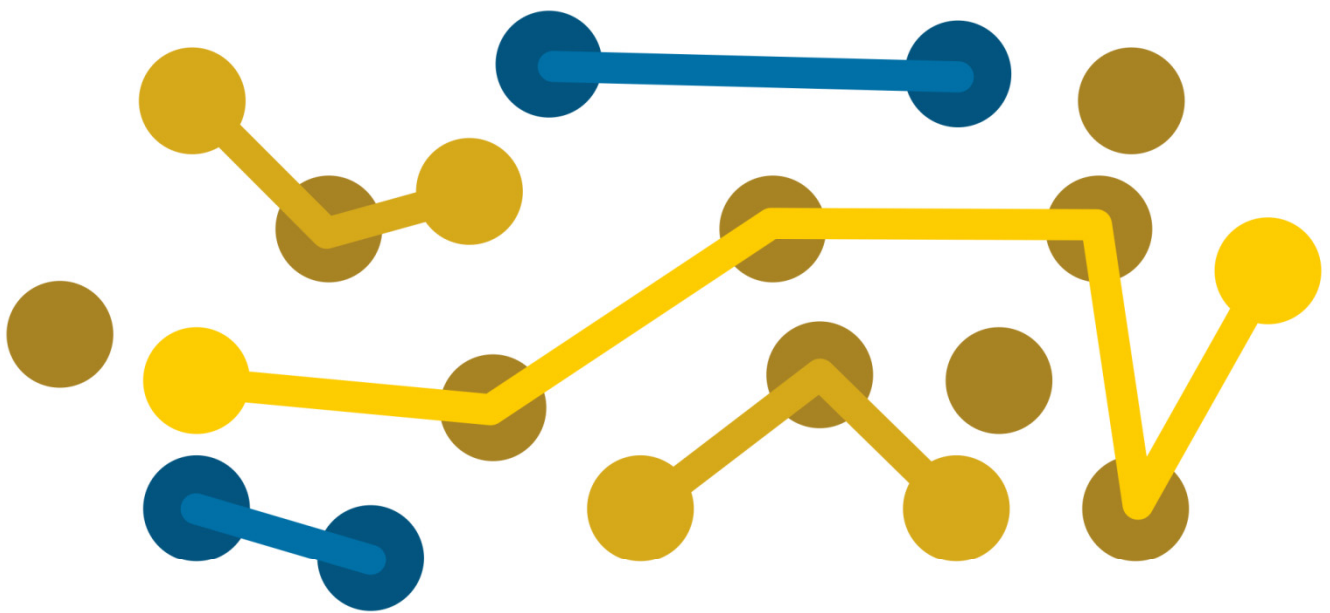


Sur la voie d'une nouvelle « normalité » ?



Population active
Arithmétique démographique

Page 14

Politique monétaire
Bilan de la BNS et réglementation

Page 17

Agenda politico-économique
Vote du Brexit : regard sur les incertitudes pour la Suisse

Page 23

Impressum

Editeur: Investment Solutions & Products

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

Dr. Oliver Adler
Head Economic Research
+41 44 333 09 61
oliver.adler@credit-suisse.com

Commandes

Directement auprès de votre conseiller ou dans toutes les succursales
du Credit Suisse
Commandes internes via MyShop sous n° Mat 1545772
Abonnements avec publicode MSF (HOST: WR10)

Impression

GDZ print, Zürich

Clôture de rédaction

14 septembre 2016

Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.
Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées.
Tous droits réservés.

Participation

Tomasz Limberger

Chère lectrice, cher lecteur,

L'une des principales erreurs des économistes ces dernières années a été de surestimer systématiquement la croissance mondiale. Dans la même veine, les analystes financiers ont sous-estimé la vigueur du repli des taux d'intérêt. Notons au passage que les économistes du Credit Suisse ont bien moins surestimé la tendance du PIB suisse que celle d'autres pays (comme les États-Unis) ou de la zone euro. Possible explication: les pronostics de nos économistes pour la Suisse sont meilleurs tout simplement parce qu'ils connaissent mieux le sujet. Mais pourquoi les analystes – y compris « les indigènes » – surestiment-ils nettement plus la croissance aux États-Unis ou encore dans la zone euro?

Selon nous, certains facteurs ont davantage soutenu la croissance en Suisse que dans d'autres pays ces récentes années, et ont permis de compenser en grande partie les chocs qui ont affecté notre économie (comme les appréciations du CHF). Deux facteurs ont à nos yeux été déterminants: d'une part, la croissance de l'emploi (et donc de la consommation) alimentée par l'immigration dynamique et, d'autre part, le boom de l'immobilier. Les taux d'intérêt extrêmement bas et l'envolée de l'emploi ont été les véritables moteurs de ce boom, et de la croissance du crédit qui l'a financé. Dans la plupart des autres pays industrialisés, l'un de ces facteurs a fait défaut – voire les deux. Aux États-Unis, la reprise du cycle de crédit et de construction s'est ainsi révélée bien plus hésitante après la crise financière. Si l'emploi y a assez fortement progressé à partir d'un niveau très faible, le taux d'activité a nettement diminué jusqu'à récemment et l'immigration a stagné. Dans bon nombre de pays européens, ces deux facteurs ont manqué à l'appel. L'assainissement hésitant des banques a ici été l'un des principaux freins à l'octroi de crédits et à la conjoncture.

Le moteur central de la croissance dans les autres cycles, à savoir l'augmentation de la productivité, a cela dit connu une évolution extraordinairement faible en Suisse comme ailleurs. S'agit-il d'une inversion de la tendance? Plusieurs aspects semblent s'opposer à un rebond des investissements, synonyme d'augmentation de la productivité, parmi lesquels le vieillissement démographique, qui pèse sur la croissance à long terme et donc sur les besoins en financement. Bien que le progrès technologique reste rapide, nous anticipons de ce fait des taux d'investissement toujours inférieurs à la moyenne à l'échelle mondiale et une timide progression de la productivité. Si de surcroît l'immigration venait à s'essouffler en Suisse ([voir les scénarios en page 14](#)), la croissance s'inscrirait en repli également dans notre pays. Reste à espérer qu'il s'agira là d'un processus progressif, qui permettra au secteur de l'immobilier d'atterrir en douceur – comme le prévoit notre scénario de base, puisque nous n'attendons pas de choc des taux d'intérêt. En effet, l'évolution démographique augure non seulement des investissements en berne, mais aussi un niveau durablement élevé d'épargne, et donc des taux réels bas.

Nous vous souhaitons une intéressante lecture.



Thomas Gottstein
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler
Head Economic Research

Sommaire

Conjoncture mondiale 5

La croissance de l'économie mondiale n'est pour l'heure guère impressionnante, mais fait montre d'une certaine résistance, qui lui a permis de surmonter les divers chocs des trimestres passés sans trop de dommages.

Conjoncture Suisse 7

L'économie suisse devrait croître de 1,5% en 2017, soit une progression toujours plus faible qu'avant l'appréciation du CHF. À l'exception des exportations, aucune accélération n'est à attendre s'agissant des différentes composantes de la demande.

Branches 12

Les exportations de marchandises suisses repartent à la hausse. Mais jusqu'ici, la croissance est presque uniquement due au secteur chimico-pharmaceutique. Le momentum actuel des exportations dans l'horlogerie est en revanche très négatif.

Débat sur l'immigration et la population active 14

La mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse aura des répercussions sur l'immigration en Suisse. Nos modélisations mettent quant à elles en lumière ses conséquences sur la population active.

Politique monétaire 17

À notre avis, les nouvelles réglementations bancaires contraindront indirectement la BNS et d'autres banques centrales à disposer de bilans bien plus conséquents qu'avant la crise financière mondiale.

Régions 20

La troisième réforme de l'imposition des entreprises marque le début d'une restructuration du système fiscal suisse. À l'avenir, l'attractivité des différents cantons dépendra davantage des taux ordinaires d'imposition des bénéfices qui y sont appliqués. À cet égard, les cantons de Bâle-Ville, Vaud et Genève progressent dans le classement.

Agenda politico-économique 23

Pour la Suisse, les conséquences à moyen-long terme du vote en faveur du Brexit demeurent teintées d'incertitudes. À court terme, les négociations avec l'UE devraient même être plus compliquées. Cependant, la population suisse y voit plutôt des avantages pour l'économie et la politique.

Immobilier 25

La progression des prix des logements en propriété poursuit son ralentissement en Suisse. Les différences entre appartements et maisons individuelles vont ici croissant.

Prévisions et indicateurs 27

Conjoncture mondiale

Croissance faible, mais stable

La croissance de l'économie mondiale n'est pour l'heure guère impressionnante, mais fait montre d'une certaine résistance, qui lui a permis de surmonter les divers chocs des trimestres passés sans trop de dommages.

La robustesse de l'économie américaine devrait permettre un relèvement des taux directeurs en fin d'année

La vigueur de l'économie américaine est restée quasi inchangée au cours des derniers mois. Le produit intérieur brut (PIB) n'a certes connu qu'une très faible expansion au 1^{er} semestre 2016. Au vu des taux de croissance en partie grevés par des facteurs exceptionnels, nous anticipons cependant une légère accélération au 2^e semestre. La croissance des États-Unis repose toujours sur le marché intérieur: solide consommation privée, reprise durable dans la construction et politique budgétaire favorable. Seule l'industrie de transformation a longtemps été en proie à de graves difficultés, mais semble désormais au moins se stabiliser. La situation demeure positive sur le marché du travail et même les salaires continuent de progresser, bien qu'à un rythme lent. La pression inflationniste faisant toutefois défaut, la Fed ne devrait relever ses taux que très graduellement. Nous tablons sur une hausse de taux cette année encore, suivie de deux autres en 2017.

Impact du Brexit moins négatif que redouté; la zone euro devrait enregistrer une croissance modérée

Les effets négatifs directs de la décision prise par les Britanniques de quitter l'Union européenne (UE) restent à ce jour limités. Après un premier revers, le climat des affaires s'est de nouveau éclairci et les données «dures» brossent un tableau relativement robuste. La Banque d'Angleterre a néanmoins assoupli sa politique monétaire. Elle devrait ainsi abaisser les taux à un niveau proche de zéro, alors que des mesures de relance budgétaire devraient être introduites à la fin 2016. Dans la zone euro, les perspectives de croissance assez solides bien que modérées n'ont par conséquent guère changé. Au vu des faibles prévisions d'inflation, la BCE n'aura sans doute pas d'autre choix que de prolonger son programme d'achats obligataires.

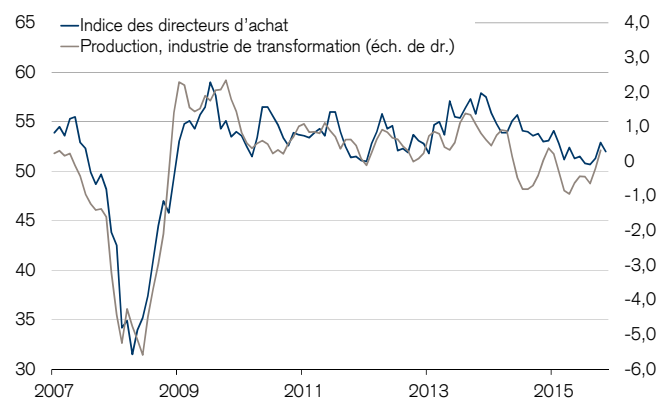
La croissance de l'économie chinoise devrait ralentir après la stabilisation; creux de la vague franchi en Russie et au Brésil

La situation dans les grands pays émergents est légèrement meilleure que quelques mois auparavant. Les données signalent une réjouissante stabilisation en Chine au 1^{er} semestre, laquelle est toutefois attribuable aux mesures de relance étatiques. La dynamique reste en revanche en berne dans le secteur privé. Nous tablons donc sur un nouveau tassement de la croissance chinoise au 2^e semestre, mais n'attendons pas d'effondrement. L'économie indienne demeure robuste et les perspectives de croissance positives devraient aussi s'appliquer à l'année à venir. Au Brésil, la conjoncture ne sort que très lentement de sa profonde récession et la banque centrale devrait graduellement abaisser ses taux directeurs à mesure du recul de l'inflation. L'économie russe semble également avoir franchi le creux de la vague, mais aucune reprise rapide n'est ici en vue en raison des prix toujours faibles de l'énergie.

