

# Mouvements sur le marché hypothécaire

Volume hypothécaire  
**Dynamique en berne**

Page 5

Crédits hypothécaires  
**L'embaras du choix**

Page 9

Logements locatifs  
**Entre deux  
chaises**

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 2018

## Série de publications

Swiss Issues Immobilien

## Visitez notre site Internet

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

## Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.  
Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou  
sociétés liées. Tous droits réservés.

# Auteurs

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

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

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

Brice Hoffer

Chère lectrice, cher lecteur,

Le changement est la seule constante, comme l'affirmait le philosophe Héraclite d'Éphèse à ses concitoyens. Et cette sentence s'applique de plus en plus également aux marchés immobilier et hypothécaire, auxquels la numérisation donne un nouvel élan. Une bonne vingtaine de prestataires disposent aujourd'hui de leur propre canal d'offres en ligne, qui permet le traitement total ou partiel des hypothèques par voie numérique. Les technologies numériques modifient d'ailleurs la structure même du marché hypothécaire. Les différentes étapes de l'octroi d'un crédit sont de plus en plus souvent dissociées, ce qui offre la possibilité de les externaliser. Cela crée des potentiels tant pour les nouveaux acteurs que pour les prestataires établis. Grâce à l'environnement de taux planchers, les hypothèques intéressent en effet également les investisseurs qui ne possèdent pas les capacités de traitement nécessaires mais seraient enclins à faire appel aux services de tiers. Dans le même temps, le durcissement de la réglementation bancaire incite les prêteurs hypothécaires établis à réduire leur bilan et à rechercher des investisseurs externes (page 7).

Un changement s'annonce aussi sur le front du principal facteur régissant le marché hypothécaire: les taux d'intérêt. La phase de taux extrêmement bas s'achève et il faut d'ores et déjà réfléchir à une stratégie de couverture optimale. Or, l'approche en la matière dépend de la situation initiale individuelle de chaque preneur d'hypothèque et il n'y a donc pas de recette holistique. Il existe cependant certains outils, qui permettent d'identifier plus facilement la stratégie la mieux adaptée. Citons à titre d'exemple la comparaison entre les hypothèques à taux fixe à échéance longue et l'évolution théorique des hypothèques indexées sur le marché monétaire, dans laquelle les deux variantes génèrent la même charge d'intérêts. Sur la base de l'évolution spécifique du taux des hypothèques indexées sur le marché monétaire, un emprunteur peut évaluer en toute simplicité s'il doit ou non s'attendre à une hausse des taux et si une couverture ne serait pas judicieuse (page 9).

Malgré – ou plutôt grâce à – la fin de la longue phase de repli des taux, l'immobilier reste très demandé, en particulier en 2018. La quête d'alternatives aux placements obligataires, qui peinent à dégager un rendement positif dans l'environnement actuel, devrait en effet atteindre son point culminant cette année. En dépit d'un cycle bien avancé, nous anticipons de ce fait une demande toujours vive sur le marché immobilier, ainsi qu'une poursuite de la tendance haussière des prix et une activité de construction dynamique. Les corollaires de cette évolution sont des taux de vacance en augmentation et l'obligation d'adapter son offre le mieux possible à la demande. Cela ne fonctionne pas toujours de manière optimale et il semble parfois peu judicieux d'adopter sans réfléchir le comportement des autres investisseurs, comme le démontre notre analyse des logements trois pièces actuellement en construction (page 12).

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

Fredy Hasenmaile  
Responsable Real Estate Economics

## Sommaire

<b>Volume hypothécaire: dynamique en berne</b>	<b>5</b>
La Suisse affiche l'un des taux d'endettement des ménages privés les plus élevés au monde. La croissance continue de ce taux a de quoi inquiéter, mais elle s'inscrit depuis peu à un niveau inférieur à la moyenne.	
<b>Marché hypothécaire: la numérisation confère un nouvel élan</b>	<b>7</b>
Le marché des crédits hypothécaires reste dominé par les banques en Suisse. La numérisation et l'environnement de taux négatifs ont cependant favorisé l'apparition d'un nombre croissant de nouveaux acteurs innovants ces récentes années.	
<b>Crédits hypothécaires: l'embaras du choix</b>	<b>9</b>
Sur fond de lente hausse des taux hypothécaires, les emprunteurs devraient dès aujourd'hui réfléchir à leur future stratégie en matière de taux. Outre les considérations financières, ce sont ici les préférences et les besoins personnels qui sont décisifs.	
<b>Logements en propriété</b>	<b>11</b>
<b>Logements locatifs: entre deux chaises</b>	<b>12</b>
Les petits logements ont la faveur des investisseurs et les trois pièces se révèlent très populaires auprès des planificateurs et des maîtres d'ouvrage. Cette supposée moyenne idéale en matière de taille de logements pourrait toutefois les piéger entre deux chaises.	
<b>Immobilier commercial</b>	<b>15</b>
<b>Placements immobiliers</b>	<b>16</b>

## Volume hypothécaire

# Dynamique en berne

La Suisse affiche l'un des taux d'endettement des ménages privés les plus élevés au monde. La croissance continue de ce taux a de quoi inquiéter, mais elle s'inscrit depuis peu à un niveau inférieur à la moyenne.

### Suisse: taux d'endettement des ménages le plus élevé

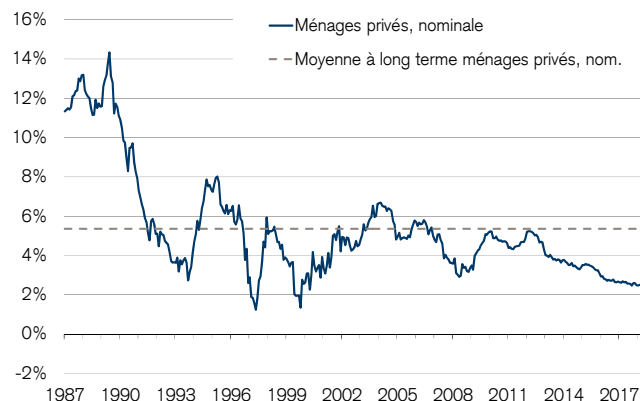
L'endettement des ménages helvétiques suscite l'inquiétude depuis longtemps déjà. Dans les statistiques internationales, la Suisse occupe régulièrement la première place en matière de taux d'endettement brut des ménages par rapport au produit intérieur brut (PIB) – avec l'Australie, le Canada, la Norvège et la Suède. Dans tous ces pays, c'est l'endettement hypothécaire, avec une part allant de 75% à 97% de la dette totale, qui est le principal responsable de la situation. Et ces chiffres sont effectivement inquiétants. Selon des études internationales, les longues phases de forte activité d'octroi de crédits par les banques ont en effet souvent été suivies de crises majeures. En cas d'apparition de distorsions sur les marchés (système bancaire sous pression, effondrement de la consommation, etc.), un endettement important peut fragiliser l'économie. Dans les années 1990, la Suisse a d'ailleurs subi les effets indésirables d'une crise immobilière et bancaire. Si la souscription de crédits est favorable à la croissance à long terme du PIB, cette influence s'inverse à partir d'un certain seuil d'endettement.<sup>1</sup> Or, avec un taux d'endettement hypothécaire total de 146% du PIB, la Suisse a déjà largement dépassé ce seuil.

### Ralentissement de la croissance du volume hypothécaire

La forte croissance de l'endettement hypothécaire s'explique par des spécificités suisses, parmi lesquelles les prix élevés de l'immobilier, la grande importance du marché du logement locatif (qui se trouve pour moitié en possession de particuliers) et le système fiscal incitant à s'endetter. Le risque de surchauffe du marché du logement en propriété observé en 2010 et 2012 a entraîné un durcissement de la réglementation. Le relèvement du taux de fonds propres imposé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, l'introduction du volant anticyclique de fonds propres par la Banque nationale suisse et, surtout, le renforcement de l'autorégulation décidé par les banques ont été des outils efficaces pour endiguer la croissance hypothécaire. Introduites à l'été 2012 et durcies à l'automne 2014, les mesures d'autorégulation ont sensiblement réduit le cercle des ménages capables de franchir les obstacles au financement d'un logement en propriété. Depuis, le taux de croissance annuel du volume hypothécaire des ménages privés (fig. 1) a été divisé par deux, passant de plus de 5% début 2012 à 2,57% à la fin 2017.

