

Décembre 2018

Real Estate Strategies

Les placements immobiliers en Allemagne du point de vue suisse

Bienvenue dans cette nouvelle édition de «Real Estate Strategies»:

Perspectives de risque/rendement des placements immobiliers allemands	2
L'immobilier commercial offre une diversification accrue par rapport à la Suisse	2
L'Allemagne présente des cycles et un potentiel de rattrapage différents	3
Un marché locatif porteur pour les immeubles de bureaux en Allemagne	3
Comparaison entre les entrepôts et les immeubles commerciaux	4
Pricing: des écarts de rendement toujours élevés par rapport aux obligations	5
Key-Take-aways	5



Résumé

- Le marché de l'immobilier commercial allemand est, avec un volume de transaction annualisé de 63 milliards d'euros, le deuxième marché immobilier le plus liquide d'Europe, derrière la Grande-Bretagne. Le marché des transactions y est ainsi près de 15 fois plus important que son équivalent suisse.
- En Allemagne, plus de 19 villes offrent une surface de bureaux d'au moins 2,5 millions de mètres carrés, alors qu'en Suisse, cela ne concerne que Zurich, Genève, Bâle, Lausanne et Berne.
- Pour les immeubles commerciaux, nous mesurons une corrélation historique quasi nulle entre la Suisse et l'Allemagne, tandis qu'elle est de 0,63 pour l'immobilier résidentiel. Du point de vue de la diversification du portefeuille, nous recommandons par conséquent aux investisseurs de mettre l'accent sur les biens commerciaux allemands.
- L'immobilier commercial allemand offre un profil de risque conservateur, similaire à celui des placements immobiliers suisses. Le rendement total provient en majeure partie des revenus. La croissance positive des loyers et des taux de capitalisation en baisse en Allemagne génèrent depuis 2015 des fluctuations de valeur très favorables.
- Nous pensons qu'en 2019, le marché allemand continuera à afficher un rendement total supérieur à celui des placements immobiliers au niveau mondial et en Suisse, comme c'était le cas en 2017 et en 2018.
- En Allemagne, les prix de l'immobilier ont déjà considérablement augmenté ces dernières années. Ils présentent toutefois un potentiel de rattrapage, puisqu'ils avaient peu progressé de 2000 à 2013. Ils restent meilleur marché que les obligations, avec une prime de risque de 270 points de base (pb), et devraient donc pouvoir absorber une éventuelle hausse des taux.

- Le marché allemand des immeubles de bureaux est en plein essor. Du fait d'un nombre toujours restreint de projets de construction et d'une demande robuste, nous tablons sur une poursuite de la hausse des loyers et un recul des taux de vacances.
- Le développement de la consommation en ligne pourrait venir perturber le segment commercial. Nous conseillons de sous-pondérer ce secteur, mais nous restons confiants en ce qui concerne les entrepôts, dont les loyers devraient fortement augmenter.
- Une dégradation de la situation conjoncturelle mondiale et les incertitudes politiques en Europe constituent les risques en lien avec nos perspectives positives. Compte tenu de ses caractéristiques défensives, le marché immobilier allemand devrait, dans ce scénario, faire mieux que les autres classes d'actifs plus risquées ou les placements immobiliers dans des pays exposés à une volatilité plus importante.

Introduction

Le présent numéro de «Real Estate Strategies» met en lumière les placements immobiliers commerciaux en Allemagne, du point de vue des investisseurs suisses.

L'immobilier allemand est en pleine renaissance. Si de 2000 à 2012, la performance des placements immobiliers allemands était à la traîne par rapport à la scène internationale et à la Suisse, la situation a changé ces dernières années. Et ce en premier lieu grâce à une amélioration significative des fondamentaux du marché allemand. Les revenus stables et la faible amplitude des fluctuations des placements immobiliers allemands répondent par ailleurs aux besoins des investisseurs institutionnels internationaux sur l'arrière-plan actuel, caractérisé par de faibles taux d'intérêt.