bjjoern.eberhardt@credit-suisse.com

Stabilisation de l'industrie de transformation américaine

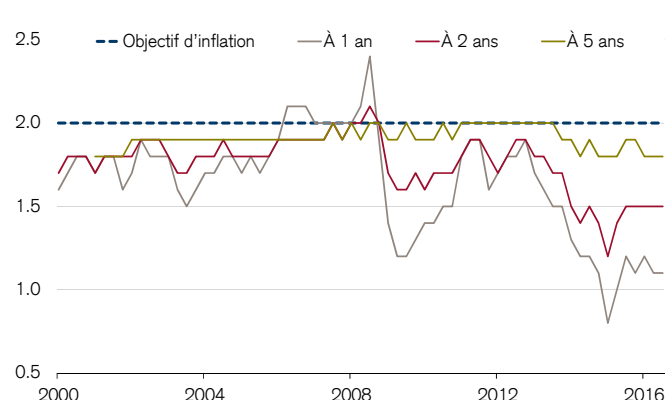
Indice; croissance en glissement trimestriel en %



Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Faibles perspectives d'inflation dans la zone euro

Objectif d'inflation de la BCE; taux d'inflation attendus par les prévisionnistes en %



Source: Datastream, Credit Suisse

Conjoncture mondiale | Moniteur

Royaume-Uni

Une grande incertitude continue de régner quant aux répercussions sur l'économie britannique de la sortie de l'UE du Royaume-Uni («Brexit»). La plupart des données conjoncturelles récentes ont agréablement surpris. Nous estimons cependant que cette évolution n'est pas durable et anticipons toujours un ralentissement marqué de l'économie. Les entreprises devraient se montrer de plus en plus hésitantes à investir et à embaucher, ce qui pèsera probablement sur la consommation privée.

philipp.waeber@credit-suisse.com

États-Unis

Malgré leurs divergences d'opinion politique, les candidats à la présidence des États-Unis s'accordent sur la nécessité de renforcer les dépenses d'infrastructure. En raison de retards dans la mise en œuvre, ces projets ne devraient globalement contribuer à la croissance qu'à compter de 2018. Si Hillary Clinton était élue, l'impact sur le budget de l'État pourrait être neutre puisque son programme prévoit des hausses d'impôts pour les revenus élevés. Dans le cas où Donald Trump l'emportait, la dette publique continuerait en revanche d'augmenter, le candidat républicain proposant des réductions massives d'impôts, en faveur des entreprises notamment.

damian.kuenzi@credit-suisse.com

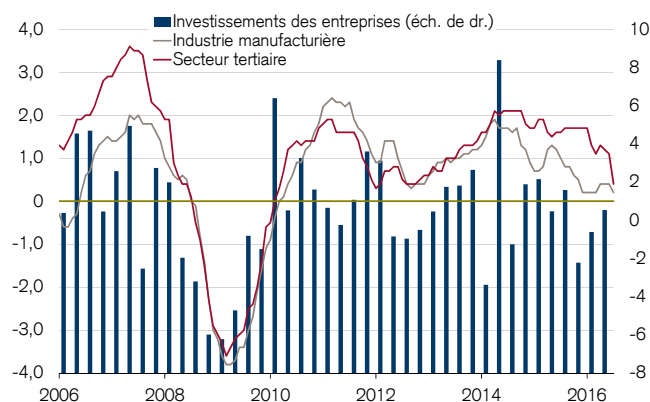
Inde

À l'inverse de la plupart des autres grands pays émergents, dont la croissance demeure atone, l'économie indienne enregistre une forte expansion. Le pays affiche une progression supérieure à la Chine pour la deuxième année consécutive déjà. Pour l'exercice 2017/2018, nous tablons sur une nouvelle accélération de la croissance du PIB à 8,0% en glissement annuel, principalement sous l'effet du vaste programme de réformes, qui devrait doper les investissements publics et privés.

nora.wassermann@credit-suisse.com

Effondrement des projets d'investissement suite au Brexit

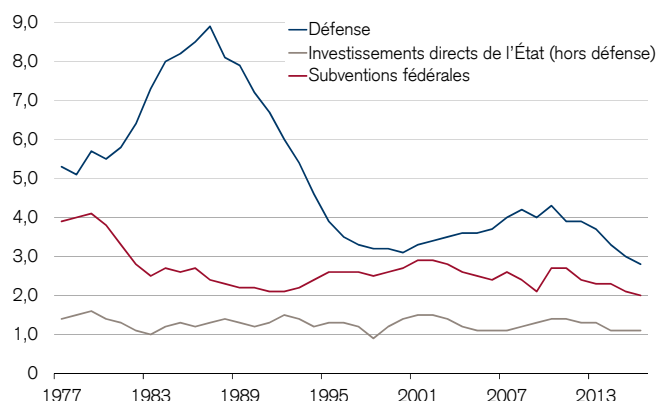
Projets d'investissement selon l'enquête des agents de la BoE; croissance en glissement trimestriel en %



Source: Datastream, Credit Suisse

Recul de longue date des investissements publics

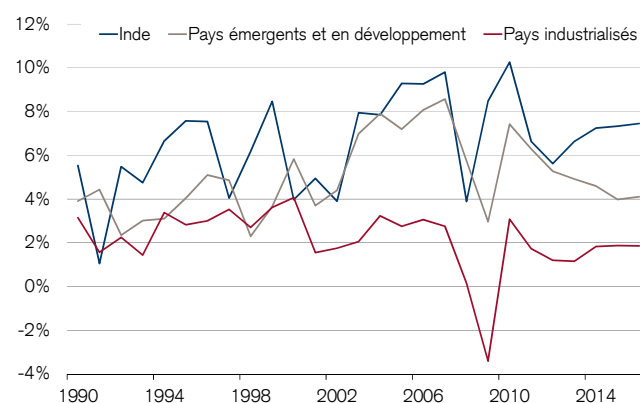
Investissements dans le capital physique, en % des dépenses fédérales (valeur 2016 = estimation)



Source: US Office of Management and Budget, Credit Suisse

Probable poursuite de l'essor économique en Inde

Croissance du produit intérieur brut en glissement annuel, en %



Source: FMI, Credit Suisse

Conjoncture Suisse

L'heure n'est pas à l'euphorie

L'économie suisse devrait croître de 1,5% en 2017, soit une progression toujours plus faible qu'avant l'appréciation du CHF. À l'exception des exportations, aucune accélération n'est à attendre s'agissant des différentes composantes de la demande.

L'exploit du 2^e trimestre 2016 découle d'un effet statistique

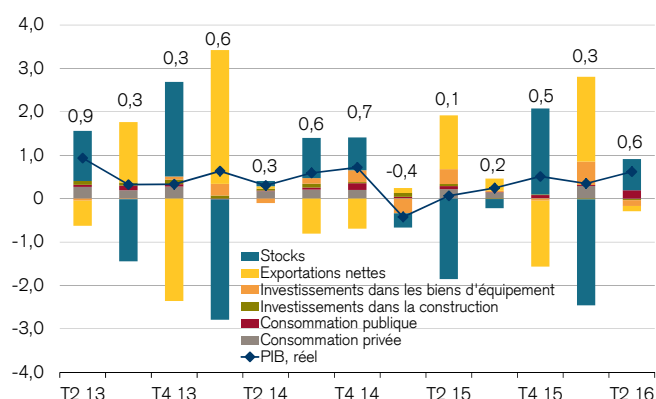
Selon le Secrétariat d'État à l'économie (SECO), la performance économique a progressé de 0,6% en glissement trimestriel au 2^e trimestre 2016. À la fin du 1^{er} semestre, le PIB dépassait ainsi de 2% son niveau de l'année précédente. La Suisse serait-elle déjà entrée dans une nouvelle phase d'essor? La prudence semble de mise: une grande partie de cette croissance est attribuable à la composante «stocks» (et aux «écarts statistiques» qui la caractérisent). Les entreprises ont-elles vraiment étoffé leurs stocks dans de telles proportions? Rien n'est moins sûr, puisque l'enquête mensuelle réalisée par procure.ch auprès des directeurs d'achat dans l'industrie indique même une diminution des stocks. Composante soumise à de fortes variations trimestrielles, la consommation publique a également connu une évolution positive. En revanche, la consommation privée a stagné et les investissements se sont repliés – les investissements d'équipement ont même enregistré leur plus forte baisse depuis l'abandon du cours de change plancher de 1.20. Les exportations se sont certes inscrites en hausse, mais surtout grâce à l'industrie chimico-pharmaceutique (cf. Branches: «Évolutions opposées des exportations» à la page 12). Simultanément, le volume des importations a également augmenté. Il ne peut donc pas être question d'une reprise généralisée.

Érosion des marges: ralentie, mais pas compensée

Nos trois indicateurs composites, à l'aide desquels nous mesurons l'impact de la vigueur du CHF (cf. fig.), brossent aussi une image contrastée: les indicateurs du domaine de la «production» se sont effectivement redressés, même s'ils ne matérialisent pas les importantes disparités observables dans l'industrie. Les indicateurs relatifs au marché du travail et à la consommation suggèrent que les ménages ne sont à ce jour pas encore vraiment affectés par la vigueur du franc, voire qu'ils en ont profité jusqu'à récemment grâce à la hausse de leur pouvoir d'achat. Les remises de prix record concédées et l'importante diminution des marges consécutive – qui se reflètent dans l'indicateur composite «Environnement financier» – n'ont cependant été que partiellement compensées (cf. fig.). Les faibles bénéfices des entreprises vont sans doute continuer à marquer l'évolution conjoncturelle en 2017. En conséquence, nous n'anticipons toujours qu'une croissance modérée de 1,5% pour l'année prochaine (après une révision à la hausse à 1,5% en 2016 au vu des bons chiffres du 2^e trimestre).

Stocks: des fluctuations marquées

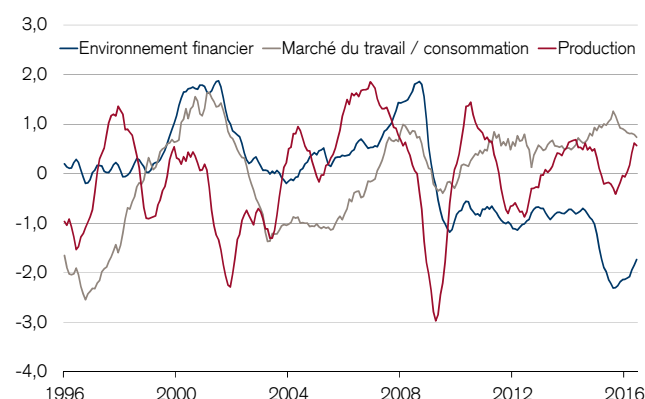
% en glissement trimestriel, corrigé des effets saisonniers



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Credit Suisse

Marges et bénéfices: grevés par la vigueur du CHF

En écarts types, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Datastream, Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

L'immigration en berne freine la croissance de la consommation

Principale composante de la demande, la consommation privée ne devrait que faiblement contribuer à la croissance économique en 2017. Deux facteurs s'opposent ici à une accélération. Premièrement, l'immigration devrait continuer à ralentir (cf. [explications détaillées à la page 11 - > Immigration](#)). Selon notre analyse, l'immigration a contribué à hauteur de plus de 25% à la croissance de la consommation ces sept dernières années. Certes, la demande devrait encore augmenter du fait de l'immigration en 2017, mais de moins de 1 mrd CHF – soit un repli de presque 20% par rapport à l'année précédente. Deuxièmement, le climat de consommation va sans doute rester morose. Les mauvaises nouvelles nationales et internationales restent trop nombreuses. L'indice d'incertitude, qui comptabilise les occurrences du terme «incertitudes politiques» dans les médias, a ainsi atteint un nouveau record après le vote en faveur du Brexit (cf. [fig.](#)). À l'opposé, les faibles intérêts hypothécaires allègent le budget des propriétaires et – grâce au couplage des loyers aux taux d'intérêt – d'une partie des locataires.