Fig. 1: Faible croissance du volume hypothécaire

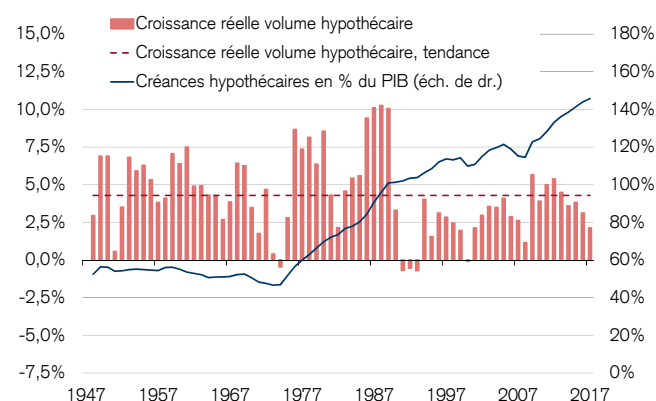
Croissance nominale du volume hypothécaire des ménages privés



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Fig. 2: Croissance hypothécaire très inférieure à la tendance

Croissance réelle du volume hypothécaire (particuliers et entreprises) et taux d'endettement en % du PIB



Source: Credit Suisse, Banque nationale suisse

<sup>1</sup> Cf. études de Cecchetti et Kharroubi (2012), Arcand et al (2015), ainsi que du Fonds monétaire international (2017)

La croissance nominale du volume hypothécaire s'inscrit ainsi à un niveau nettement inférieur à la moyenne à long terme de 5,36% depuis 1987. Ce ralentissement est non seulement imputable aux exigences de capital plus élevées, mais aussi au durcissement des directives en matière d'amortissement, qui prévoient un recouvrement plus rapide aux deux tiers de la valeur de nantissement.

### **Mille milliards CHF d'endettement hypothécaire d'ici à la fin 2018**

Au volume hypothécaire des particuliers vient s'ajouter celui des entreprises, bien que ce dernier entre pour seulement un quart dans le total des hypothèques en cours. Cumulé, le volume hypothécaire inscrit dans les livres des banques à la fin de l'année 2018 devrait dépasser le seuil de mille milliards CHF. En dépit du ralentissement, le taux d'endettement, c'est-à-dire le rapport entre l'endettement hypothécaire et la création de valeur mesurée à l'aune du PIB du pays, a encore augmenté. Évoquant les risques précités, certains cercles n'ont eu de cesse de critiquer cette évolution. Cela dit, le fait que le volume hypothécaire croisse plus rapidement que la création de valeur exprimée par le PIB n'est pas une nouveauté, puisque la tendance s'observe depuis 1975 (fig. 2). La part des créances hypothécaires dans le PIB a ainsi continuellement progressé, passant de 47% à 146%. Déterminer le niveau à partir duquel le taux d'endettement peut être jugé comme une menace se révèle cependant difficile. En Suisse, contrairement aux autres pays affichant un endettement élevé des ménages, la majeure partie des hypothèques sont en effet souscrites à taux fixe, ce qui réduit nettement la sensibilité aux risques de taux.

### **Hausse du taux d'endettement inférieure à la moyenne**

Il semble judicieux d'utiliser la croissance tendancielle en tant que valeur de comparaison. En termes absolus, la croissance tant nominale (fig. 1) que réelle (fig. 2) du volume hypothécaire se révèle nettement inférieure à la moyenne à long terme. Sans comparaison par rapport à l'activité économique, les taux de croissance absolus ne sont cependant guère probants. Il convient donc d'examiner également le taux d'endettement, qui affiche lui aussi une croissance tendancielle depuis le milieu des années 1970: il a augmenté en moyenne de 2,3 points de pourcentage par an. Contre toute attente, sa progression a été supérieure à cette moyenne à long terme ces dernières années, et ce, en dépit d'un ralentissement de la croissance du volume hypothécaire. Ce phénomène s'explique par l'atonie de l'évolution conjoncturelle. Ce n'est qu'en 2017 que la croissance tendancielle du taux d'endettement est repassée en dessous de sa moyenne à long terme. Et cela devrait se reproduire plus souvent dans les années à venir, car la hausse progressive des taux va sans doute freiner fortement la croissance du volume hypothécaire et contribuer ainsi à limiter le risque d'une expansion trop importante du volume de crédits.

## Marché hypothécaire

# La numérisation confère un nouvel élan

**Le marché des crédits hypothécaires reste dominé par les banques en Suisse. La numérisation et l'environnement de taux négatifs ont cependant favorisé l'apparition d'un nombre croissant de nouveaux acteurs innovants ces récentes années.**

### Les banques dominent l'octroi de crédits hypothécaires

En Suisse, l'octroi de crédits hypothécaires est traditionnellement dominé par les banques. À la fin 2017, celles-ci affichaient un volume hypothécaire en cours de 973,9 mrd CHF. Cela dit, les assurances et les caisses de pension sont également actives sur ce marché. Avec un volume de 36,7 mrd CHF (assurances, état: 2016) et 14,4 mrd CHF (caisses de pension, état: 2016) et une part de marché de seulement 5,1% à la fin 2016, elles font toutefois figure d'acteurs secondaires par rapport aux banques.

### Assurances et caisses de pension: des prestataires de niche

Le faible poids des assurances et des caisses de pension a différentes raisons. Premièrement, l'octroi d'hypothèques s'accompagne d'une charge administrative considérable, par exemple pour l'évaluation des risques et le traitement. En dessous d'un certain volume minimum, l'octroi de crédits hypothécaires a bien longtemps été un secteur d'activité peu attrayant, surtout pour les caisses de pension de petite et moyenne taille. Ce n'est qu'avec l'environnement de taux planchers de ces dernières années que les assurances et les caisses de pension ont redécouvert le marché hypothécaire, dont elles s'étaient auparavant retirées progressivement. En quête de rendement, les investisseurs apprécient de plus en plus les hypothèques comme alternative aux placements obligataires. Si les assurances se sont engagées sur cette voie dès 2014 (fig. 3), les caisses de pension ont eu besoin d'un peu plus de temps. À l'heure actuelle, ces deux acteurs affichent des taux de croissance bien supérieurs à celui des banques.

### La numérisation fait son entrée dans les activités hypothécaires

Ces dernières années, c'est la numérisation qui a conféré un nouvel élan au marché hypothécaire helvétique. D'une part, les émetteurs classiques ont commencé à numériser leurs processus, ce qui accélère l'exécution de l'ensemble de la procédure et la rend plus efficace. À cela vient s'ajouter que la nouvelle vitrine numérique permet désormais aussi d'atteindre des segments de clientèle qui, auparavant, ne faisaient pas partie du domaine d'activités traditionnel. La concurrence entre les prestataires classiques s'est donc intensifiée. Mais la progression de la numérisation ouvre également la porte à de nouveaux acteurs, comme le démontre le domaine des affaires d'intermédiation, en forte croissance. Outre les intermédiaires classiques tels que les architectes et les promoteurs immobiliers, de nouvelles plateformes numériques ont ainsi vu le jour. Il s'agit ici en partie de prestataires établis, comme les marchés immobiliers en ligne ou des fédérations, mais aussi de jeunes start-up innovantes. Il en résulte une rapide hausse du volume d'hypothèques contractées en ligne, à 4 mrd CHF l'année dernière (estimation de l'Institut für Finanzdienstleistungen Zug [IFZ] de la Haute école de Lucerne, fig. 4), et une meilleure transparence imposée aux prestataires établis, qui ont aujourd'hui renforcé leur collaboration avec les intermédiaires, voire les ont absorbés. Les nouveaux acteurs ne se concentrent néanmoins pas uniquement sur les affaires d'intermédiation, mais s'emparent de nouvelles niches. Citons ici le crowdlending, dans lequel de nombreux (petits) investisseurs revêtent le rôle du prêteur, ou l'intermédiation d'hypothèques de rang subordonné via une approche peer-to-peer.