L'Allemagne est non seulement le pays le plus peuplé de la zone euro, mais aussi celui qui affiche l'économie la plus puissante et la plus grande stabilité politique. Avec un volume de transactions de 67 milliards d'euros par an (au T3 2018 sur quatre trimestres glissants), le marché de l'immobilier allemand se classe juste derrière la Grande-Bretagne (71 milliards d'euros) en termes de liquidité. D'après nos estimations, le volume annuel des transactions dans l'immobilier commercial en Allemagne est plus de 15 fois supérieur à celui de la Suisse. Mais si les investisseurs internationaux ciblent tout particulièrement les centres de Londres ou de Paris, l'Allemagne offre plus de diversité avec 7 villes propices aux investissements (Munich, Berlin, Francfort, Hambourg, Düsseldorf, Cologne et Stuttgart) et qui répondent aux exigences de liquidité minimale des investisseurs institutionnels. Le pays offre par ailleurs d'autres opportunités en dehors de ce top-7. Les douze plus grandes villes allemandes suivantes affichent des surfaces de bureaux entre 5,8 millions (Hanovre) à 2,5 millions de mètres carrés (Mannheim). En Suisse, seules les villes Zurich, Bâle, Berne, Lausanne et Genève présentent une superficie supérieure à 2,5 millions de mètres carrés (source pour la Suisse: WuestPartner).

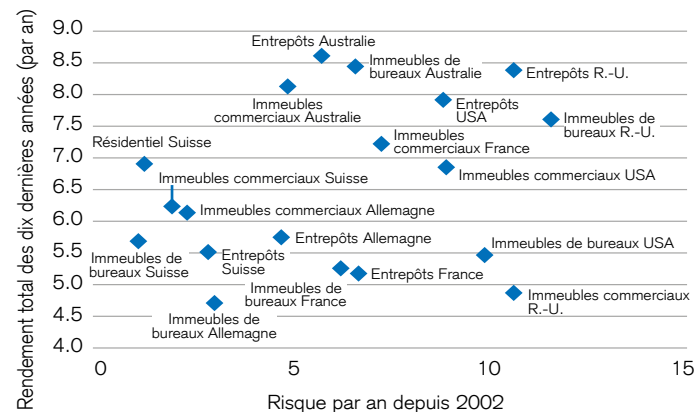
Perspectives de risque/rendement des placements immobiliers allemands

Toute décision d'investissement prend pour point de départ une évaluation du profil de risque du placement. La figure 1 illustre notre analyse basée sur le rendement total historique du portefeuille des placements immobiliers directs des investisseurs institutionnels dans différents pays et segments. Elle montre clairement le rapport entre le risque et le rendement des différentes catégories d'investissement. Depuis 2002, les placements immobiliers au Royaume-Uni et aux USA

enregistrent des rendements globaux supérieurs à ceux réalisés en Suisse et en Allemagne. Mais leur volatilité est par conséquent supérieure.

On peut par ailleurs en conclure que, comme en Suisse, les placements immobiliers allemands offrent des fluctuations moindres et sont donc plus défensifs. Les investissements en Allemagne conviennent par conséquent aux investisseurs qui recherchent un profil de risque bas, semblable à celui de la Suisse, mais offrant de meilleures perspectives et assurant une certaine diversification.

Figure 1: Rendement et profil de risque des investissements directs



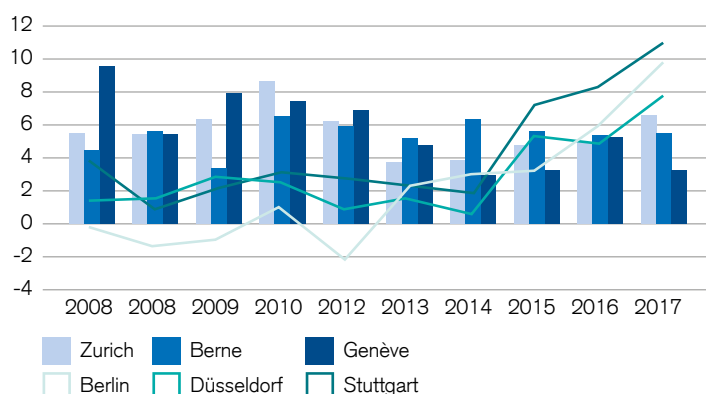
Source: MSCI, Crédit Suisse
Dernier point de données: 2017

