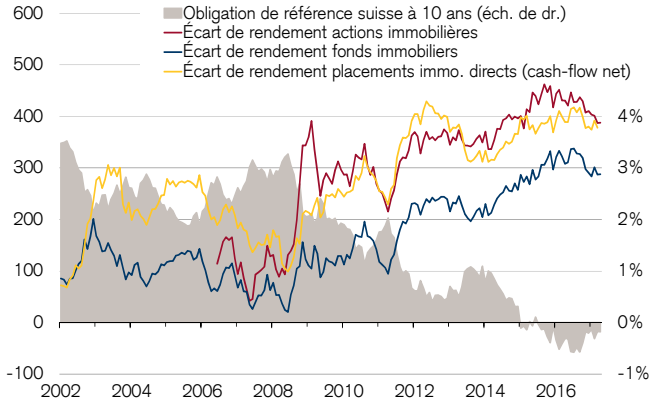
Depuis janvier 2016, les actions immobilières suisses ont généré un rendement global de 23,7%, surperformant l'indice SPI ainsi que leurs homologues de la zone euro, de Grande-Bretagne et des États-Unis. Les actions immobilières helvétiques n'ont que peu réagi à l'augmentation des taux d'intérêt au cours des derniers mois de l'année 2016 et ont poursuivi leur excellente performance en 2017. Le résultat relatif s'est cependant légèrement détérioré, puisque leur rendement global pour 2017 (+11,0%) reste pour l'heure en deçà de celui du SPI et des actions immobilières du Royaume-Uni et de la zone euro.

Agios de nouveau proches de leur sommet historique

À presque 34%, les agios des fonds immobiliers suisses se sont récemment rapprochés de leurs niveaux record de 2015. Les cours des fonds se sont rapidement remis de la hausse des taux longs intervenue au dernier trimestre de 2016 – les fonds ciblant l'immobilier résidentiel en tête. Les agios de ces derniers dépassent désormais de près de 20 points de base ceux des sociétés immobilières commerciales. Actuellement, le marché pondère davantage les rendements directs relativement attractifs des fonds que les risques de pertes de rendements et de corrections, qui augmentent maintenant aussi sur le segment résidentiel. La situation est peu susceptible d'évoluer tant que les taux d'intérêt resteront négatifs.

Fig. 18: Rendements directs des placements immobiliers

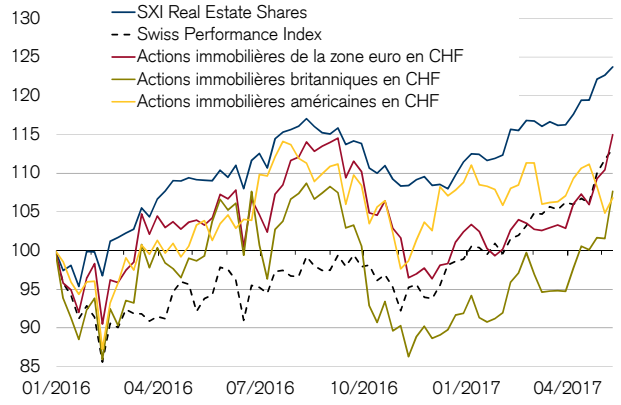
Écart de rendement par rapport aux emprunts d'État suisses à 10 ans



Source: Datastream, CIFI, Credit Suisse

Fig. 19: Performance des actions immobilières

Rendements totaux; indice: 01.01.2016 = 100

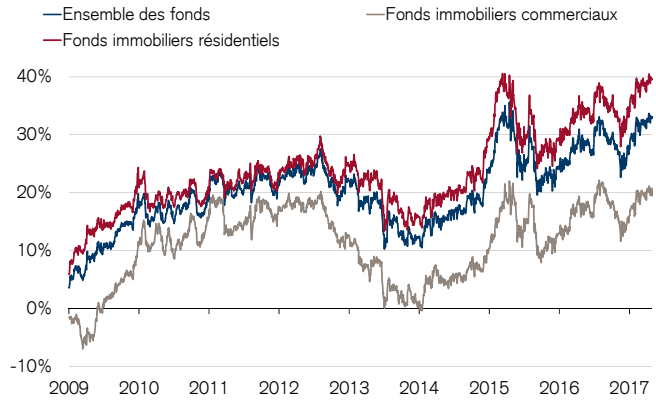


Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de résultats futurs. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