### Les prestataires classiques se lancent aussi dans l'intermédiation

La numérisation et l'intensification de la concurrence contraignent les prestataires classiques à optimiser et à élargir leurs modèles commerciaux. Ces acteurs se transforment ainsi également de plus en plus en intermédiaires, par exemple via des regroupements d'hypothèques et leur transmission à des tiers – pratique courante depuis des décennies sous la forme de lettres de gage. Ces dernières années, les grandes banques ont à leur tour commencé à s'adresser directement aux investisseurs. Dans une optique de dissociation des tâches, elles offrent leurs compétences en matière d'exécution à des tiers et mettent directement en relation des propriétaires d'immeubles de rapport et des investisseurs. De fait, cette évolution est liée au durcissement des prescriptions en matière de liquidités et de fonds propres, qui obligent les banques à réduire la part des crédits dans leur bilan et à développer de nouveaux modèles d'affaires.

## Nouveaux véhicules de placement et opérateurs spécialisés

Le renforcement de l'activité d'intermédiation et l'intérêt plus marqué des investisseurs pour les hypothèques ont aussi donné naissance à de nouvelles offres, comme les véhicules de placement avec crédits hypothécaires. Outre les acteurs classiques, qui apportent leur vaste savoir-faire dans l'évaluation des risques, l'estimation d'objets et l'exécution des processus, ce sont des prestataires spécialisés dans l'externalisation qui arrivent ainsi sur le marché. Il existe aujourd'hui déjà des prestataires qui permettent par exemple aux caisses de pension de taille moyenne de proposer elles-mêmes des hypothèques selon le principe du «white labelling». L'octroi du crédit est alors exécuté par un intermédiaire spécialisé, qui reste en retrait. Le processus d'octroi de crédits hypothécaires semble donc amené à se standardiser et à s'automatiser encore davantage dans les années à venir – l'objectif étant de pouvoir répartir rapidement et simplement l'ensemble des étapes individuelles.

## Opportunités et risques liés à la dissociation des prestations hypothécaires classiques

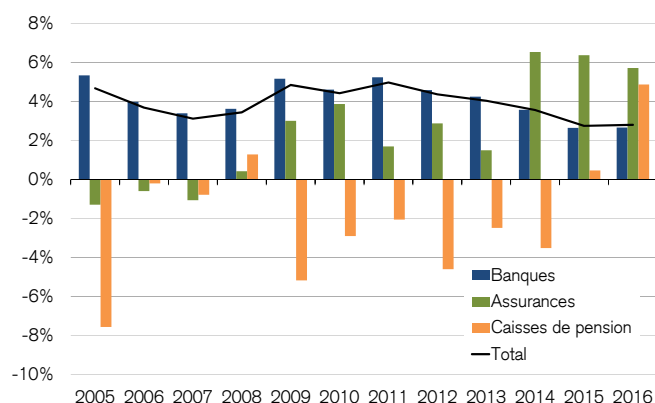
Pour les prêteurs hypothécaires classiques, cette évolution recèle aussi bien des risques que des opportunités. D'une part, ils disposent d'équipes et de processus bien rodés, qui assurent l'évaluation des risques ou encore l'exécution avec une grande efficacité. Pour les acteurs traditionnels, il est donc intéressant de compléter leur offre par des prestations de «white labelling». Dans une telle constellation, il convient cependant de porter une attention toute particulière à la gouvernance d'entreprise, et ce, afin d'éviter toute incitation contreproductive. Et cela s'applique tant aux prestataires classiques qu'aux spécialistes de l'externalisation. Il est ainsi prévu, par exemple, que l'investisseur puisse choisir lui-même les hypothèques dans un pool, ou que la banque participe au risque de crédit. Par ailleurs, l'évolution actuelle pourrait renforcer la pression concurrentielle, car si la dissociation des tâches dans le processus d'octroi de crédits hypothécaires se poursuit, la concurrence au niveau des différentes étapes devrait s'accroître. Pour certains processus, les barrières à l'entrée se révèlent en effet nettement inférieures à celles rencontrées par l'ensemble de la chaîne, allant du conseil au refinancement en passant par l'évaluation des risques. Les nouveaux prestataires sont en outre confrontés au risque que de nombreux investisseurs puissent se tourner vers d'autres classes d'actifs si les taux hypothécaires continuent d'augmenter. Nous verrons alors quels sont les produits et les idées capables de fonctionner sur le long terme.

## Réglementation pour des marchés stables

L'évolution de l'environnement d'octroi des crédits soulève également des questions d'ordre réglementaire. Ces dernières années, les banques se sont soumises à une autorégulation rigoureuse en concertation avec l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). L'objectif était également d'empêcher des dérives spéculatives aux conséquences funestes, telles que celles observées durant la crise des subprimes aux États-Unis. L'arrivée sur le marché des nouveaux prestataires devrait soulever la question de savoir si et dans quelle mesure ceux-ci doivent appliquer les mesures d'autorégulation existantes.

**Fig. 3: Retour des prestataires de niche**

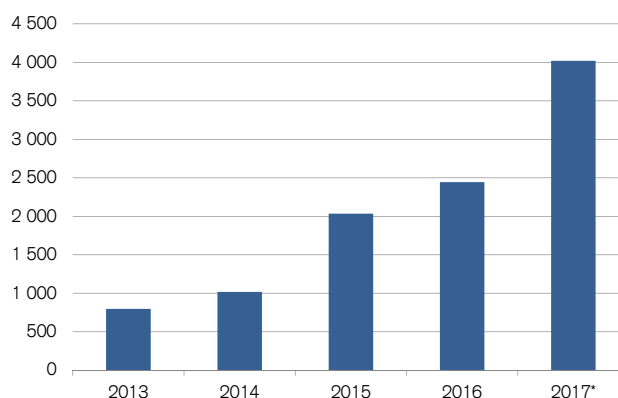
Croiss. nominale du volume hypothécaire des principaux groupes de prestataires



Source: Banque nationale suisse, Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 4: Volume hypothécaire en ligne 2013–2017**

Volume en mio. CHF (\*2017: estimation)



Source: e-foresight, Institut für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ)



## Crédits hypothécaires

# L'embaras du choix

**Sur fond de lente hausse des taux hypothécaires, les emprunteurs devraient dès aujourd'hui réfléchir à leur future stratégie en matière de taux. Outre les considérations financières, ce sont ici les préférences et les besoins personnels qui sont décisifs.**

### Premier relèvement des taux directeurs en 2019

L'économie suisse se porte de nouveau bien et devrait selon nous progresser de 2,2% sur l'année. Le principal moteur est ici la robuste conjoncture mondiale, à laquelle vient s'ajouter la dépréciation du franc face à l'euro, qui soutient grandement les entreprises helvétiques. L'inflation à ce jour se révèle tout aussi favorable. À plus long terme, la Banque nationale suisse anticipe toutefois une hausse au-delà de l'objectif qu'elle a fixé, raison pour laquelle un durcissement de sa politique monétaire semble se profiler. Sous réserve que la situation économique dans la zone euro ne se dégrade pas subitement, nous attendons un premier relèvement des taux directeurs suisses de  $-0,75\%$  à  $-0,5\%$  dès mars 2019.