Pas de hausse du taux de chômage, mais pas non plus d'augmentation des salaires réels

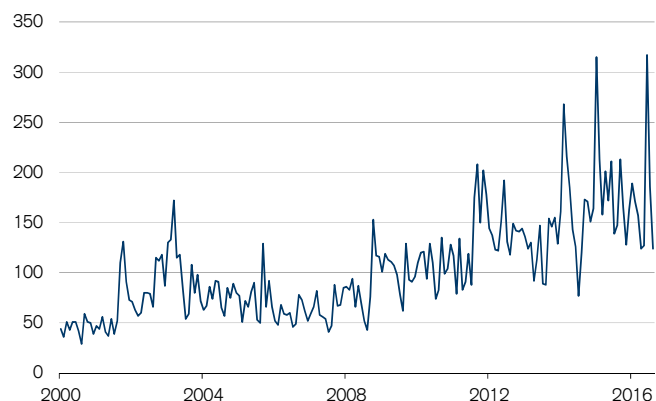
La consommation dépend en définitive de la situation sur le marché du travail. Aspect positif: le taux de chômage n'augmente plus et nous tablons sur un niveau inchangé de 3,3% pour l'année prochaine. La hausse ayant fait suite au «choc de l'appréciation» de janvier 2015 a donc été nettement moins importante que pendant les précédentes crises (cf. [fig.](#)). Au vu du taux d'exploitation des capacités relativement solide, les entreprises semblent faire tout leur possible pour maintenir leurs effectifs. La santé et l'action sociale ainsi que le secteur public continuent en outre de créer des emplois. En raison du repli des marges et des bénéfices, les entreprises s'efforcent cependant de réduire leurs charges salariales, que ce soit par un recours accru au travail à temps partiel (cf. [«Marché du travail» à la page 11](#)) ou une diminution des rémunérations. Cela ne laisse présager qu'une très timide progression des salaires en 2017, que nous estimons à 0,5% en termes nominaux. Suite au probable retour de l'inflation en territoire positif pour la première fois en cinq ans (à +0,5%) (cf. [«Inflation» à la page 11](#)), il en résulte une stagnation du pouvoir d'achat réel l'année prochaine. Avec 1%, la croissance de la consommation devrait même se révéler légèrement inférieure à 2016 (1,1%).

La consommation publique reste un moteur de la croissance

La consommation publique devrait croître dans des proportions similaires à 2016. Le léger tassement de l'évolution démographique et les programmes d'économies prévus sont compensés par de faibles coûts de refinancement. La consommation publique est pour l'essentiel alimentée par les dépenses de personnel, qui sont générées à plus de 50% dans les cantons. Les effectifs devraient continuer d'augmenter dans les communes et les cantons, et même la Confédération va sans doute créer des postes en dépit de ses efforts d'économie. Avec une progression de 1,8%, la consommation publique devrait de nouveau enregistrer une croissance supérieure au PIB et à la population en 2017.

Indice d'incertitude: niveau record après le Brexit

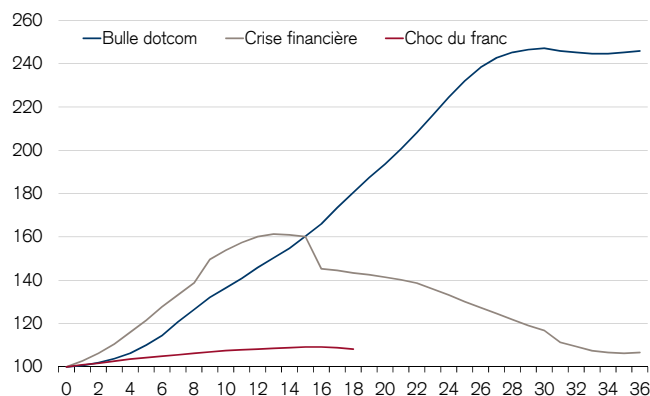
Nombre d'articles parlant d'«incertitudes politiques»



Source: [policyuncertainty.com](#), Factiva, Credit Suisse

Situation relativement robuste sur le marché du travail

Évolution du taux de chômage, en mois après le début de la crise, indice: 100 = début de la crise considérée



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Credit Suisse

Peu de changements en matière d'investissements

Aucun changement majeur dans le comportement d'investissement n'est à attendre à court terme. La situation morose en matière de bénéfices et les incertitudes toujours vives freinent les investissements d'équipement, alors que les impératifs de rationalisation ainsi que les faibles taux d'intérêt et les valorisations élevées des actions parlent plutôt en leur faveur. L'indice des directeurs d'achat (PMI) de Credit Suisse/procure.ch est un bon baromètre de la future évolution des investissements d'équipement. Le PMI se maintient en zone de croissance depuis maintenant neuf mois, bien que parfois d'extrême justesse. Dans l'ensemble, nous tablons sur une croissance inchangée des investissements d'équipement en 2017. L'indice de la construction, qui repose sur les chiffres d'affaires des entreprises membres de la Société suisse des entrepreneurs et les demandes de permis de construire publiées fournit quant à lui des informations fiables sur les investissements de construction (cf. fig.). Il atteint actuellement un niveau record, signalant une augmentation des investissements de construction – principalement imputable à l'accélération de la construction de logements, alimentée par l'environnement de taux négatifs (pénurie de placements). Cela dit, la demande de logements locatifs et de bureaux va sans doute diminuer dans le sillage du tassement de l'évolution démographique et du marché du travail et les taux de vacance vont augmenter, raison pour laquelle la croissance des investissements de construction devrait se révéler limitée en 2017. Nous anticipons une hausse de 0,5%.

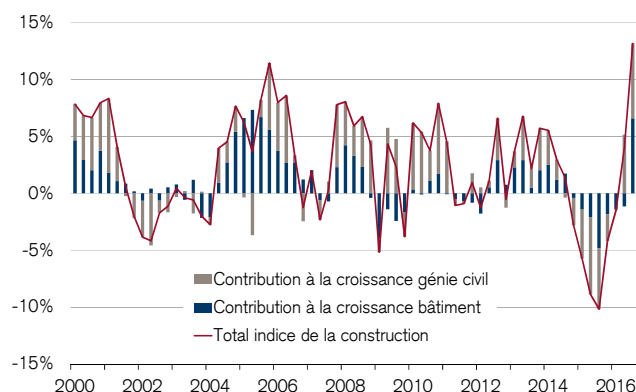
Le volume d'exportations réel devrait poursuivre son rebond en 2017

La situation devrait continuer à s'améliorer pour les exportateurs. Sous l'effet de la combinaison de taux négatifs et d'achats de devises par la BNS – et en l'absence de turbulences majeures sur les marchés financiers internationaux –, le CHF est susceptible de se déprécier légèrement dans le courant de l'année. Simultanément, le baromètre des exportations du Credit Suisse, qui reflète la demande étrangère de marchandises helvétiques, suggère que la hausse des exportations va se poursuivre dans les prochains mois. À 0,86, il atteint presque le niveau de sa moyenne à long terme et reste nettement supérieur au seuil de croissance de 0 (cf. fig.). Par ailleurs, l'industrie d'exportation suisse est surtout active dans les secteurs qui connaissent actuellement une progression à l'échelon mondial (cf. «Exportations» à la page 10). De ce fait, nous tablons sur une croissance réelle des exportations de 4,5% en 2017 – malgré la surévaluation persistante du CHF, qui affecte la compétitivité en termes de prix de l'industrie d'exportation helvétique. Les importations devraient augmenter de 3,5% sur la même période.

claude.maurer@credit-suisse.com

Indice de la construction: sursaut du secteur

% en glissement annuel



Source: Société suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

Baromètre des exportations: croissance annoncée

En écarts-types



Source: Bloomberg, Datastream, PMIPremium, Credit Suisse

Conjoncture Suisse | Moniteur

Exportations

Sur la période 2001-2015, les exportations ont enregistré une progression annuelle de 7,6% en Suisse, contre 8,0% en moyenne à l'échelle mondiale. Cet écart (de croissance nette) peut être décomposé selon deux facteurs: la spécialisation initiale et les gains de parts de marché (avantages concurrentiels). Une telle ventilation révèle que l'industrie d'exportation suisse était active dans les «bonnes» branches entre 2008 et 2011 et – surtout – entre 2011 et 2015. Sur les trois périodes considérées, la Suisse a cependant perdu des parts de marché.

bettina.rutschi@credit-suisse.com

Consommation

Selon GfK, le commerce de détail suisse réalise un chiffre d'affaires annuel de presque 100 mrd CHF. Les dépenses de consommation des ménages atteignent quant à elles environ 340 mrd CHF par an, comme l'indiquent les chiffres de l'OFS. Avec une part de moins d'un tiers, la consommation de commerce de détail représente ainsi à peine un peu plus que les dépenses d'un ménage moyen pour le poste «logement et énergie». Cela explique pourquoi la consommation privée peut augmenter malgré la stagnation, voire la baisse, des chiffres d'affaires du commerce de détail.

claudio.maurer@credit-suisse.com

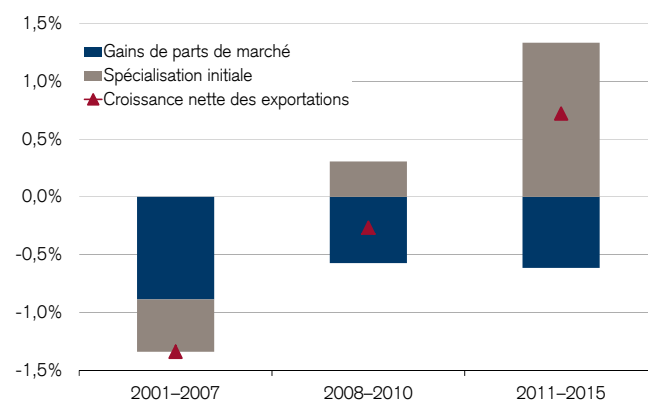
Investissements

En Suisse, près de la moitié du stock de capital non financier d'environ 460 mrd CHF (hors immobilier) se compose de machines «classiques» (imputées à l'agrégat «Autres machines et équipements/acquis à des fins militaires»). La part de cette catégorie tend cependant à baisser depuis 2009, ceci à l'issue de seulement cinq années de valeurs positives liées à la «réindustrialisation». L'essentiel des autres catégories progresse en revanche depuis plusieurs décennies. Les investissements dans la recherche et le développement et les produits informatiques continuent notamment de gagner en importance.

claudio.maurer@credit-suisse.com

Une juste sélection de la branche est décisive

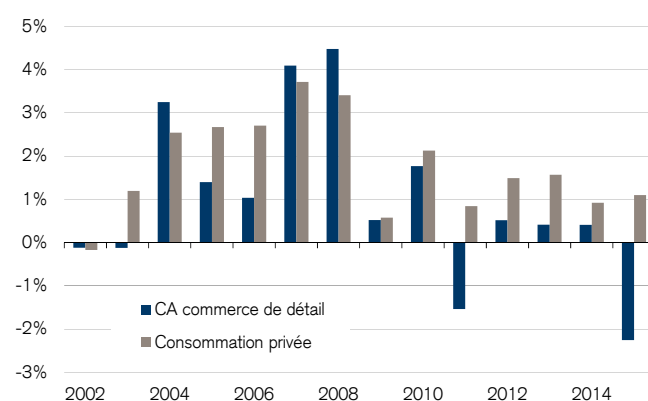
En % / points de pourcentage



Source: Intracen, Credit Suisse

Commerce de détail et consommation peu corrélés

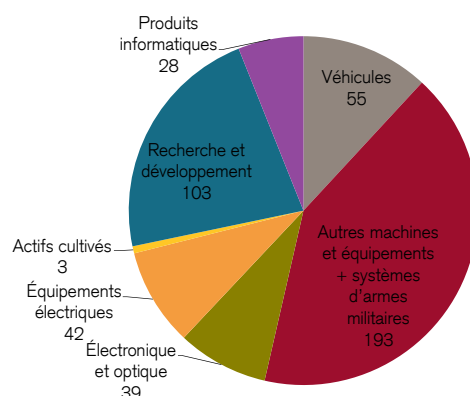
% en glissement annuel



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

Stock de capital: machines classiques prépondérantes

En mrd CHF, 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Inflation

Au terme de cinq ans de baisse, les prix à la consommation devraient légèrement augmenter en 2017. Nous anticipons un taux d'inflation moyen de 0,5% (revu à la hausse depuis 0,0%) pour 2017, après -0,3% en 2016 (aussi relevé). La composante énergie est le principal moteur de cette évolution suite à la hausse des prix du pétrole. Les autres composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) ne devraient en revanche quasiment pas croître. En particulier, les loyers (près de 20% de l'IPC) ne devraient presque pas progresser au vu des taux hypothécaires historiquement bas.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Immigration

L'immigration en Suisse s'est légèrement essouffée au cours des deux premiers trimestres de l'année en cours. Une comparaison de l'évolution depuis le début 2016 et de celle des années précédentes révèle que l'immigration s'établit à peu près à son niveau de 2010. À l'époque, le solde migratoire de la population résidente étrangère atteignait presque 69 000 personnes en fin d'année, soit environ 65 000 pour la population totale après déduction de l'émigration usuelle des Suisses. Compte tenu de ces chiffres et de la hausse des sorties du processus d'asile que nous attendons pour le 2^e semestre 2016, nous maintenons notre prévision d'une immigration nette de 70 000 personnes.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