L'immobilier commercial offre une diversification accrue par rapport à la Suisse

Le fait que deux placements présentent un profil de risque et de rendement similaire ne traduit toutefois pas une grande corrélation entre leurs rendements. La corrélation entre les rendements totaux des placements immobiliers est de 0,41 entre les marchés suisse et allemand, soit plus qu'avec notre indice immobilier mondial (source: données MSCI), qui s'établit quant à elle à 0,02. Mais en observant de plus près les différents segments, on constate que la corrélation accrue entre la Suisse et l'Allemagne résulte exclusivement de la forte part du segment résidentiel en Suisse. La corrélation des rendements totaux entre les deux pays sur le segment des appartements locatifs s'élève à 0,63, mais elle ne dépasse pas l'indice mondial en ce qui concerne l'immobilier commercial. Sur les segments des immeubles commerciaux, des bureaux et des entrepôts, le coefficient de corrélation s'établit à -0,15, 0,07 et 0,10, respectivement.

Nous recommandons donc aux investisseurs suisses de privilégier l'immobilier commercial allemand, qui améliore significativement les caractéristiques du portefeuille par rapport aux placements immobiliers réalisés en Suisse.

Figure 2: Rendements totaux des placements dans les immeubles de bureaux en %



Source: MSCI, Credit Suisse

L'Allemagne présente des cycles et un potentiel de rattrapage différents

L'évolution, ces deux dernières décennies, du marché des bureaux en Allemagne et en Suisse n'est guère surprenante, compte tenu de la différence qui existe entre les cycles de l'offre et de la demande des deux pays. A la fin des années 1990, le marché allemand a connu un véritable essor, tandis que son pendant suisse se remettait lentement de la grave crise, dont la sévérité fut comparable à la crise des subprimes en 2008/2009. Mais le nouveau millénaire a ensuite mal commencé pour l'Allemagne. Le taux de vacances a bondi de plus de 10% à Berlin, Düsseldorf et Francfort, l'euphorie du passage à l'an 2000 ayant généré une frénésie de constructions. Les loyers ont alors considérablement baissé. Une tendance qui s'est maintenue pendant plus de dix ans, jusqu'à l'absorption de ce choc de l'offre.

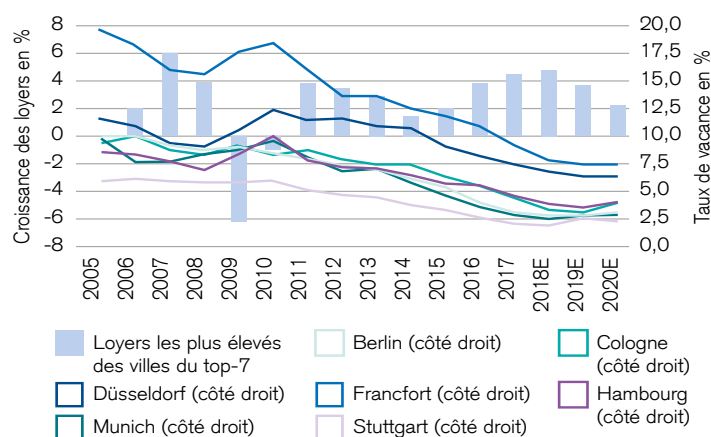
La figure 2 compare les rendements totaux des immeubles de bureaux dans différentes villes de Suisse et d'Allemagne. Jusqu'en 2012 à peu près, la Suisse affichait des rendements supérieurs à ceux du marché allemand, le pays subissant moins les effets de la crise financière et de l'euro et affichant une croissance dynamisée par la signature des accord bilatéraux. La Suisse a ensuite enregistré un boom des constructions, dont les effets sont encore perceptibles aujourd'hui, puisqu'il est à l'origine de l'important taux d'offre et de la baisse des loyers actuels, tant sur le plan commercial que résidentiel. A l'inverse, les prix et loyers ont progressé considérablement en Allemagne depuis 2015. D'où de solides rendements globaux, soutenus aussi par les hausses de loyers et la diminution des rendements nets.

Un marché locatif porteur pour les immeubles de bureaux en Allemagne

La figure 3 représente l'évolution du marché des locations de bureaux dans les villes allemandes du top-7 depuis 2005.