### Hypothèques fix déjà à la hausse

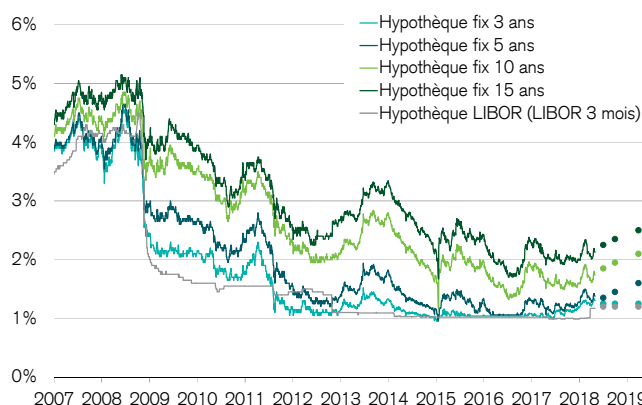
Comme le taux LIBOR va rester en territoire négatif en pareil cas, les taux d'intérêt des hypothèques flex roll-over ne vont pas augmenter dans les 12 mois à venir et donc stagner à leurs niveaux planchers. S'agissant des taux des hypothèques fix à échéances moyennes et longues, nous tablons en revanche sur une nouvelle progression de 30 à 50 points de base sur les 12 prochains mois (fig. 5). Comme jusqu'à présent, cette évolution sera marquée par des fluctuations.

### Financièrement, les hypothèques fix ne sont que rarement plus avantageuses que les hypothèques LIBOR

Même si les taux des hypothèques fix restent historiquement faibles en dépit de leur tendance haussière, les emprunteurs devraient dès aujourd'hui se demander s'il ne serait pas judicieux de leur préférer des hypothèques LIBOR pour les années à venir. La comparaison historique montre que les premières se révèlent (à quelques exceptions près) plus onéreuses sur l'ensemble de leur durée que les secondes. Une hypothèque fix à 5 ans n'était ainsi plus avantageuse qu'une hypothèque LIBOR qu'entre 1986 et la fin 1989, puis brièvement en 2004 et 2005 (fig. 6). Une hypothèque fix à 10 ans était intéressante à la fin des années 1980, mais pas en 2004 ni en 2005. Du point de vue strictement financier, une hypothèque fix n'est donc avantageuse que dans de rares périodes, sous réserve d'opter pour la bonne durée.

**Fig. 5: Premier relèvement des taux directeurs en 2019**

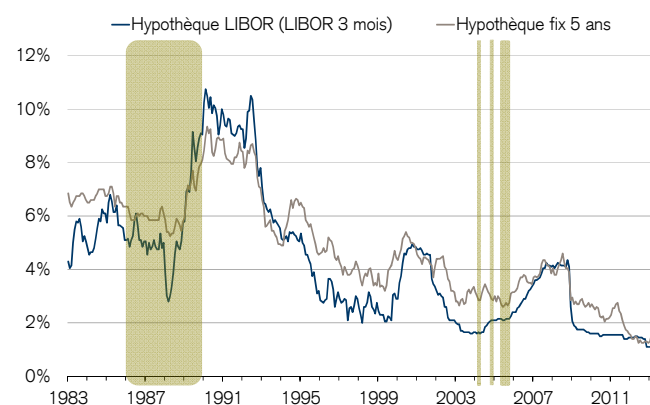
Taux hypothécaires avec prévision (T2 2018) sur 3, 6 et 12 mois



Source: Credit Suisse

**Fig. 6: Hypothèques LIBOR souvent plus avantageuses**

Périodes au cours desquelles une hypothèque fix à 5 ans était plus avantageuse qu'une hypothèque LIBOR sur toute sa durée



Source: Credit Suisse, Datastream

### Fonction d'assurance des hypothèques fix

Les hypothèques fix ont néanmoins leur raison d'être, comme le démontre leur évolution à la fin des années 1980. Les preneurs d'hypothèque ayant opté pour des taux variables – forme la plus fréquemment choisie à l'époque – ont rapidement été confrontés à des taux en forte hausse et avoisinant les 8%. Les hypothèques à taux variables et LIBOR présentent donc toujours un risque d'importantes fluctuations des taux. Et les emprunteurs ne sont pas tous dispo-

sés ou capables de supporter financièrement de telles hausses rapides, sans parler de l'angoisse que génère une telle charge. Sous cet angle, les hypothèques fix doivent être considérées comme des produits d'assurance, offrant une protection contre le stress financier en échange du versement d'une prime.

### Les hypothèques fix sont-elles rentables actuellement?

Dans la configuration actuelle, où la prime est historiquement basse pour une couverture sur 10 ans, il peut être judicieux de passer temporairement à une hypothèque fix. Dans le cadre d'une analyse de point mort, nous avons examiné dans quelles proportions les hypothèques LIBOR devraient progresser pour que la conclusion aux taux actuels d'une hypothèque fix à 10 ans soit plus avantageuse financièrement (fig. 7). Si les hypothèques LIBOR augmentent plus tôt ou plus fortement, ou si elles baissent plus tard que dans notre graphique (soit un rebond conjoncturel et/ou une inflation plus marquée), l'hypothèque fix à 10 ans semble la meilleure stratégie. En revanche, si les hypothèques LIBOR augmentent plus tard ou plus lentement, ou si elles baissent plus tôt que dans notre graphique (soit un rebond conjoncturel et/ou une inflation plus faibles), l'hypothèque LIBOR sera sans doute le meilleur choix pour les 10 années à venir. L'emprunteur, en se basant sur ses propres pronostics concernant l'évolution des taux, peut utiliser ce comparatif pour décider lui-même quelle stratégie adopter.

### Ne pas attendre trop longtemps en cas de changement de produit

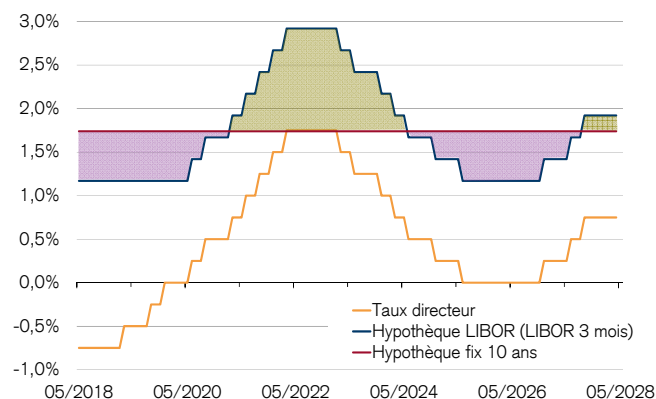
Dans le contexte actuel, un éventuel changement pour une hypothèque fix ne devrait en revanche pas être reporté trop longtemps. Les taux des hypothèques LIBOR vont certes se maintenir à leurs planchers encore un certain temps, puisqu'ils n'augmenteront que lorsque les taux directeurs seront repassés au-dessus de zéro. Dans l'intervalle, les taux des hypothèques fix devraient cependant poursuivre leur progression (fig. 8). Au début mai 2018, l'écart entre une hypothèque LIBOR (LIBOR 3 mois) et une hypothèque fix à 10 ans s'établissait à un niveau historiquement bas de 0,57 point de pourcentage. Selon nos prévisions actuelles, ce différentiel devrait se creuser pour atteindre 0,93 point de pourcentage d'ici à avril 2019. Si, conformément à notre scénario, l'hypothèque LIBOR augmente pour la première fois au printemps 2020, l'écart par rapport à l'hypothèque fix à 10 ans serait alors déjà de 1,43 point de pourcentage. Un changement trop tardif accroît donc le risque que les économies initiales réalisées grâce au maintien d'une hypothèque LIBOR soient réduites à néant par les taux ultérieurement plus élevés d'une hypothèque fix.

### Combiner sécurité et flexibilité de manière optimale

Le choix d'une hypothèque ne dépend cependant pas uniquement d'aspects financiers, mais toujours aussi des besoins et préférences personnels. Il est donc très important d'identifier ces exigences et ces besoins avec le concours d'un expert en hypothèques. Dans le contexte actuel et au vu des incertitudes quant à l'évolution future, il peut se révéler judicieux de combiner différentes hypothèques et échéances afin d'obtenir un mix idéal entre sécurité et flexibilité.