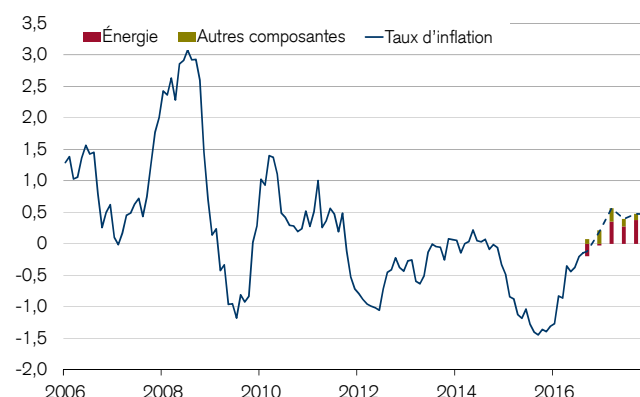
Marché du travail

La situation reste tendue sur le marché du travail. Afin de limiter la hausse des coûts salariaux, les entreprises misent sur une solution qui a fait ses preuves lors des précédents ralentissements: le recours accru au temps partiel. Le travail à temps partiel a fortement augmenté depuis le choc du franc et les emplois à plein temps ont diminué dans des proportions similaires, comme durant la crise financière. Si la majeure partie de ce glissement s'est produite dans le secteur tertiaire – déjà favorable au temps partiel –, le nombre de postes à temps partiel s'est aussi sensiblement accru dans l'industrie depuis le choc du franc, signalant des stratégies d'économies planifiées en connaissance de cause.

lukas.gehrig@credit-suisse.com

Retour en zone positive de l'inflation en 2017

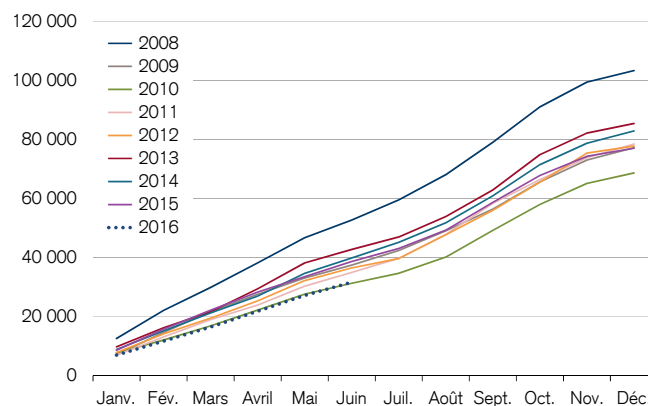
% en glissement annuel



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Immigration au niveau de 2010

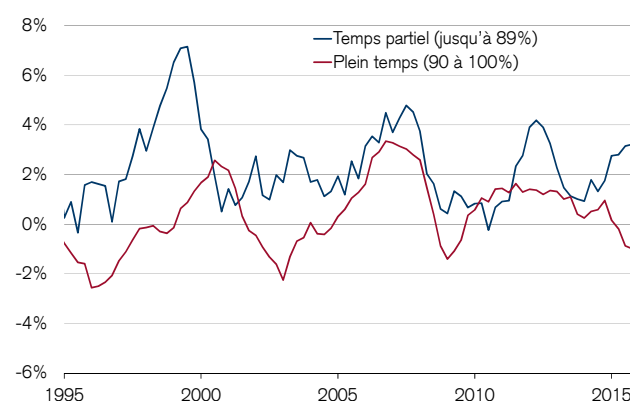
Solde migratoire de la population résidente étrangère, cumulé, en personnes



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

Plein temps remplacé par le temps partiel

Croissance de l'emploi, % en glissement annuel



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Branches

Divergence des exportations

Les exportations de marchandises suisses repartent à la hausse. Mais jusqu'ici, la croissance est presque uniquement due au secteur chimico-pharmaceutique. Le momentum actuel des exportations dans l'horlogerie est en revanche très négatif.

La chimie et la pharmacie en locomotive, l'horlogerie en frein

Après avoir cédé 2,6% (en valeurs nominales) suite au choc du franc en 2015, les exportations suisses ont retrouvé cette année le chemin de la croissance, avec +4,2% en comparaison annuelle entre janvier et juillet 2016. Pas question cependant de parler d'une reprise généralisée, tant les différences demeurent marquées entre les branches (cf. figure). C'est le secteur chimico-pharmaceutique qui a, et de loin, le plus contribué à cette croissance: la plus importante branche exportatrice de la Suisse a ainsi vu progresser ses exportations de 12,9% en comparaison annuelle. Sans cette branche, les exportations suisses auraient poursuivi leur recul depuis le début de l'année. Car si l'industrie des machines et de l'électronique s'est un peu redressée après son effondrement de l'an dernier, ses exportations restent dans le rouge en 2016 (-1,2% par rapport à l'année dernière). C'est cependant l'accélération marquée du recul des exportations dans l'horlogerie (-11,1%) qui a le plus pesé sur le résultat.

Le momentum des exportations, une mesure de la dynamique des exportations à court terme

Ce tableau de dynamiques fortement divergentes est confirmé par ce qu'on appelle le «momentum des exportations», que nous calculons désormais par branches (cf. figure). Cet indicateur compare la moyenne pondérée des exportations (corrigées des variations saisonnières) des trois derniers mois avec celle des six derniers mois, et permet ainsi de tirer des conclusions sur l'évolution à court terme des exportations. Une valeur supérieure à zéro signale une tendance à la hausse, et vice versa. Parmi les principales branches exportatrices, c'est le secteur chimico-pharmaceutique qui a le plus rapidement relevé la tête après le choc du franc: son momentum d'exportation est positif depuis l'automne 2015. Dans l'industrie des machines et de l'électronique, le renversement de tendance ne s'est produit qu'au printemps 2016. Depuis les printemps 2015, l'horlogerie se trouve elle sur la pente descendante.

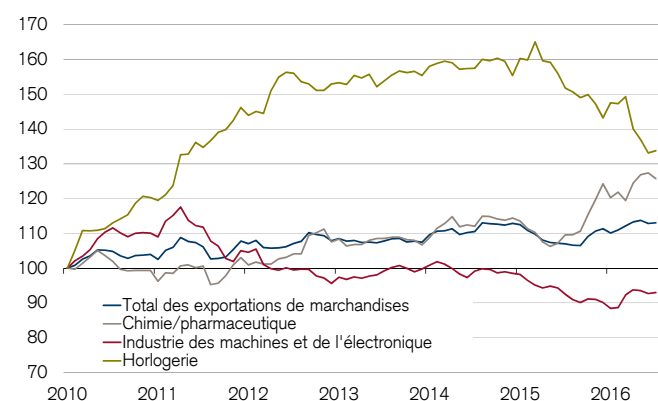
Les exportations suisses devraient encore progresser

Nous misons sur une poursuite de la croissance des exportations suisses dans les mois à venir. Le secteur chimico-pharmaceutique devrait demeurer le principal moteur de cette croissance, à la faveur d'une forte demande, en particulier de la part des États-Unis. La conjoncture dans les principaux marchés débouchés du secteur cyclique des machines et de l'électronique sera déterminante pour la suite de la marche de ses affaires. L'environnement mondial fournit pour l'heure des impulsions modérément positives. Dans le même temps, les incertitudes perdurent pour l'horlogerie, notamment quant à l'évolution conjoncturelle en Chine et son impact sur le comportement des consommateurs chinois en matière de voyages et de dépenses.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Soutien de la pharmacie en 2016

Exportations nominales désaisonnalisées, moy. sur 3 mois, indice janv. 2010 = 100



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

L'horlogerie, sous pression depuis le printemps 2015

Exportations nominales désaisonnalisées, momentum des exportations*

Momentum des exportations	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015	12.2015	01.2016	02.2016	03.2016	04.2016	05.2016	06.2016	07.2016
Chimie/pharmaceutique	0.3	0.4	0.2	-0.3	-1.1	-0.8	-0.9	-1.8	0.1	0.3	-0.8	1.1	3.2	2.2	3.6	0.7	1.1	1.2	2.0	2.2	1.1	0.3
Machines/électronique	-0.1	-0.0	-0.5	-0.3	-1.1	-1.8	-0.8	-0.5	-1.3	-1.6	-1.4	-1.6	-0.3	0.6	-1.6	-1.2	-0.2	1.8	0.9	0.0	0.7	0.8
Horlogerie	0.4	0.2	-1.8	1.8	0.6	0.3	0.0	-0.4	-1.3	-2.1	-1.1	-1.6	-1.1	-1.4	-3.0	1.0	-0.2	-3.4	-2.4	-2.3	-3.1	-1.7
Instruments de précision	0.9	1.1	0.7	0.3	-0.9	-0.9	-0.1	-0.8	-1.3	-0.6	-0.1	-0.5	0.1	-0.0	-0.9	0.6	1.0	0.7	1.1	1.2	1.0	1.0
Industrie métallurgique	0.7	0.7	0.2	-0.4	-1.1	-1.8	-1.1	-0.7	-1.4	-1.4	-0.6	-1.0	-0.5	-0.5	-0.1	-0.2	0.4	0.7	0.7	0.7	0.2	0.9
Bijouterie	0.3	1.9	3.6	0.1	3.2	-0.9	0.7	1.3	-0.4	-0.1	0.8	-0.2	-0.9	-0.2	-2.3	3.1	1.7	1.1	-1.1	-0.2	-3.5	6.4
Industrie alimentaire	0.4	-0.2	-0.4	-0.8	-1.2	-1.1	-1.2	-0.8	-1.0	-0.9	0.5	0.8	1.1	1.1	-1.3	0.3	0.5	1.7	0.2	1.9	-0.6	0.6
Industrie automobile	6.6	4.7	4.2	2.5	-0.2	4.6	0.0	-0.7	-1.4	-7.5	-3.3	-3.0	1.5	1.3	-1.8	0.7	0.9	0.7	-0.5	-4.8	6.8	-3.9
Matières plastiques	-0.4	-0.0	0.1	-0.3	-1.6	-2.4	-2.0	-1.8	-1.9	-1.4	-1.2	-0.0	0.6	0.7	0.1	0.2	0.6	0.5	0.4	-0.1	-0.0	-0.1
Textile/habillement	0.9	1.0	0.8	-1.0	-2.4	-1.2	-0.0	0.8	0.5	0.3	0.3	-0.3	0.4	1.2	0.7	0.7	0.2	0.4	0.8	1.2	0.4	-0.4
Papier/imprimerie	-0.2	-0.5	-0.6	-1.9	-0.9	-3.1	-1.3	-1.5	-3.0	-1.5	-1.0	-1.3	-1.4	0.9	-0.3	-0.2	0.2	0.2	0.3	-0.4	-0.3	-0.2
Exportations totales	0.4	0.5	0.1	0.0	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1	-0.7	-0.7	-0.8	-0.4	1.2	0.8	0.4	0.4	0.8	0.9	0.9	0.8	0.0	0.5

*Positif si la moyenne mobile exponentielle à 3 mois > moyenne mobile exponentielle à 6 mois

Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Branches | Moniteur

Énergie

La pression sur les producteurs suisses d'électricité ne faiblit pas. Si les prix de gros de l'électricité avaient déjà chuté en début d'année dans le sillage de prix des matières premières en recul, ils ont encore cédé du terrain ces trois derniers mois (mai-juillet 2016: -9,0% en comparaison annuelle) et ont donc atteint de nouveaux planchers. Les prix enregistrés jusqu'ici en 2016 sur le marché de gros sont en moyenne 40% inférieurs aux coûts de revient d'une centrale hydroélectrique suisse moyenne. Pour l'instant, les marchés ne tablent pas sur une reprise des prix de gros européens de l'électricité dans les trois années à venir (d'après les prix sur le marché à terme).

emilie.gachet@credit-suisse.com

Commerce de détail

Alors que la situation s'était un peu détendue dans le commerce de détail au premier trimestre 2016, le deuxième a été mitigé, avec des chiffres d'affaires nominaux 1,7% en deçà du niveau de l'année dernière. Une partie de ce recul a été à imputer au temps froid et humide, qui a surtout mis à mal les segments de l'habillement (-8,3%), des loisirs (-5,8%) et du bricolage (-4,3%). Globalement, les chiffres d'affaires du segment non alimentaire étaient à 3,0% et ceux de l'alimentaire/quasi-alimentaire à -0,5% en deçà du niveau de l'année précédente. Signe positif: au premier semestre 2016, le tourisme d'achat s'est stabilisé au niveau de 2015. Pour les mois à venir, nous tablons sur une légère détente dans le commerce de détail.