Fig. 20: Agios des fonds immobiliers suisses

Base: indice SXI Real Estate Funds



Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de résultats futurs. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Credit Suisse AG, Datastream, rapports annuels et semestriels des fonds

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 basée sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques 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.

Département Investment Strategy

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

Les stratèges en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Tous les articles et rapports de Research relatifs aux changements de recommandations et de notations des entreprises et/ou des différents instruments financiers peuvent être consultés sur le site suivant:
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 toute information complémentaire y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de Credit Suisse Global Research 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

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 CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **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. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. succursale Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **Bahreïn:** 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. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **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 des derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +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. **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 à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée

par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **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 (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 les règles et réglementations de 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. **Arabie saoudite:** Ce document ne peut pas être distribué dans le Royaume sauf aux personnes autorisées conformément aux réglementations relatives aux fonds de placement. Credit Suisse Saudi Arabia porte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document et confirme avoir fait toutes les vérifications raisonnablement nécessaires avec le plus grand soin et en toute bonne foi, et qu'il n'y a pas d'autres faits dont l'omission pourrait rendre toute déclaration contenue dans le présent document comme trompeuse. L'Autorité des marchés financiers n'assume aucune responsabilité quant au contenu de ce document, ne saurait être tenue responsable ni de l'exactitude ni de son exhaustivité et décline expressément tout responsabilité quant aux pertes qui pourraient résulter ou être induites par l'utilisation d'une partie quelconque de celui-ci. **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. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **EAU:** Ce document et les informations qu'il contient ne constituent en aucune façon une offre publique de valeurs mobilières aux Émirats Arabes Unis, et ils ne doivent par conséquent pas être interprétés comme tels. Les services ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs sophistiqués aux EAU qui (a) sont désireux et capables d'effectuer un examen indépendant des risques associés à l'investissement dans lesdits services et (b) y procèdent sur demande expresse de leur part. Les services n'ont pas été approuvés ou agréés par, ni enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, l'Autorité de supervision des marchés financiers ou toute autre autorité compétente ou agence gouvernementale des EAU. Ce document est réservé exclusivement à l'usage du destinataire nommé; il ne doit donc pas être remis ou montré à quiconque (à l'exception des employés, agents ou conseillers impliqués dans l'étude de l'investissement par le destinataire). Aucune transaction ne sera conclue aux EAU. **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. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnisations prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

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 © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

17C010A_IS

Autres publications du Credit Suisse

Étude Caisses de pension suisses 2017

Pour la quatrième fois, le Credit Suisse analyse le paysage des caisses de pension suisses. Cette étude repose entre autres sur une enquête de grande envergure menée auprès d'environ 200 caisses de pension et portant sur les défis actuels que doit relever le système du 2e pilier.

Paru le 2 mai 2017

Indice de la construction suisse 2e trimestre 2017

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

Paru le 24 mai 2017

Perspectives des espaces économiques régionaux: canton de St-Gall et les deux Appenzell

L'étude régionale fait la lumière sur des thèmes actuels concernant l'économie des cantons de Suisse orientale de St-Gall, Appenzell Rhodes-Intérieures et Appenzell Rhodes-Extérieures.

Paru le 30 mai 2017

Moniteur Suisse 2e trimestre 2017

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

12 juin 2017

Facteurs de succès des PME suisses 2017

Étude annuelle interrogeant les PME helvétiques quant à leurs facteurs de succès sur le site suisse. Cette année, l'accent thématique est placé sur le marché du travail et l'impact de la pénurie de spécialistes sur les PME helvétiques.

24 août 2017

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