**Fig. 7: Avantage aux hypothèques fix dans le contexte actuel**

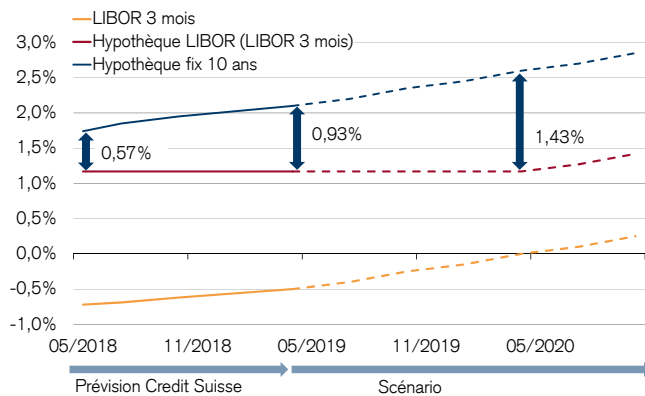
Scénario de point mort, dans lequel les coûts d'une hypothèque LIBOR sont identiques à ceux d'une hypothèque fix à 10 ans conclue aux taux actuels



Source: Credit Suisse

**Fig. 8: Ne pas trop attendre pour passer à une hypothèque fix**

Écart entre l'hypothèque fix à 10 ans et l'hypothèque LIBOR; 05/2018 – 04/2019: prévision du Credit Suisse; à partir de mai 2019: scénario



Source: Credit Suisse

## Logements en propriété

### Demande en repli mais toujours élevée

La demande d'appartements en propriété et de maisons individuelles a légèrement diminué depuis le début de l'année, ce qui s'explique sans doute par la lente augmentation des taux des hypothèques fix et les récentes hausses des prix des logements en propriété. En raison du durcissement des exigences de financement, les prix plus élevés restreignent en effet le cercle des acquéreurs potentiels. Par rapport aux années précédentes, la demande reste néanmoins soutenue. Et cette situation devrait perdurer sur le reste de l'année, notamment grâce à l'accélération conjoncturelle et aux taux hypothécaires toujours très bas en comparaison historique.

### Pipeline de projets toujours à faible niveau

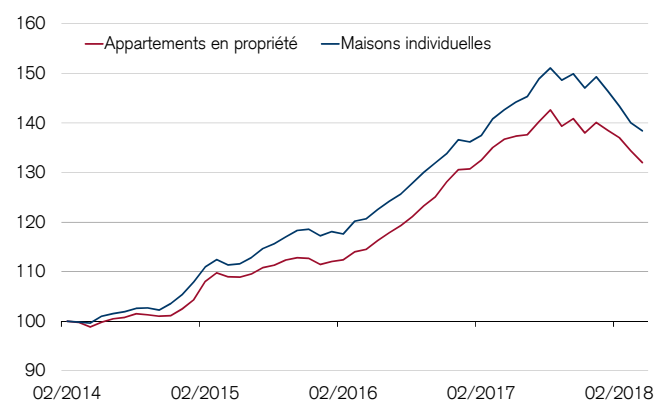
Le nombre de projets de logements en propriété autorisés à la construction a une nouvelle fois reculé en glissement annuel. Au cours des 12 derniers mois, presque 14 200 appartements en propriété (-2,0%) et 7300 maisons individuelles (-7,4%) ont reçu un permis de construire. Dans les deux segments, l'expansion de l'offre se révèle ainsi nettement inférieure à la moyenne depuis 2002. Le nombre de permis attribués pour des appartements en propriété s'est certes stabilisé sur le dernier semestre, mais cela ne devrait pas avoir d'impact sur le nombre d'objets achevés avant 2019. L'offre de logements en propriété neufs reste ainsi inférieure au potentiel actuel de la demande.

### Solide croissance des prix des logements en propriété

Les prix des logements en propriété ont stagné au 1<sup>er</sup> trimestre 2018. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, ils affichaient néanmoins une solide progression de 3,6% pour les appartements et de 2,7% pour les maisons individuelles. La dynamique des prix reste néanmoins inférieure à la croissance moyenne enregistrée depuis 2000. L'augmentation des prix se révèle la plus marquée autour de Zurich ainsi que dans les zones de desserte de Lucerne, Bâle, Berne et Lausanne. Grâce à la très bonne situation conjoncturelle, aux taux hypothécaires toujours bas et au recul de l'activité de construction, nous attendons de nouvelles hausses des prix au cours des prochains trimestres. Celles-ci devraient toutefois se révéler légèrement plus faibles que récemment.

### Fig. 9: Indices de demande de logements en propriété

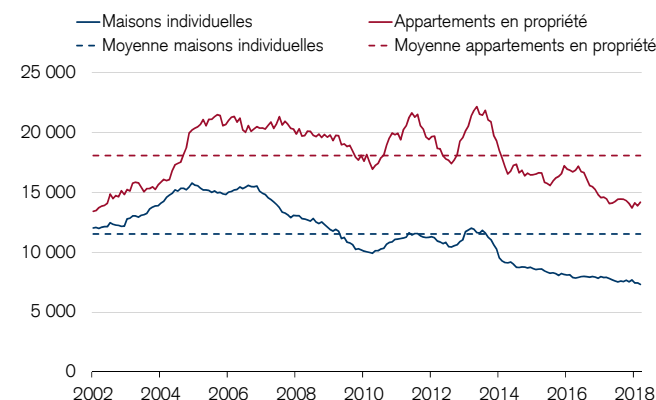
Indice, février 2014 = 100



Source: Realmatch360

### Fig. 10: Permis de construire logements en propriété

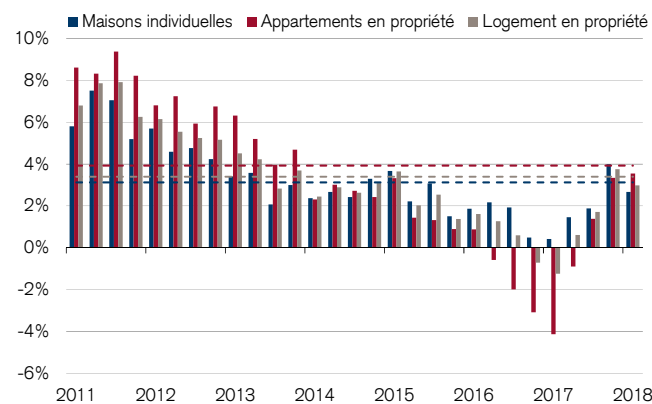
Permis de construire en unités d'habitat, somme mobile sur 12 mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

### Fig. 11: Évolution des prix des logements en propriété

Taux de croissance annuels; lignes en pointillés: moyenne 2000-2017 p.a.



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

## Logements locatifs

# Entre deux chaises

Les petits logements ont la faveur des investisseurs et les trois pièces se révèlent très populaires auprès des planificateurs et des maîtres d'ouvrage. Cette supposée moyenne idéale en matière de taille de logements pourrait toutefois les piéger entre deux chaises.

**Les problèmes de commercialisation imposent une meilleure adaptation au marché**

Les temps où tout ce qui était construit sur le marché locatif trouvait rapidement preneur sont révolus. Les taux de vacance en hausse témoignent d'une suroffre croissante. Les investisseurs s'efforcent donc de mieux adapter leurs logements au marché et aux besoins des locataires. Face au phénomène bien connu de réduction de la taille des ménages, ils ont commencé à construire des logements plus petits. Cela se traduit notamment par une augmentation des logements de deux et trois pièces (fig. 13). Depuis 2013, le nombre de petites unités d'habitat achevées progresse ainsi continuellement, et la dynamique s'accélère même depuis 2015. La plupart des investisseurs hésitent cependant à se détourner complètement des modèles établis et de la construction de logements de trois et quatre pièces. Comme ils souhaitent néanmoins proposer des logements plus petits, ils se concentrent de plus en plus sur les trois pièces, qui leur semblent être un bon compromis.