patricia.feubli@credit-suisse.com

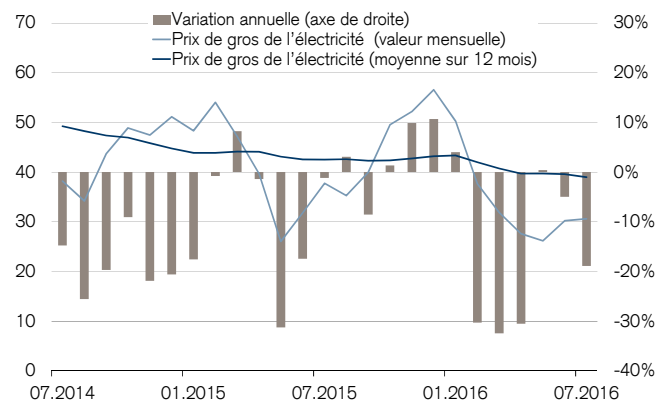
Tourisme

Depuis plus d'un an, le secteur du tourisme est confronté à un recul des nuitées. Les craintes persistantes liées au terrorisme ont notamment éloigné les touristes asiatiques (avril-juin 2016: -5,6% en comparaison annuelle). La force du franc a une nouvelle fois été responsable du recul du nombre de nuitées en provenance d'Europe (-1,0%). De même, le temps mitigé au début de l'été n'a pas permis de déclencher des impulsions de croissance du côté des hôtes suisses (-1,7%). Pour compliquer encore les choses, les prix se sont inscrits en recul (janvier-juillet 2016: -2,4% par rapport à l'année précédente), ce qui a encore réduit les chiffres d'affaires. La marche des affaires dans l'hôtellerie devrait selon nous rester compliquée dans les mois à venir.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Les prix de gros de l'électricité à un plancher historique en 2016

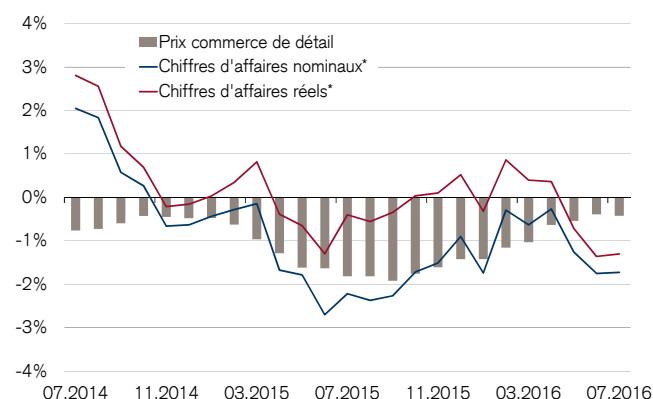
Prix au comptant moyens de l'électricité de base (SwissIX) en CHF/MWh



Source: European Energy Exchange, Credit Suisse

Le recul du deuxième trimestre 2016 est en partie lié à la météo

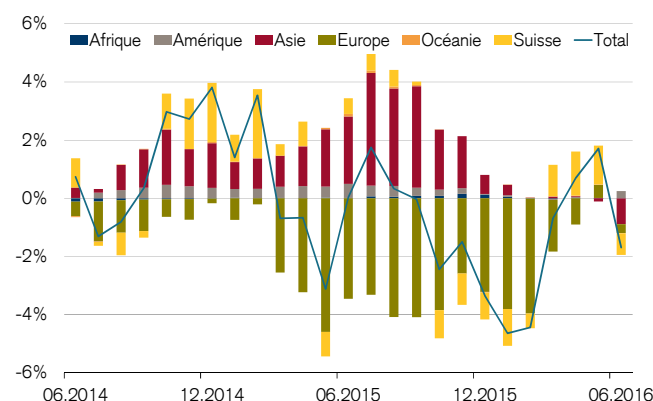
Moyenne mobile sur 3 mois, variation en glissement annuel en %



Source: GfK, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse; *corrigé des effets de calendrier

Pas encore de lumière à la fin du tunnel

Nuitées: moyenne sur 3 mois des contributions à la croissance, par continent



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Débat sur l'immigration et la population active

Arithmétique démographique

La mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse aura des répercussions sur l'immigration en Suisse. Nos modélisations mettent quant à elles en lumière ses conséquences sur la population active.

Mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse: le temps presse

Le débat entourant la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse (IIM) s'est intensifié ces dernières semaines. Selon la Constitution, cette initiative doit être mise en œuvre d'ici au 9 février 2017. Or, compte tenu du temps qui s'est déjà écoulé depuis la votation, étonnamment peu d'éléments concrets sont sur la table des négociations. La solution récemment présentée par la Commission des institutions politiques du Conseil national propose des grands axes clairement définis. Le projet de loi préfère le maintien des accords bilatéraux avec l'Union européenne (UE) à une interprétation littérale et stricte de la Constitution. Au cœur de cette proposition figure une clause de protection «light» qui se base sur une meilleure utilisation du potentiel de main-d'œuvre national et sur une obligation faite aux employeurs de communiquer les postes vacants en cas de dépassement de certains seuils. Si ces deux instruments n'atteignaient pas l'effet escompté, le Conseil fédéral pourrait prendre des mesures correctives qui devraient néanmoins être décidées en accord avec l'UE. Prochaines étapes: le Conseil national va discuter du projet lors de sa prochaine session d'automne et, au moment où nous imprimons ces lignes, la prochaine réunion entre le président du Conseil fédéral et le président de la Commission européenne Jean-Claude Juncker doit encore se tenir le 19 septembre.

L'immigration en Suisse va être affectée

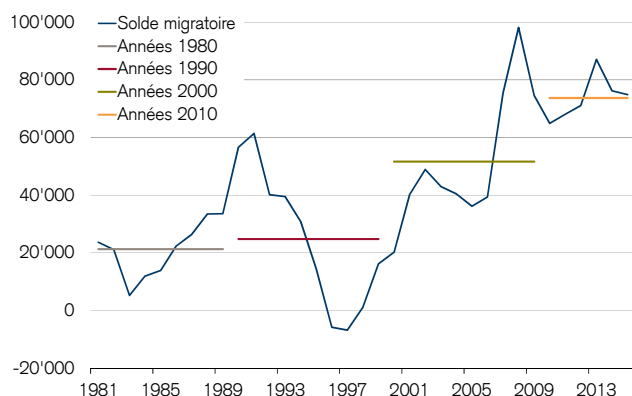
Difficile de dire si la décision portera sur des contingents annuels, la priorité des travailleurs indigènes, une clause de protection face à des problèmes économiques ou sociaux graves ou même la disparition des accords bilatéraux, mais une chose est sûre: la mise en œuvre de cette initiative aura des répercussions sur l'immigration en Suisse – laquelle, à son tour, influera sur la disponibilité de la main d'œuvre et sur la croissance démographique dans le pays. À l'heure actuelle, la migration contribue pour plus de 80% à la croissance démographique et figure parmi les facteurs clés du potentiel de main d'œuvre, car la moitié des flux migratoires est une migration économique dictée par le travail. L'ampleur future de l'immigration est très incertaine, et pas seulement en raison de la mise en œuvre à venir de l'IIM. Afin toutefois de pouvoir représenter les effets qu'aurait une limitation de l'immigration sur la population active de Suisse, nous avons réalisé des simulations basées sur divers scénarios de migration.

Cinq scénarios de développement de la population active

Pour mettre en évidence l'effet de la migration, nos différents scénarios se distinguent exclusivement par les composantes de l'immigration (cf. encadré en page suivante). La participation au marché du travail selon l'âge et le sexe est ainsi maintenue constante au niveau actuel sur

L'immigration nette s'essouffle en Suisse

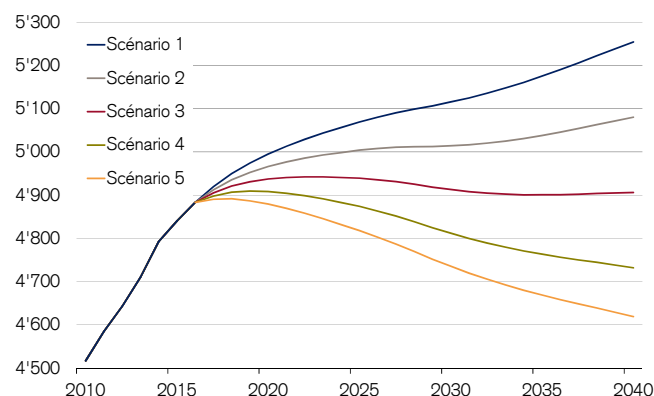
Solde migratoire de la population résidente permanente et moyennes sur plusieurs années



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

Cinq scénarios pour la population active

Population active âgée de 15 à 74 ans, en milliers



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Scénarios pour la population active en Suisse: hypothèses

La population active d'un pays est définie par la population en âge d'exercer une activité lucrative (15-74 ans), laquelle est déterminée par l'évolution démographique et par sa participation au marché du travail, mesurée par le taux d'activité. La multiplication de ces deux valeurs donne le nombre de personnes actives ou la population active. Tous les scénarios envisagés partent de l'hypothèse d'un recul progressif de l'immigration nette (en nombre de personnes) et affichent les valeurs de référence annuelles ci-après:

Scénario	Moyenne 2017-2020	2030	2040
Scénario 1	60 000	50 000	50 000
Scénario 2	50 000	40 000	40 000
Scénario 3	40 000	30 000	30 000
Scénario 4	30 000	20 000	20 000
Scénario 5	20 000	15 000	15 000

Tous les scénarios présupposent par ailleurs une participation au marché du travail selon l'âge et le sexe qui demeure constante au niveau de 2015.

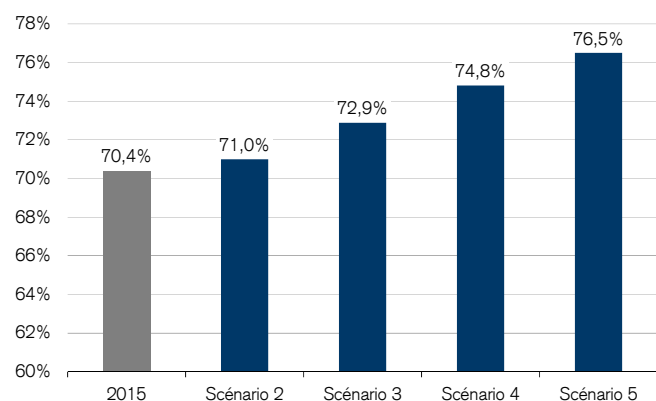
toute la période couverte par notre analyse. Le scénario 1 et le scénario 2 partent du principe d'une mise en œuvre restrictive de l'IIM. Dans ces scénarios, l'immigration nette ne recule que progressivement et représente pour la période 2017-2020 60 000 et 50 000 personnes par an en moyenne respectivement. Cette évolution coïncide avec le recul de l'immigration observé depuis deux ans en Suisse, lequel peut s'expliquer à la fois par le ralentissement de la croissance de l'emploi dans le pays et par une meilleure situation sur le marché du travail des pays d'origine des migrants, notamment l'Allemagne (cf. figure). Dans le scénario 3, l'immigration nette en Suisse tombe entre 2017 et 2020 à 40 000 personnes en moyenne, puis oscille jusqu'en 2030 autour de 30 000 personnes par an. Seuls les scénarios 4 et 5 tablent sur une limitation marquée de l'immigration, avec des soldes migratoires annuels moyens de 30 000 et 20 000 personnes respectivement entre 2017 et 2020, avant une stabilisation autour de 20 000 et 15 000 personnes respectivement. Avec ces chiffres, l'immigration nette en Suisse retomberait à des niveaux inédits depuis les années 1980 et 1990.