L'échelle de gauche indique la croissance annuelle moyenne des loyers les plus élevés, tandis que celle de droite montre le taux de vacances sous forme de pourcentage du parc immobilier total, par marché. Ces dernières années, les taux de vacances ont reculé dans toutes les villes du top-7. Hormis à Düsseldorf et à Francfort, ils sont inférieurs à 5%. A Stuttgart, Munich et Berlin, les entreprises de moyenne envergure ont plus de mal à louer des surfaces modernes et plus grandes d'un seul tenant. Le faible taux de vacances et le dynamisme de la demande poussent les loyers à la hausse. Pour 2018, nous estimons que les loyers les plus élevés vont progresser de plus de 4% en moyenne dans les villes du top-7. Mais d'autres villes offrent aussi un environnement porteur avec de faibles vacances. Dans nombre de centres régionaux, la demande est toutefois moins dynamique et la croissance des loyers devrait selon nous s'établir aux environs de 2%.

Figure 3: Taux de vacances des bureaux et croissance des loyers



Source: PMA, Credit Suisse

Selon nous, cet essor du marché locatif tient principalement à trois facteurs. Le premier est une activité de construction insuffisante. Ces cinq dernières années, les surfaces n'ont augmenté que de 0,5% net en moyenne. Plusieurs surfaces de bureaux de qualité moindre ou inférieure ont par ailleurs été converties en surfaces locatives, l'immobilier résidentiel allemand s'étant fortement redressé.

Le deuxième facteur est la bonne santé économique du pays, qui dope la demande de surfaces. Selon les estimations de PMA, un prestataire de services de recherche indépendant, le taux cumulé des emplois de bureaux dans les villes du top-7 a progressé de 9,8% entre fin 2014 et fin 2018.

Le troisième facteur, enfin, a été la tendance au co-working, qui exerce actuellement une incidence positive sur la demande de surfaces de bureaux. Il s'agit d'un autre effet structurellement favorable des évolutions technologiques. Les fournisseurs d'espaces de co-working, tels que Wework, Regus, etc., louent souvent aussi des immeubles partiellement vides pour pouvoir les proposer rapidement à d'autres locataires. Ces surfaces sont donc utilisées de manière efficace, ce qui réduit structurellement le taux de vacances.

Bien que la reprise dure depuis quelques années déjà, le cycle actuel se caractérise aussi, de façon assez surprenante, par une adaptation de l'offre très contenue et contrôlée. Cela tient d'une

part au manque d'appétit des banques pour les projets de constructions spéculatifs, mais aussi au fait que le secteur allemand du bâtiment touche à ses limites de capacité. Les coûts de construction ont augmenté de 5% en 2018 et réduisent la marge des promoteurs. Le développement de propriétés de logement promettant par ailleurs des marges plus élevées que pour les immeubles commerciaux, plusieurs entreprises du bâtiment mettent l'accent sur ce segment. Nous prévoyons donc que le volume de constructions légèrement plus élevé pour l'année à venir devrait pouvoir être absorbé par la robuste évolution économique.

Il existe certes un risque du côté de la demande, qui pourrait chuter si la conjoncture s'affaiblit. Mais pour 2019, le département Research de Credit Suisse prévoit une croissance économique de 2,0% pour l'Allemagne. Sur cette base, nous pensons que les loyers continueront à grimper, avec une croissance moyenne légèrement inférieure à 3,7% en 2019, et de 2,2% en 2020. Mais même en cas de dégradation marquée de la situation, la faible extension de l'offre garantit le niveau des loyers actuel. Même si la croissance ne s'établissait qu'à 1,0% en 2019, les loyers devraient rester stables, voire augmenter légèrement.

Pour les investisseurs ayant acquis des biens et conclu des baux à des niveaux de loyers inférieurs ces dernières années, cela représente un potentiel substantiel. Nous espérons donc que le taux de croissance des revenus nets progressera plus fortement en 2019 et 2020, puisqu'il est généralement à la traîne par rapport à l'évolution des loyers. Nous restons par conséquent confiants quant aux perspectives pour l'immobilier de bureaux allemand

Comparaison entre les immeubles commerciaux et les entrepôts

Historiquement, les immeubles commerciaux allemands constituaient le cœur du segment immobilier, qui présentait la volatilité la plus faible et les rendements globaux les plus élevés. Les entrepôts affichaient une volatilité de tout juste 5% par an et enregistraient le ratio risque/rendement le moins favorable, tous segments confondus.