**Trois pièces – la taille de logement la plus répandue**

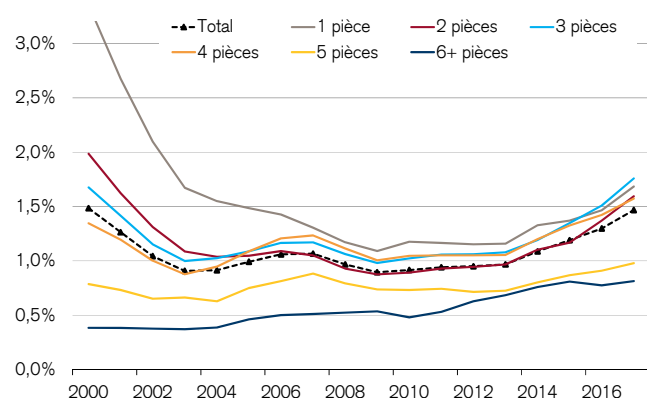
La construction de logements locatifs stagne toujours à un niveau très élevé, un grand nombre de trois pièces sont actuellement en construction. Les appartements de ce segment ont d'ailleurs remplacé les quatre pièces en tant que taille de logement la plus construite. Plus de 30% des constructions neuves sont aujourd'hui des appartements de trois pièces. Or, il semble qu'il y a là une certaine exagération. Pensant que le logement trois pièces s'adapte tant aux besoins des familles de plusieurs personnes qu'à ceux des petits ménages, de nombreux planificateurs et maîtres d'ouvrage ont commencé à se concentrer sur cette taille d'appartement dans leurs projets de construction.

**Ni vraiment l'un, ni vraiment l'autre**

Mais l'appartement de trois pièces est-il vraiment la solution polyvalente par excellence? Ou n'est-il pas plutôt vrai que cette taille de logement ne répond ni aux besoins d'une famille de disposer de suffisamment d'espace, ni au rêve d'un couple de profiter d'un appartement à un coût raisonnable? Un mix adéquat de logements de deux et quatre pièces ne serait-il pas une meilleure approche? Ou faudrait-il axer la construction sur les petits appartements d'une et deux pièces dans les grandes agglomérations? Pour les ménages avec deux enfants, il manque en général une chambre, tandis que les appartements neufs de trois pièces se révèlent bien souvent trop onéreux pour les couples, surtout dans les zones urbaines où les prix sont élevés.

**Fig. 12: Taux de vacance le plus élevé pour les 3 pièces**

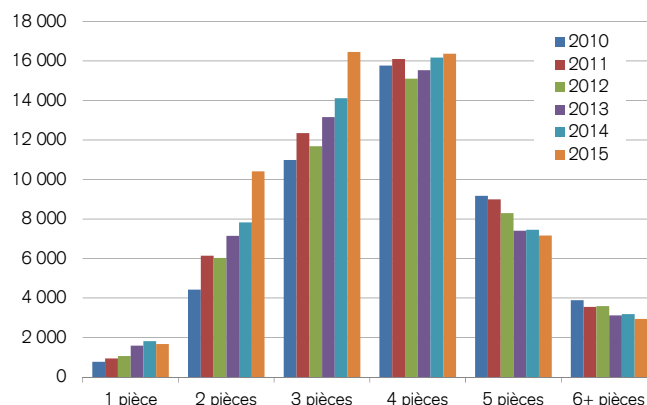
Taux de vacance par nombre de pièces (location et propriété)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 13: Construction axée sur les petits logements**

Augmentation nette par nombre de pièces, 2010–2015



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

S'agissant du nombre requis d'appartements de trois pièces, les maîtres d'ouvrage semblent de toute manière surestimer la capacité d'absorption du marché. Et leur commercialisation sur le marché locatif se révèle peu conforme aux attentes. C'est en effet dans ce segment que le taux de vacance est le plus élevé, et que le nombre de logements inoccupés augmente le plus rapidement (fig. 12).

### **Taux de vacance le plus élevé pour les 3 pièces**

En 2016 déjà, le segment des trois pièces affichait le taux de vacance le plus élevé de toutes les tailles d'appartement. Ce taux a continué d'augmenter l'année dernière pour atteindre 1,76%, creusant ainsi encore l'écart de 1,44% par rapport à la moyenne pour toutes les tailles de logement. Et aucune inversion de la tendance ne semble en vue. Sur un échantillon de près de 3000 logements locatifs en construction, la part des appartements de trois pièces (39%) se révèle en effet encore plus élevée que pour les objets achevés récemment. Un nombre croissant d'investisseurs semblent miser sur cette taille de logement, et ils ne sont pas encore conscients des problèmes de commercialisation. En dehors des grands centres en particulier, les trois pièces remportent moins de succès. Dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, c'est d'ailleurs ce type de logement qui génère les pertes de revenu locatif les plus importantes à l'extérieur des grandes métropoles. Les difficultés de commercialisation sont de plus en plus évidentes. Dans presque tous les projets de construction considérés dans notre échantillon, le taux de location se révèle le plus faible pour les appartements de trois pièces – avec des écarts parfois très marqués. Les vacances vont donc continuer d'augmenter dans ce segment, alors que les logements de plus petite taille devraient être plus faciles à commercialiser. En effet, les appartements de deux pièces – deuxième groupe le plus fréquent dans notre échantillon – trouvent plutôt preneur. Les investisseurs immobiliers feraient donc bien de ne pas reproduire aveuglément le mix de logements adopté par leurs confrères.

Cet article est paru dans le *Neuer Zürcher Zeitung* du 21 avril 2018.  
Nous le publions avec l'aimable autorisation du journal.

## Logements locatifs

### Immigration: pas encore d'inversion de la tendance

La robuste conjoncture vient à point nommé pour le marché du logement locatif, puisque l'embellie des perspectives en matière d'emploi devrait s'inscrire en soutien d'une demande en berne ces dernières années. L'immigration nette s'est quant à elle encore repliée au 1<sup>er</sup> trimestre 2018 – notamment parce que la conjoncture dans l'Union européenne (UE), principale région d'origine des immigrants, est tout aussi solide et que le chômage y diminue. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, le solde migratoire s'est replié de près de 10%. Si l'immigration est restée relativement stable (-1,1%), l'émigration a nettement augmenté (+7,0%).

### Niveau record de demandes de permis de construire

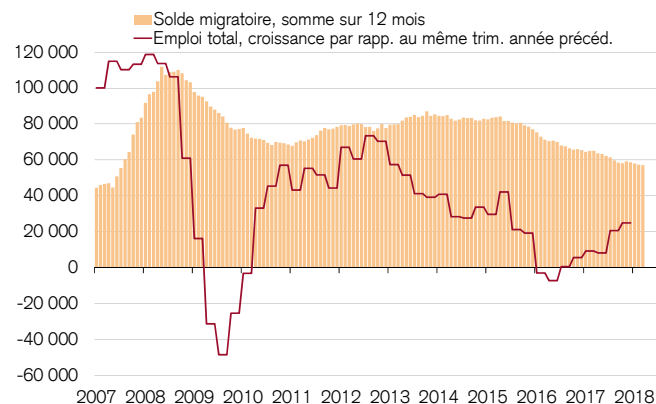
L'année dernière, le léger repli des demandes de permis et des autorisations de construire semblait signaler que le boom de la construction de logements locatifs ne durerait pas éternellement. Les demandes de permis déposées au 1<sup>er</sup> trimestre 2018 montrent cependant que les investisseurs sont encore loin de tourner le dos aux immeubles résidentiels de rapport. Le nombre de logements locatifs planifiés sur les 12 derniers mois est supérieur de 2000 unités d'habitat à son niveau de la même période de l'année précédente. Au cours des 12 mois passés, les demandes de permis de construire déposées portaient sur quelque 33 700 logements – un nouveau record.