Dans tous les scénarios, la croissance de la population active faiblit

Tous les scénarios tablent sur un ralentissement de la croissance de la population active dans les années à venir, puis sur une stagnation en 2020, dans l'hypothèse d'une limitation globalement modérée de la migration (scénario 3). Même en partant d'une stabilisation du solde migratoire à 40 000 personnes par an dès 2030 (scénario 2), ce qui correspond à la moyenne

La participation des femmes au marché du travail presque au niveau des hommes

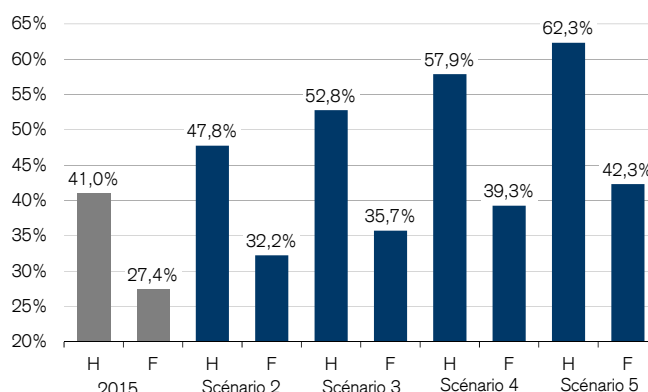
Dans quelle mesure le taux d'activité des femmes (15-74 ans) devrait-il augmenter pour maintenir jusqu'en 2025 le niveau de la population active du scénario 1?



Source: Credit Suisse

Plus de la moitié des retraités devraient travailler

Dans quelle mesure le taux d'activité des seniors (60-74 ans) devrait-il augmenter pour maintenir jusqu'en 2025 le niveau de la population active du scénario 1?



Source: Credit Suisse

des 35 dernières années, la population active cessera de croître au plus tard à compter de cette date. Si l'immigration nette n'atteignait dans les années à venir que 20 000 personnes par an en moyenne (scénario 5), elle commencerait à baisser dès 2019. Seule l'hypothèse d'un solde migratoire à long terme de 50 000 personnes par an permettrait à la population active d'afficher une croissance positive jusqu'en 2040. Le vieillissement de la population pèse aussi dans ce scénario, avec un ralentissement de la croissance de la population active (de 1% à l'heure actuelle à 0,3% en 2040). En d'autres termes, l'effet rajeunissant de l'immigration peut atténuer dans une certaine mesure les conséquences du vieillissement de la population sur le potentiel de main d'œuvre, sans toutefois les compenser.

Une solution: augmenter la participation au marché du travail...

Augmenter la participation au marché du travail est une approche évidente pour désamorcer un ralentissement de la croissance voire un recul de la population active. Dans les discussions portant sur la mise en œuvre de l'ILM, on a souvent évoqué la mobilisation accrue du potentiel de main d'œuvre national, en mettant en avant la participation des femmes au marché du travail et le prolongement de la vie professionnelle au-delà de l'âge actuel du départ à la retraite. Ces deux solutions ne sont pas dépourvues d'embûches. En effet, il est difficile d'accroître sur le long terme la participation des femmes au marché du travail sans accompagner cette mesure de modèles de temps de travail flexibles, d'offres abordables pour la garde des enfants et d'une atténuation des incitations fiscales négatives pour le deuxième salaire. De même, il n'est pas rare que des collaborateurs âgés soient victimes de discrimination du fait d'une politique du personnel des entreprises toujours axée sur la jeunesse, tandis que le système de retraite actuel prend encore trop peu en compte l'allongement de l'espérance de vie, en particulier pour les personnes en bonne santé.

Le vieillissement entraîne un recul du taux d'activité moyen

Comme le taux d'activité de certaines personnes varie au cours de leur vie, le taux d'activité moyen d'une population tend également à refléter les évolutions démographiques. Le taux d'activité est d'ordinaire le plus élevé dans le groupe des 25-54 ans, et il est inférieur pour les tranches d'âge plus jeunes et plus âgées. Quand une génération passe dans la catégorie d'âge suivant avec une autre participation au marché du travail, cela se traduit par une modification du taux d'activité moyen dictée par la démographie. Ainsi, le déplacement de la génération des baby boomers dans la pyramide des âges provoquera dans les années à venir un recul du taux d'activité moyen, pour autant que les taux d'activité correspondants à l'âge restent inchangés.

... mais jusqu'à quel point les taux d'activité doivent-ils augmenter?

Indépendamment de la faisabilité d'une telle augmentation de la participation au marché du travail, il est intéressant de savoir dans quelles proportions les taux d'activité de chaque groupe de la population doivent effectivement augmenter pour maintenir la population active sur le chemin de la croissance. Pour le déterminer, nous avons calculé par des simulations le niveau que le taux d'activité des femmes et des collaborateurs âgés de 60 à 74 ans devrait atteindre pour maintenir jusqu'en 2025 la population active au niveau du scénario 1 (celui affichant la dynamique de croissance la plus élevée). Les taux d'activité de 2015 font office de valeur de comparaison.

D'après nos simulations, la participation des femmes au marché du travail devrait gagner entre 0,6 et 6,1 points de pourcentage en fonction des différents scénarios; dans le scénario 5, elle se trouverait presque au niveau de la participation des hommes (cf. figure). En reportant cette augmentation à la population féminine actuelle en âge d'exercer une activité lucrative, ces chiffres représenteraient entre 20 000 et 195 000 femmes environ de plus sur le marché du travail. Si la compensation devait être entièrement assumée par les collaborateurs âgés de 60 à 74 ans, le taux d'activité devrait progresser de 4,9 à 14,9 points de pourcentage chez les femmes, et de 6,7 à 21,3 points de pourcentage chez les hommes (cf. figure). Par conséquent, en 2025, plus de la moitié des hommes de 60 à 74 ans et un bon tiers des femmes de la même tranche d'âge devraient encore être actifs sur le marché du travail.

Travailler plus ou devenir plus productifs

À l'heure actuelle, il est difficile de dire sous quelle forme l'initiative contre l'immigration de masse sera mise en œuvre et quelles retombées elle aura sur les flux d'immigration vers la Suisse. Mais quoi qu'il en soit, il sera difficile d'échapper à un affaiblissement du potentiel de main d'œuvre en Suisse. Avec la présente analyse, nous avons mis en lumière les mesures qui seraient nécessaires en termes de participation au marché du travail. Faire le choix d'augmenter la productivité serait une autre option (complémentaire). Dans un cas comme dans l'autre, il ne faudra pas trop attendre avant de prendre les mesures correspondantes.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Politique monétaire

Bilan de la BNS et réglementation

À notre avis, les nouvelles réglementations bancaires contraindront indirectement la BNS et d'autres banques centrales à disposer de bilans bien plus conséquents qu'avant la crise financière mondiale.

Les exigences réglementaires pourraient devenir une contrainte pour les bilans des banques centrales

Selon le cadre réglementaire Bâle III, les banques sont tenues de disposer d'actifs très liquides afin de minimiser les risques d'illiquidité, dans l'éventualité de retraits substantiels des certains avoirs de la clientèle. Pour être conformes à cette exigence, que l'on nomme «ratio de liquidité à court terme» (ou LCR, liquidity coverage ratio), les organismes de réglementation ont pour l'essentiel identifié deux types d'actifs, appelés «actifs liquides de qualité supérieure» (ou HQLA, high-quality liquid assets): les dépôts bancaires auprès des banques centrales (réserves) et les instruments de la dette d'émetteurs de qualité – banques centrales, États ou organisations supranationales.

La BNS est le principal fournisseur de liquidités en Suisse

En Suisse, où le LCR a été progressivement mis en place depuis le 1^{er} janvier 2015, nos estimations suggèrent que le système bancaire suisse requiert environ 250 mrd CHF de liquidités. À l'heure actuelle, la plupart des banques respectent l'exigence de LCR en détenant des réserves auprès de la Banque nationale suisse (BNS). En dépit de la réglementation bancaire, la taille du bilan de la BNS et, partant, le montant des réserves des banques détenues à la BNS ont déjà significativement augmenté ces dernières années en raison des achats de devises par la banque centrale. Par conséquent, on ne décèle pour l'instant aucun risque de manque de HQLA en CHF. Pourtant, sans tenir compte des réserves auprès de la BNS, nous sommes d'avis que le marché des HQLA en CHF est trop petit par rapport aux besoins estimés pour éviter toute perturbation sur le marché. Concrètement, la valeur de marché actuelle des instruments de la dette en CHF potentiellement identifiés comme des HQLA atteint environ 360 mrd CHF. Cependant, environ la moitié de ce chiffre se compose d'un type de HQLA qui ne peut être utilisé que jusqu'à une certaine limite, et qui fait l'objet d'une décote – en d'autres termes, qui ne peut être comptabilisé qu'en deçà de son cours de bourse. De plus, les investisseurs institutionnels tels les fonds de pension ou les assurances détiennent d'ordinaire eux aussi des quantités importantes de ces actifs (même si ce n'est pas à des fins réglementaires), ce qui limite encore leur approvisionnement.

À tout moment, la BNS pourrait avoir besoin d'au moins 400 mrd CHF dans son bilan

À l'avenir, la normalisation de la politique monétaire par une réduction du bilan pourrait aller à l'encontre de la demande des banques en réserves auprès de la BNS, ce qui signifie que l'approvisionnement en réserves devient une nouvelle contrainte pour la taille du bilan de la BNS. Afin de garantir cet approvisionnement, nous sommes d'avis que la taille du bilan de la BNS devrait rester largement supérieure à ses niveaux d'avant-crise, quel que soit le cap de la politique monétaire. Et pour éviter toute perturbation sur le marché des HQLA en CHF dans une situation où la demande dépasserait l'offre, il serait nécessaire selon nous pour la BNS de pouvoir à tout moment se positionner comme fournisseur de liquidités en quantité nécessaire pour le système bancaire suisse, tandis que les banques auraient la liberté de sélectionner les actifs qu'elles souhaitent utiliser pour répondre aux exigences du LCR. En incluant d'autres éléments du bilan de la BNS tels que les billets (environ 70 mrd CHF) et les fonds propres (80 mrd CHF), il ressort que la taille du bilan de la BNS ne devrait pas pouvoir tomber en deçà des 400 mrd CHF ou 60% du PIB de la Suisse. Ces chiffres suggèrent ainsi que le bilan minimum de la BNS équivaldrait à environ quatre fois celui d'avant-crise.

Les réserves de devises devraient rester substantielles même à long-terme

Cela implique, premièrement, que la BNS maintienne un bilan important, quelle que soit la position de sa politique monétaire. Ceci dit, elle pourra toujours durcir cette dernière si nécessaire, en émettant par exemples des certificats de dette (les «Bons de la BNS») qui réduiront la masse monétaire; ces Bons de la BNS auraient aussi l'étiquette de HQLA. Deuxièmement, cela relativise la taille actuelle du bilan de la BNS (environ 690 mrd CHF ou 108% du PIB). Car même si elle reste très conséquente, il faudra la comparer à la «nouvelle normalité», soit 400 mrd CHF, et non à son niveau d'avant-crise. Troisièmement, les réserves de devises, qui figurent du côté de l'actif dans le bilan de la BNS, devraient rester substantielles, même sur le long terme. Enfin, les bénéfices de la BNS resteront volatils et dépendront des taux de change, ce qui impliquera une distribution incertaine des bénéfices pour les cantons et le budget fédéral.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Monnaie, crédit et marchés | Moniteur

Fonds propres de la BNS

Après avoir subi en janvier 2015 des pertes pour plus de 50 mrd CHF, pertes qui ont balayé 60% de ses fonds propres, les profits accumulés depuis la mi-2015 ont permis à la BNS de refaire ses réserves. Nous estimons que la BNS a besoin d'au moins 63 mrd CHF de fonds propres pour distribuer 1 mrd CHF aux cantons et à la Confédération (en partant de conditions de distribution inchangées). Avec plus de 80 mrd CHF, il y a actuellement de bonnes chances de distribution. Cela dit, les profits de la BNS dépendent de la volatilité sur les marchés financiers. Difficile donc de faire des prévisions précises.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Monnaie en circulation

Comme il est très difficile d'introduire un taux d'intérêt négatif sur les billets de banque et les pièces, la politique de taux négatifs de la banque centrale risque d'intensifier la demande en papier monnaie afin d'éviter les taux négatifs. La Suisse connaît manifestement cette hausse, même si celle-ci est antérieure à l'introduction des taux d'intérêt négatifs par la BNS. Il n'en reste pas moins que la demande en billets de banque a encore progressé depuis l'introduction de ces taux. Difficile de déterminer toutefois si cette tendance est liée aux taux négatifs. Car au Danemark et en Suède, où les banques centrales ont également imposé des taux d'intérêt négatifs, aucune hausse de la monnaie en circulation ne s'observe.