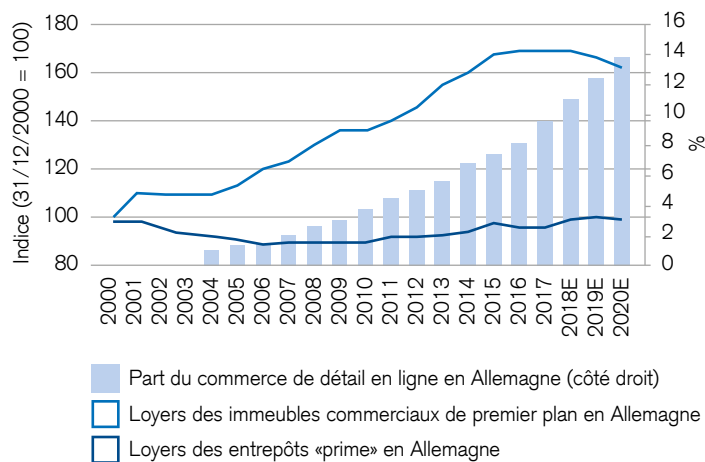
La surperformance relative des immeubles commerciaux provenait habituellement du bon développement de la consommation et de l'offre tendue, en particulier dans les centres-villes. Les loyers dans les zones privilégiées connaissaient une tendance haussière à long terme. Depuis l'an 2000, les loyers dans les meilleurs emplacements ont augmenté de 3,1% par an en Allemagne (voir figure 4).

Les entrepôts, en revanche, sont généralement situés en périphérie (de préférence à proximité des jonctions autoroutières), où les réserves de terrains sont plus conséquentes. Il y a là peu de restrictions pour les nouvelles constructions, et les délais d'achèvement des travaux sont plus courts, les surfaces industrielles et logistiques étant moins élaborées. Les loyers des entrepôts augmentent généralement peu. Depuis l'an 2000, la croissance nominale des loyers s'est élevée à -0,2% par an pour les surfaces «prime».

Mais depuis peu, les évolutions technologiques influent durablement sur les deux segments. En Allemagne, aujourd'hui, les ventes en ligne représentent près de 10% des ventes de détail et génèrent environ 50% de la croissance du secteur. En 2018, selon les estimations, les ventes au détail ont progressé de 4,7

milliards d'euros dans le domaine en ligne et de 5,4 milliards d'euros dans le segment traditionnel. La part des ventes en ligne est même supérieure à 10% dans certains secteurs, comme le multimédia et l'habillement.

Figure 4: Loyers des entrepôts / immeubles commerciaux



Source: PMA, Global Data, Credit Suisse

Cette tendance de fond devrait selon nous se maintenir. Global Data, spécialiste de la recherche dans ce domaine, prévoit que la part des ventes en ligne atteindra 14% en Allemagne d'ici 2020. Soit une croissance des ventes annuelles de l'ordre de 10% pour ce segment. En revanche, nous tablons pour le segment physique sur une croissance réelle d'à peine 0,3% par an. Le taux de vacances des immeubles commerciaux ayant déjà progressé, nous pensons que les loyers des meilleurs emplacements diminueront au cours des deux prochaines années. Le défi pourrait être encore plus grand pour les centres commerciaux moins bien situés et les sites secondaires. Nous tablons sur des amortissements plus importants dans ces portefeuilles. Les centres commerciaux spécialisés, en particulier les magasins de bricolages et de meubles, font exception, car ils restent supportés par le boom de la construction résidentielle. Pour ce segment spécifique, les loyers devraient demeurer stables ou légèrement augmenter.

A l'inverse, la demande est structurellement plus forte pour les entrepôts. La demande en surfaces logistiques urbaines devrait par ailleurs perdurer et les entrepôts devraient se rapprocher des consommateurs. Les loyers des entrepôts, aujourd'hui encore inférieurs à leur niveau de 2000, pourraient donc légèrement augmenter du fait de la forte extension de l'offre, malgré une croissance prévue de 2,0% par an d'ici fin 2020. Une situation comparable à celle des Etats-Unis et du R.-U., où la consommation en ligne poursuit son expansion. Nous avons observé une progression des loyers dans le segment logistique de plus de 5,0% par an ces trois dernières années. En ce sens, nous restons confiants dans ce domaine.