### Loyers toujours sous pression

L'activité de construction toujours forte et la demande modérée exercent une pression croissante sur de nombreux bailleurs dans beaucoup de régions en dehors des centres. Pour éviter des périodes d'inoccupation prolongée, il est de plus en plus souvent nécessaire de faire des concessions sur le loyer. Les indices des loyers proposés au 1<sup>er</sup> trimestre 2018 signalent toujours des taux de croissance annuels négatifs, allant de -0,3% (Homegate) à -2,0% (Wüest Partner). L'indice des loyers de l'Office fédéral de la statistique, qui reflète les dépenses moyennes de location des ménages suisses, s'est récemment quelque peu replié lui aussi (mais il reste encore à +0,6%), sans doute en raison de l'abaissement du taux de référence à 1,5% au 1<sup>er</sup> juin 2017.

### Fig. 14: Solde migratoire et croissance de l'emploi

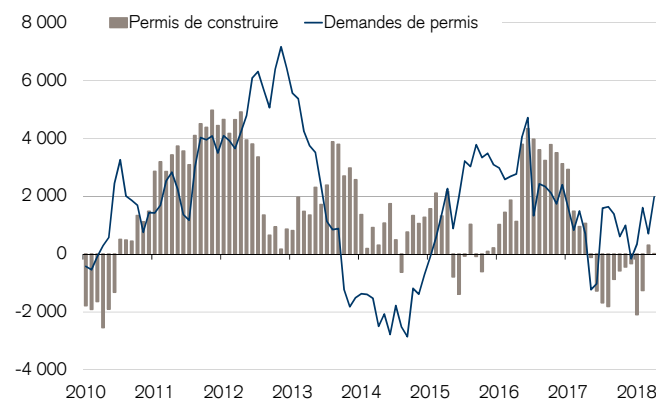
En nombre de personnes; emploi en EPT (hors secteur primaire)



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### Fig. 15: Planification des logements locatifs, en glissement annuel

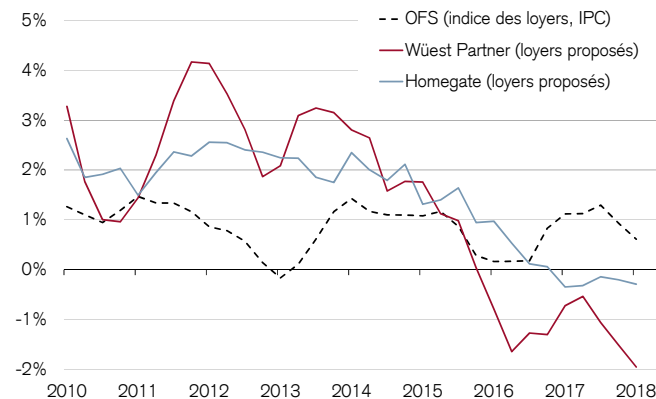
Permis de construire et demandes, nombre d'unités, somme sur 12 mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

### Fig. 16: Loyers

Taux de croissance annuels; IPC: indice des prix à la consommation



Source: Wüest Partner, Homegate, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Immobilier commercial

### Surfaces de bureaux: stabilisation des loyers

La stagnation de l'offre de surfaces de bureaux annoncée fin 2017 et le rebond de la demande faisant suite à l'embellie conjoncturelle dans notre pays se sont traduits par une légère détente sur le front de la commercialisation. Cette accalmie s'est manifestée par une évolution latérale des loyers de bureaux sur les marchés des grands centres au 4<sup>e</sup> trimestre 2017, comme à Zurich (+0,6% par rapport au même trimestre de l'année précédente) ou à Genève (-0,1%). Au vu des conditions-cadres économiques porteuses, qui vont continuer à stimuler la demande, la stabilisation du marché suisse de bureaux devrait se poursuivre dans les trimestres à venir.

### Surfaces de vente: activité de planification toujours faible

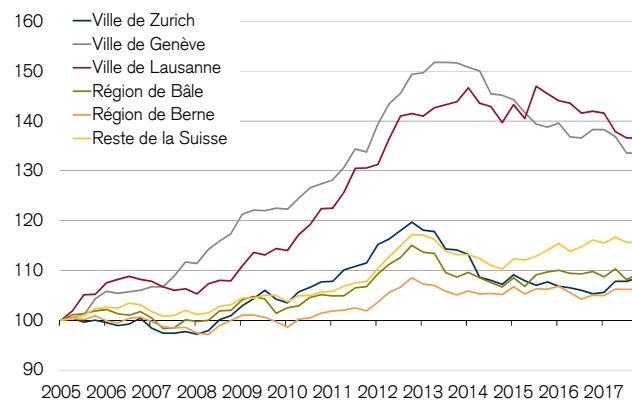
Malgré l'embellie du climat de consommation, la situation reste très complexe pour le commerce de détail suisse. L'importante mutation structurelle liée au développement de l'e-commerce pèse sur les marges des détaillants stationnaires et réduit la demande de surfaces de vente. La crise qui en résulte pour ce marché incite les investisseurs à la prudence. Depuis 2013, l'activité de planification de nouvelles surfaces se révèle ainsi nettement inférieure à sa moyenne à long terme. Comme les difficultés vont se poursuivre dans ce domaine, il ne faut guère attendre de nouvelles impulsions dans la construction.

### Hôtellerie: la demande repart à la hausse

Après une longue phase de stagnation, les nuitées en Suisse ont renoué avec la croissance depuis le début 2017. L'appréciation de l'euro augmente l'attractivité de l'hôtellerie helvétique pour les touristes européens, qui restent une composante essentielle de la demande pour la branche. La vigueur du franc avait, dans les années précédentes, fortement impacté le nombre de nuitées dans les régions alpines, tandis que les centres avaient pu enregistrer une progression grâce aux touristes urbains et d'affaires. Pour l'heure, les deux marchés profitent de la reprise de la demande, puisque les centres affichent une croissance de 6,5% en glissement annuel et les communes touristiques de 7,8% (mars 2018).

### Fig. 17: Loyers de bureaux

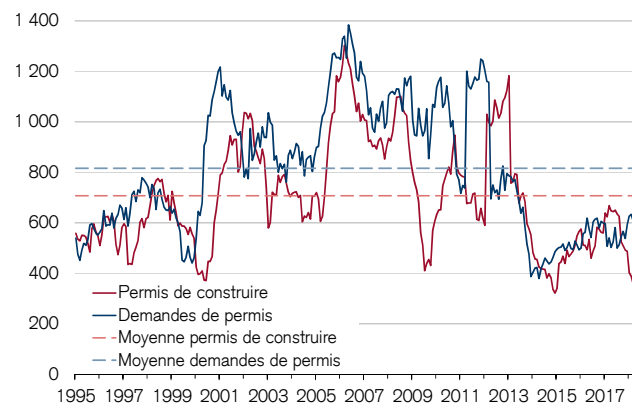
Indice hédoniste des loyers dans différentes régions: 1<sup>er</sup> trimestre 2005 = 100



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

### Fig. 18: Planification de surfaces de vente

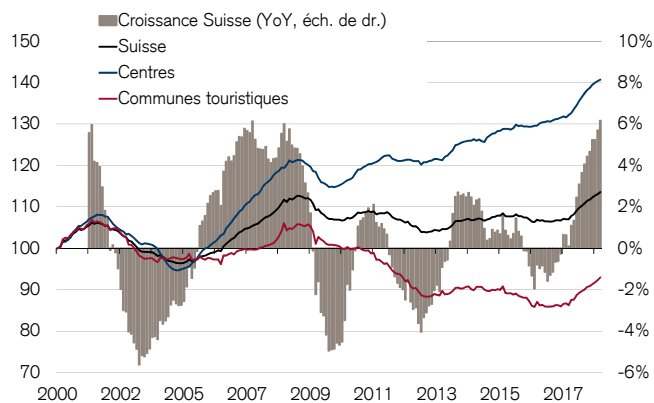
Volume de travaux en mio. CHF, constructions neuves/extensions, somme mobile sur 12 mois



Source: Baublatt, Credit Suisse

### Fig. 19: Nuitées dans les hôtels et établissements thermaux

Nombre de nuitées et variation en glissement annuel



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse



## Placements immobiliers

### Écart de rendement toujours en faveur de l'immobilier

En dépit de la hausse larvée des taux à l'extrémité longue de la courbe, les placements immobiliers suisses restent incontournables du fait de leur rendement attractif face à d'autres formes de placement. À la fin mars, l'écart de rendement entre investissements directs dans des immeubles résidentiels de rapport et emprunts de la Confédération à 10 ans atteignait presque 350 points de base (pb). S'agissant des placements indirects, les fonds immobiliers helvétiques affichaient un écart de 260 pb et les actions immobilières de 360 pb. Le premier relèvement des taux directeurs n'étant pas attendu avant le 1<sup>er</sup> trimestre 2019 en Suisse, les placements immobiliers suisses vont rester attractifs dans un futur proche.