maxime.botteron@credit-suisse.com

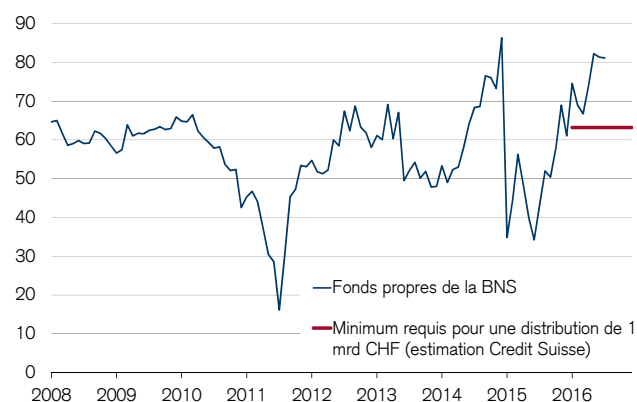
Paievements par cartes

Cette tendance divergente de la monnaie en circulation malgré les taux d'intérêt négatifs s'explique probablement en partie par des habitudes en matière de paiement. En Suisse, les cartes de paiement sont moins utilisées que dans la zone euro, et encore moins qu'en Suède et au Danemark. Rien d'étonnant donc à ce que la monnaie en circulation soit plus importante en Suisse. La préférence pour le papier monnaie en Suisse se retrouve aussi dans le nombre de distributeurs automatiques de billets: si la Suède et le Danemark en comptent respectivement 333 et 448 par million d'habitants, les fournisseurs suisses de services de paiement gèrent eux 827 distributeurs automatiques par million d'habitants.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Les pertes de janvier 2015 de la BNS presque récupérées

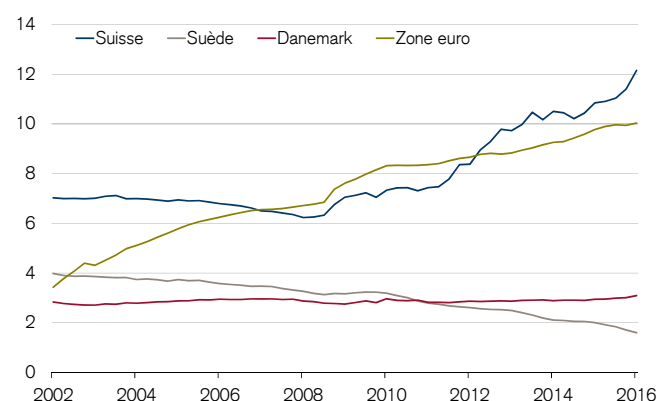
En milliards de CHF



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Le papier monnaie est très populaire en Suisse...

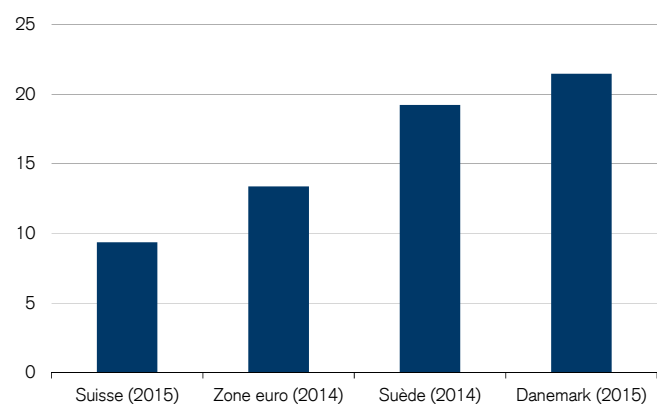
Monnaie en circulation, en % du PIB, désaisonnalisé



Source: Datastream, Credit Suisse

...l'argent plastique moins

Paievements par cartes, en % du PIB



Source: Banques centrales, Datastream, Credit Suisse

Obligations

En raison de la politique toujours accommodante des banques centrales, nous tablons sur une faiblesse persistante des taux des emprunts d'État. Les obligations d'entreprise bénéficient également d'un fort soutien, parfois direct comme celui apporté par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BoE) aux obligations en EUR et en GBP. Cette demande supplémentaire devrait persister encore un certain temps. Nous voyons un potentiel de valeur dans les obligations financières, les obligations subordonnées en EUR et, notamment, dans les obligations des marchés émergents, d'autant plus que nous avons désormais une opinion positive sur les monnaies des marchés émergents.

karsten.linowsky@credit-suisse.com

Monnaies

Le mois dernier, la paire EUR/CHF s'est négociée dans une fourchette étroite comprise entre 1.08 et 1.10. La demande en placements sûrs a nettement baissé à la suite du vote en faveur du Brexit en Grande-Bretagne. En outre, la Réserve fédérale prépare les marchés à un relèvement des taux cette année. Tout cela concourt à réduire la pression à l'appréciation sur le franc suisse. Si la volatilité devait rester faible dans les prochaines semaines, l'EUR/CHF devrait encore se négocier autour de 1.09, même sans intervention de la BNS.

marcus.hettinger@credit-suisse.com

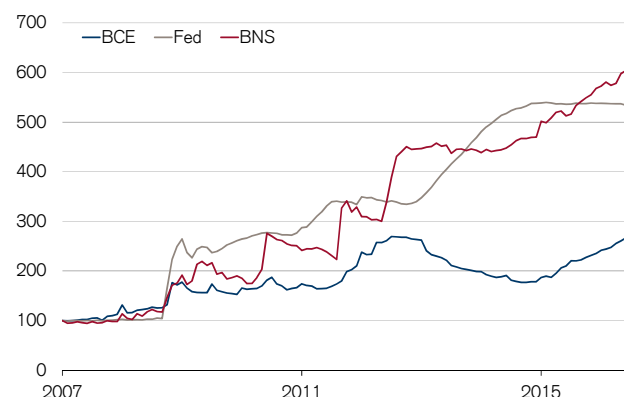
Actions

En cas de correction des marchés des actions, le marché suisse devrait se révéler relativement stable en raison de son caractère défensif. Tandis que les actions mondiales semblent onéreuses par rapport à la dernière décennie, divers chiffres de valorisation restent relativement bas pour la Suisse. En outre, la politique monétaire relativement accommodante de la BNS, la poursuite de la reprise portée par la demande intérieure dans la zone euro et le rendement en dividende supérieur à la moyenne sur le marché suisse constituent autant de moteurs positifs.

jin.wiederkehr@credit-suisse.com

La Banque centrale européenne élargit encore son bilan

Bilan de la BCE, actifs en trillions d'euros



Source: Datastream, Credit Suisse

Franc suisse stable en juillet

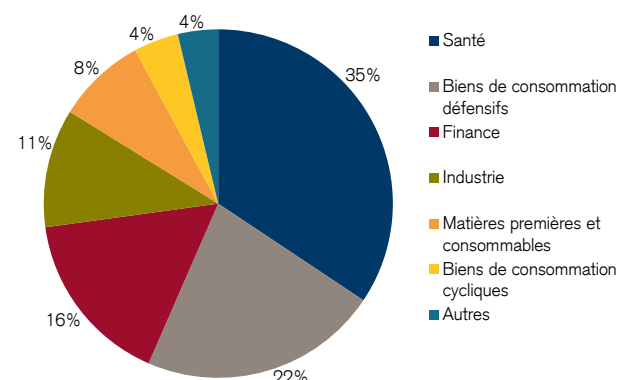
EUR/CHF



Source: Bloomberg, Credit Suisse

Surpondération des secteurs défensifs

Composition sectorielle du SPI, 06.09.2016



Source: FactSet, Credit Suisse

Régions

Qualité de la localisation: Bâle-Ville va devancer Zurich

La troisième réforme de l'imposition des entreprises marque le début d'une restructuration du système fiscal suisse. À l'avenir, l'attractivité des différents cantons dépendra davantage des taux ordinaires d'imposition des bénéfices qui y sont appliqués. À cet égard, les cantons de Bâle-Ville, Vaud et Genève progressent dans le classement.

Troisième réforme de l'imposition des entreprises (RIE III): une réorganisation en profondeur

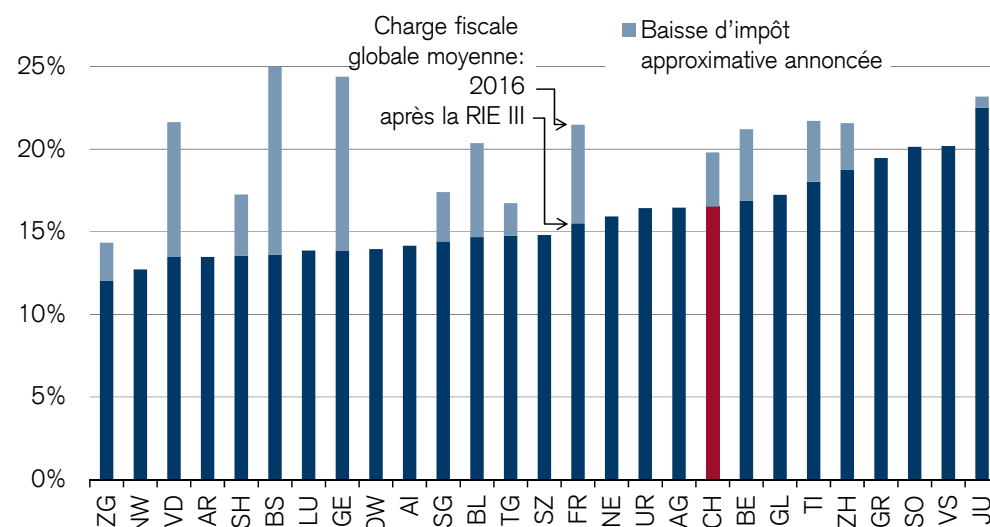
Le projet relatif à la RIE III – qui entend harmoniser la taxation des sociétés avec les normes internationales – a été approuvé par le Parlement en juin 2016. Aujourd'hui, les holdings et les sociétés de gestion (sociétés à régime fiscal spécial) dont la majeure partie des revenus et des coûts sont générés à l'étranger bénéficient d'allègements fiscaux considérables voire d'exonérations. Cette différenciation fiscale entre les revenus réalisés sur le territoire national et ceux générés dans d'autres pays ne sera plus tolérée à l'avenir. En lieu et place, de nouveaux privilèges («patent box» et déductions pour les dépenses de recherche et développement notamment), également reconnus à l'étranger, doivent être introduits au niveau cantonal. Ceci dit, de nombreuses entreprises ne pourront probablement pas profiter de ces nouveaux instruments. C'est pourquoi les cantons doivent de plus en plus miser sur les taux ordinaires d'imposition des bénéfices pour préserver leur attractivité fiscale.

La RIE III entraîne des changements dans le classement des cantons

La plupart des cantons ont d'ores et déjà communiqué l'ordre de grandeur des futurs taux ordinaires d'imposition des bénéfices. En nous appuyant sur les ajustements des impôts sur le bénéfice et le capital annoncés jusqu'au début septembre 2016, nous avons recalculé la charge fiscale des personnes morales (cf. fig.). Plusieurs cantons envisagent d'adapter leurs taux d'imposition, mais n'ont pas encore avancé de chiffres concrets. Par ailleurs, les baisses d'impôts devront être approuvées par les citoyens dans la majorité des cantons. Le classement des cantons devrait donc encore changer.

RIE III: Zoug prend la tête du classement, Genève et Vaud gagnent des places

Charge fiscale globale* liée aux impôts sur le bénéfice et le capital en % du bénéfice net, 2016, en tenant compte des ajustements des taux d'imposition des entreprises déjà annoncés par les gouvernements cantonaux



Source: TaxWare, cantons, Credit Suisse

* Charge moyenne avant impôts pour une société de capitaux dont le capital s'élève à 2 mio. CHF et qui réalise un bénéfice net compris entre 80 000 et 1 040 000 CHF

Progression dans le classement de Bâle-Ville, Vaud et Genève; Zoug désormais en première place pour l'impôt sur les sociétés également

Zoug entend réduire le taux d'imposition des bénéfices à 12% et arriverait par conséquent aussi en tête s'agissant de la charge fiscale des personnes morales, suivi de Nidwald, l'actuel premier. En Suisse romande et à Bâle-Ville – qui abritent de nombreux groupes fiscalement privilégiés –, les impôts sur les sociétés devraient connaître une diminution particulièrement marquée. La réduction du taux ordinaire d'imposition des bénéfices à 13,79% approuvée par les électeurs du canton de Vaud propulse le canton à la 3^e place. Le taux doit diminuer à 13,49% à Genève, ce qui correspond au 8^e rang en termes de charge fiscale globale (impôt sur le capital inclus). Bâle-Ville envisage d'abaisser l'impôt sur le bénéfice à 13% et l'impôt sur le capital – aujourd'hui relativement élevé – de 5,25% à 1%. L'actuelle lanterne rouge gagnerait ainsi 20 places dans le classement pour atteindre la 6^e position.