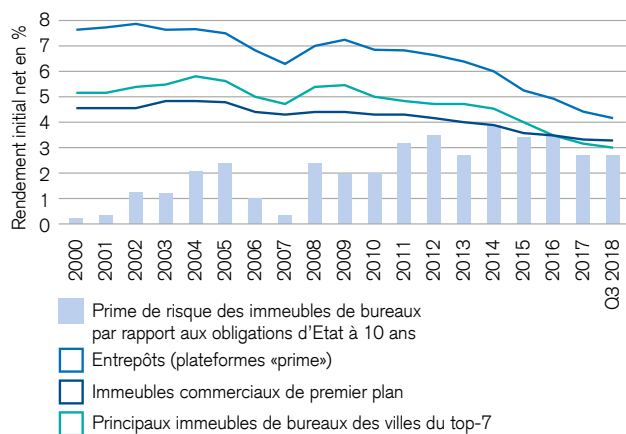
Pricing: des écarts de rendement toujours élevés par rapport aux obligations

Compte tenu de l'évolution majoritairement positive du marché locatif, les placements immobiliers allemands ont la faveur des investisseurs. Une tendance qui a fait progresser les prix et

baisser les rendements nets, comme l'illustre la figure 5. Les rendements d'acquisition nets se situent entre 3,0% et 3,5% pour les immeubles de bureaux et commerciaux «prime» dans les villes du top-7. Les centres commerciaux, entrepôts et immeubles de bureaux bien situés en centre-ville, en dehors des villes du top-7, se négocient entre 4,25% et 4,75% net, contre 5,0% pour les magasins spécialisés. La tendance plus marquée ces dernières années a particulièrement limité l'écart de rendement entre les entrepôts et les autres segments core. Signe que de nombreux investisseurs croient au secteur logistique et en font progressivement leur secteur core.

Même si les niveaux absolus (supérieurs de plus de 100 pb en Allemagne par rapport à la Suisse) semblent bas, ces biens paraissent quand même encore avantageusement valorisés par rapport aux obligations d'Etat. Entre 2000 et 2007, la prime de risque des immeubles de bureaux core s'élevait en moyenne à 1% seulement, tandis qu'elle s'établit actuellement aux alentours de 2,8%. Cela signifie que notre scénario principal, qui table sur une légère progression des taux en Europe (nous escomptons un relèvement des taux par la BCE de 25 pb en 2019), devrait être bien absorbé. Nous pensons toutefois aussi que le fort repli des rendements d'acquisition devrait s'achever en 2019. Nous voyons désormais l'évolution du marché locatif comme le principal moteur de la performance des placements immobiliers allemands. A moyen terme, nous anticipons donc des rendements d'acquisition supérieurs pour les biens immobiliers, avec une hausse plus marquée pour le segment commercial.

Figure 5: Evolution des rendements nets des placements immobiliers et des primes de risque par rapport aux obligations



Source: Credit Suisse, PMA
 Dernier point de données: T3 2018

Key-Take-aways

D'après nos analyses, les immeubles commerciaux allemands complètent idéalement un portefeuille immobilier en Suisse, grâce à un profil de risque aussi faible et à leur moindre corrélation par rapport aux propriétés commerciales suisses. Une allocation à l'immobilier allemand est aussi intéressante sur le

plan tactique. Si la Suisse connaît actuellement un taux de vacances plus élevé et des loyers moindres, en Allemagne, le marché des espaces de bureaux connaît une progression qui devrait se maintenir durant la prochaine décennie. Nous prévoyons qu'en 2019, les placements immobiliers en Allemagne atteindront des rendements totaux supérieurs à ceux de la Suisse ou à l'indice mondial. Ils conviennent également aux investisseurs souhaitant générer de l'alpha en sus par rapport aux placements immobiliers internationaux et suisses. Pour des portefeuilles d'immeubles de bureaux existants, les nouvelles locations à un loyer nettement plus élevé seront synonymes de solide croissance des revenus nets. Pour les nouveaux placements, au contraire, il conviendra de se montrer sélectif et d'analyser précisément leur potentiel. Le développement de la consommation en ligne devrait au contraire impacter un peu plus la situation de l'immobilier commercial. Nous recommandons de sous-pondérer ce secteur, car nous anticipons une évolution défavorable des loyers et une hausse des rendements initiaux nets. En revanche, nous restons optimistes quant aux entrepôts. La forte baisse des rendements initiaux nous contraint toutefois à être, là aussi, sélectifs. Nous sommes particulièrement prudents envers les biens relativement anciens, aux loyers bas, et qui ne sont pas idéalement situés. Les surfaces modernes ou plus petites, mais situées en ville devraient être plus demandées à l'avenir.