### Les actions immobilières distancent les fonds immobiliers

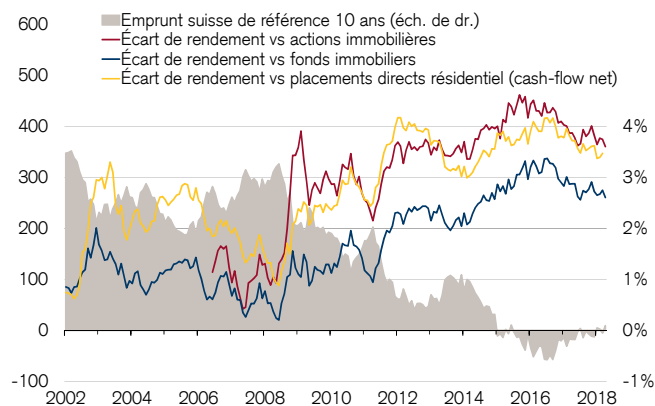
Après une performance plutôt décevante en 2017 (+10,1%) comparée à celle de leurs homologues de la zone euro (+28,4%) et du Swiss Performance Index (SPI, +19,9%), les actions immobilières suisses signent une solide progression depuis le début 2018. Avec 2,7%, leur rendement global surpasse celui des actions immobilières européennes (0,0%). Ces dernières ont réagi nettement plus vigoureusement à la hausse des taux longs en début d'année. Les fonds immobiliers suisses se sont en revanche légèrement repliés depuis le début de l'année (-3,3%). Les perspectives de hausse des taux devraient quelque peu calmer l'euphorie des investisseurs face à ces instruments aux caractéristiques proches des obligations. À cela vient s'ajouter la pression sur les rendements locatifs, qui se déplacent de plus en plus des surfaces commerciales vers les objets résidentiels.

### Fonds immobiliers commerciaux plus attractifs

Après une correction en début d'année, les agios des fonds immobiliers suisses se sont stabilisés à un niveau élevé (état au 11 mai 2018: 24,3%). L'attractivité du profil risque-rendement des fonds immobiliers commerciaux a augmenté, notamment du fait de la stabilisation du marché des surfaces de bureaux et des difficultés croissantes sur celui du logement locatif. Ce déplacement des risques se reflète dans un resserrement des écarts entre les agios de produits axés sur les surfaces commerciales et ceux des fonds se concentrant sur l'immobilier résidentiel. Si cette différence était parfois supérieure à 20 points de pourcentage en 2017, elle n'est actuellement plus que de 12,6 points.

### Fig. 20: Écart de rendement immobilier vs oblig. d'État

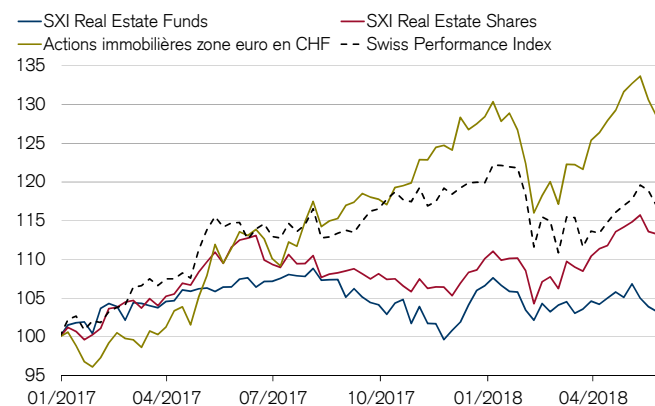
Placements immobiliers: rendement direct; écarts de rendement en points de base



Source: CIFI, Datastream, Credit Suisse

### Fig. 21: Performance des placements indirects

Performance totale; indice: janvier 2017 = 100

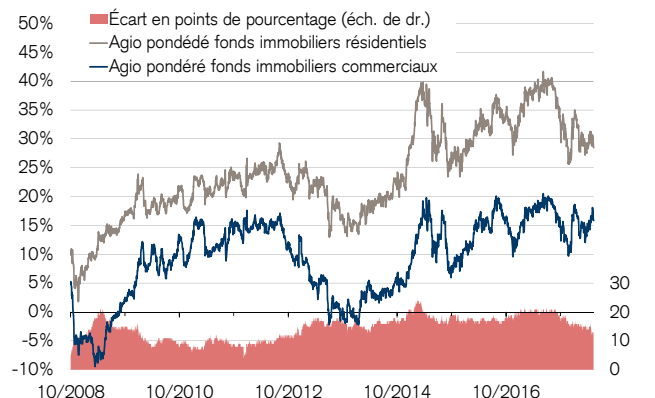


Les performances passées ne constituent en aucun cas une garantie de résultats futurs. La performance peut être réduite par des commissions, frais et autres coûts, ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Source: Datastream, Credit Suisse

### Fig. 22: Agios des fonds immo. par type de placement

Fonds immobiliers suisses cotés



Source: Datastream, Credit Suisse



# 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 leurs 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. Les recommandations contenues dans le présent document sont des extraits des recommandations précédemment publiées par Credit Suisse Research et/ou des références à celles-ci. Pour les actions, il s'agit de la note relative à la société ou du résumé relatif à la société de l'émetteur. Les recommandations relatives aux obligations peuvent être consultées dans la publication Research Alert (bonds) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland respective. Ces documents sont disponibles sur demande ou sur <https://investment.credit-suisse.com>. Les notifications sont disponibles sur [www.credit-suisse.com/disclosure](http://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 recommandons 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 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) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **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 Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux clients professionnels et aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **DIFC:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Émirats arabes unis. **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 AG Guernesey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernesey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernesey 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 et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et 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 est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé. **Arabie saoudite:** Ces informations sont distribuées par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **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 10<sup>th</sup> Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited, un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. 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 indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

**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 © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

18C011A\_IS

## Autres publications du Credit Suisse



### Moniteur Suisse 2<sup>e</sup> trimestre 2018

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

19 juin 2018



### Indice de la construction suisse 3<sup>e</sup> trimestre 2018

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.

29 août 2018



### Étude PME 2018

Étude annuelle interrogeant plus de mille PME helvétiques quant à leurs facteurs de succès sur le site suisse. Cette année, le focus thématique est placé sur la compétitivité.

30 août 2018



### Perspectives des régions économiques: cantons de Thurgovie et de Schaffhouse

(disponible en allemand)

L'étude régionale se consacre aux thèmes économiques d'actualité dans les cantons de Schaffhouse et Thurgovie.

26 septembre 2018



### Étude régionale 2018 de la NAB sur l'Argovie

(disponible en allemand)

L'étude régionale de la NAB explore des thèmes d'actualité en relation avec l'économie de l'Argovie. Cette année, l'accent est placé sur le monde du travail de demain.

25 octobre 2018

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