Une dégradation de la situation conjoncturelle mondiale et les incertitudes politiques en Europe, à l'instar d'une nouvelle crise de l'euro, constituent les risques en lien avec nos perspectives positives. Les importants droits de douane imposés par les Etats-Unis sur les exportations automobiles de l'UE pourraient faire baisser la demande dans les régions de Stuttgart ou de Munich, qui dominent ce segment utilisateurs. Nous supposons que la situation politique ne s'envenimera pas. Il faudra aussi voir si la stabilité politique se maintient en Allemagne, malgré l'actuelle fragilité de la coalition au pouvoir. Pour l'heure, ni la CDU, ni le SPD ne nous semblent en mesure de forcer de nouvelles élections. Les membres de la coalition semblent donc condamnés à s'entendre.

En ce qui concerne les différents risques, il convient de souligner que les investisseurs ont tout intérêt à investir dans des portefeuilles diversifiés répartis en Allemagne, afin de ne pas trop dépendre des facteurs locaux et de certains segments utilisateur. Depuis mi-2018, nous observons une forte volatilité des investissements financiers à risque (comme les actifs bancaires et technologiques). Dans ce contexte, la nature défensive des placements immobiliers allemands plaide aussi en faveur de leur prise en compte dans le portefeuille de placement. Même dans les scénarios conjoncturels les plus défavorables, le marché immobilier allemand devrait, selon nous, dégager de meilleurs résultats que d'autres actifs plus risqués ou les placements immobiliers dans des pays affichant généralement une volatilité supérieure. Ils constituent donc une composante utile pour les portefeuilles conservateurs et offrent, du fait de leur orientation vers les valeurs réelles (comme l'indexation sur l'inflation du cash-flow pour les immeubles de bureaux), une diversification adéquate par rapport aux placements financiers.

Impressum

Propriété intellectuelle

La publication peut être citée avec mention de la source.
Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales.
Tous droits réservés.

Date de parution

Décembre 2018

Editeur:

CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT (Suisse) SA
Global Real Estate

Auteur:

Zoltan Szelyes, CAIA, CFA
Responsable Global Real Estate Research
Credit Suisse Asset Management Global Real Estate
E-mail: zoltan.szelyes@credit-suisse.com



Source: Credit Suisse, sauf mention contraire.

Sauf mention contraire, les illustrations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés affiliées avec le plus grand soin et en toute bonne foi.

Les informations fournies constituent un support marketing. Elles ne doivent pas être interprétées comme un conseil financier ou autre fondé sur la situation personnelle du destinataire ni comme le résultat d'une analyse indépendante et objective. Les informations fournies dans le présent document ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une incitation visant à la conclusion de quelque transaction financière que ce soit. Les informations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales (ci-après CS) avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du Credit Suisse au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations et décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire. Il est interdit d'envoyer, d'introduire ou de distribuer ces informations ou une copie de celles-ci aux Etats-Unis ou de les remettre à une personne US (au sens de la Regulation S de l'US Securities Act de 1933, dans sa version amendée). La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit du CS est interdite. Les principaux risques associés aux placements immobiliers incluent la liquidité limitée du marché immobilier, l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, l'évaluation subjective des immeubles, les risques intrinsèques liés à la construction d'immeubles et les risques environnementaux (p. ex. terrains contaminés). Les placements dans les marchés émergents impliquent généralement des risques élevés tels que les risques politiques, les risques économiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques d'illiquidité, les risques juridiques, les risques de règlement et les risques de marché. Les marchés émergents sont situés dans des pays qui répondent à une ou plusieurs des caractéristiques suivantes: une certaine instabilité politique, une relative imprévisibilité des marchés financiers et de la croissance économique, un marché financier encore en phase de développement ou une économie faible. Ce document est distribué par Credit Suisse Securities (Europe) Ltd., Paris Branch, autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse Securities (Europe) Ltd., Paris Branch est supervisé et réglementé par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers.

Copyright © 2018 CREDIT SUISSE GROUP AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.