Charge fiscale des entreprises toujours supérieure à la moyenne à Berne et Zurich

À Zurich et Berne, les impôts sur les sociétés représentent une part plus importante des recettes fiscales. Une réduction des taux ordinaires à un niveau proche de celui des cantons les plus favorables constituerait donc un manque à gagner nettement plus lourd. Zurich ne prévoit en conséquence qu'une diminution du taux d'imposition des bénéfices de 8 à 6%. Avec une charge maximale d'impôt sur le bénéfice d'environ 18,2%, il demeurera ainsi parmi les cantons les moins attractifs sur le plan fiscal. Berne étudie actuellement deux scénarios s'agissant de la charge d'impôt sur le bénéfice, de respectivement 16,37 et 17,96%.

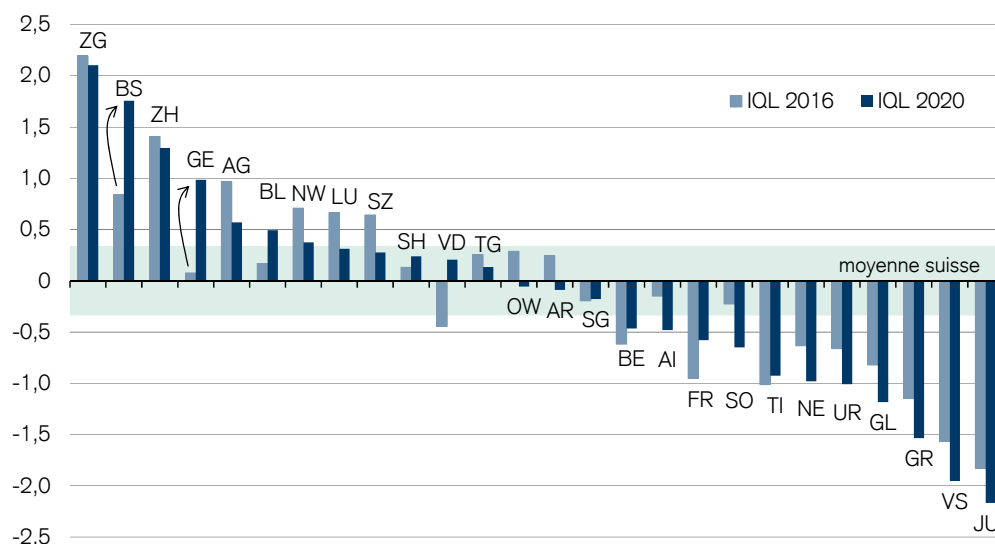
Qualité de la localisation: perspectives 2020

Les baisses de taux ordinaires d'imposition des bénéfices renforcent la qualité de la localisation. Par ailleurs, l'ouverture complète de la Nouvelle ligne ferroviaire à travers les Alpes (NLFA) à compter de 2020 améliorera l'accessibilité de la Suisse centrale et méridionale. En tenant compte de ces changements majeurs, nous avons établi des perspectives en matière de qualité de la localisation à l'horizon 2020 (cf. [étude régionale «Qualité de la localisation 2016»](#), Credit Suisse, septembre 2016). Selon ces estimations, les cantons de Genève (+9 places), Vaud (+6) et Bâle-Campagne (+5) feraient un bond dans le classement de la qualité de la localisation, neutralisant leur actuel désavantage lié aux taux élevés de l'impôt sur les sociétés. Zurich, qui se maintient au 2^e rang depuis le début de nos mesures de cet aspect, serait dépassé par Bâle-Ville et relégué à la 3^e place.

jan.schuepbach@credit-suisse.com

Qualité de la localisation des cantons suisses – comparaison 2016/2020

Indicateur de qualité de la localisation (IQL), indice synthétique; Suisse = 0; 2016, et après recalcul des sous-indices de l'accessibilité et de la charge fiscale des personnes morales



Source: Credit Suisse

Régions | Moniteur

Produit intérieur brut par régions économiques

Le produit intérieur brut (PIB) par salarié permet de chiffrer la productivité des personnes travaillant dans un espace économique donné, et donc l'intensité de création de valeur des entreprises qui y sont implantées. Des écarts de productivité marqués sont observables entre les différentes régions économiques: la région de Lorzenebene/Ennetsee (Zoug), Bâle-Ville et le Fricktal, la ville de Zurich et ses zones limitrophes ainsi que Schaffhouse affichent les valeurs les plus élevées. Les salariés y créent une valeur ajoutée presque deux fois plus importante que dans les régions les moins productives d'Entlebuch et de Schanfigg.

jan.schuepbach@credit-suisse.com

Déduction fiscale accordée aux pendulaires

Certains cantons sont onéreux pour les pendulaires. En acceptant le projet relatif au financement de l'infrastructure ferroviaire (FAIF), les électeurs ont voté une limitation à 3000 CHF de la déduction des frais de transport pour l'impôt fédéral direct. Désormais, les cantons peuvent également instaurer un tel plafond – possibilité déjà mise à profit par près de la moitié d'entre eux. Ce plafonnement de la déduction fiscale accordée aux pendulaires entre généralement dans le cadre d'importants programmes d'économies. D'autres cantons, en majorité ruraux, ont cependant refusé toute limitation.

florence.hartmann@credit-suisse.com

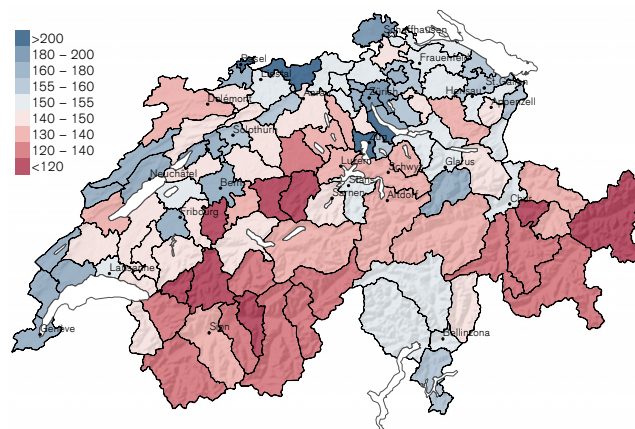
Heures d'embouteillages sur les routes nationales

L'engorgement du réseau routier constitue un aspect négatif en termes d'accessibilité. Sous l'effet de la forte croissance démographique des dernières années et de la hausse des besoins de mobilité par habitant, la durée des bouchons a rapidement augmenté depuis 2008. L'autoroute A1 est la plus embouteillée. Outre des mesures techniques et d'extension des capacités, les responsables politiques devraient étudier d'autres approches économiques de gestion des flux de trafic, telles que la tarification de la mobilité. L'infrastructure existante pourrait ainsi être exploitée plus efficacement.

thomas.ruehl@credit-suisse.com

Zoug, Zimmerberg et Bâle-Ville en tête

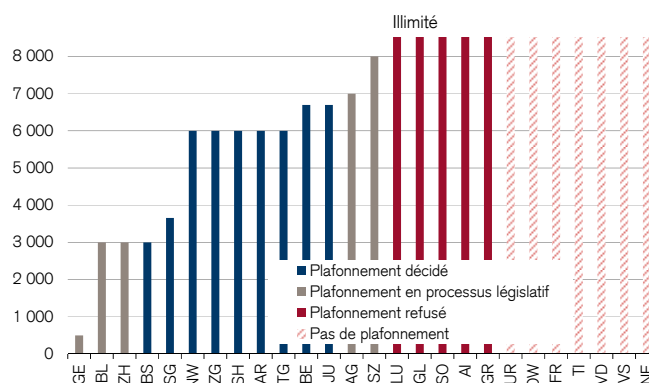
Produit intérieur brut par salarié, en 1000 CHF, 2013



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Déduction fiscale accordée aux pendulaires: grandes disparités cantonales

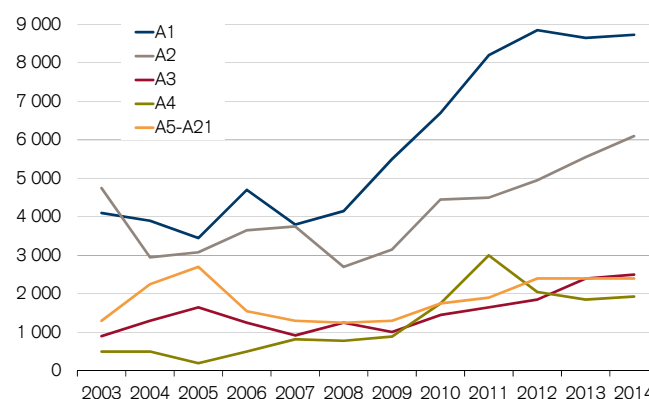
Déduction fiscale accordée aux pendulaires en CHF, août 2016



Source: cantons, Credit Suisse

Qualité de la localisation réduite par l'engorgement routier

Évolution des heures d'embouteillages par an, par route nationale



Source: Viasuisse, Office fédéral des routes, Credit Suisse

Agenda politico-économique

Vote du Brexit : regard sur les incertitudes pour la Suisse

Pour la Suisse, les conséquences à moyen-long terme du vote en faveur du Brexit demeurent teintées d'incertitudes. À court terme, les négociations avec l'UE devraient même être plus compliquées. Cependant, la population suisse y voit plutôt des avantages pour l'économie et la politique.

Des conséquences à long terme très incertaines

Tandis que les turbulences ayant directement suivi le vote pour le Brexit sont pour l'essentiel derrière nous, les conséquences à long terme – positives comme négatives – donnent toujours matière à spéculer. Les incertitudes sont considérables, tant il s'agit à vrai dire de redéfinir les relations entre l'Union européenne (UE) et la Grande-Bretagne. Les négociations ne devraient pas être initiées formellement avant 2017 et pourraient s'étaler sur plusieurs années.

Des conséquences directes limitées sur l'économie suisse

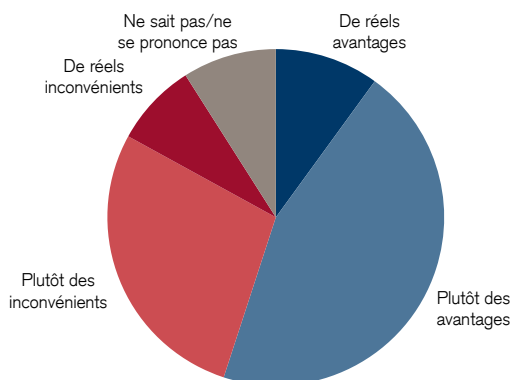
Les retombées directes du Brexit sur l'économie suisse devraient rester limitées, pour autant que la zone euro ne connaisse pas un ralentissement significatif de sa croissance. Les exportations suisses destinées à la Grande-Bretagne ne représentent que 6% du total des exportations et se composent pour moitié de produits pharmaceutiques, peu sensibles à l'évolution de la conjoncture et des taux de change. De fait, la population suisse interrogée dans le cadre du Baromètre des préoccupations du Credit Suisse est plus optimiste et y voit plutôt des avantages pour l'économie suisse.

Consolidation limitée de la position de «refuge» de la Suisse en matière de gestion de fortune

Une incertitude prolongée en Europe et une appréciation du franc suisse en découlant renforceraient la position de «refuge» de la Suisse en matière de gestion de fortune, même si cela signifierait également que l'espoir d'un tournant prochain dans l'environnement de taux s'évaporerait. Néanmoins, un tel scénario ne semble réaliste qu'en cas de fragmentation plus poussée de l'UE, de l'Espace économique européen (EEE) voire, dans un cas extrême, de l'euro. De même, il n'est pas du tout certain que la place financière suisse puisse véritablement profiter de la délocalisation de succursales d'établissements financiers désireux d'accéder au marché. Car il est plus probable que ces déplacements s'effectuent vers d'autres centres financiers de la zone euro, tels Francfort, Paris, Luxembourg ou Dublin (pour les fonds) et Berlin (pour la FinTech). De nombreux acteurs disposent déjà de succursales dans ces villes et, surtout, la question de l'accès au marché y est déjà résolue, à l'inverse du cas de la Suisse.

Pour la majorité des Suisses, le Brexit est synonyme d'avantages pour l'économie

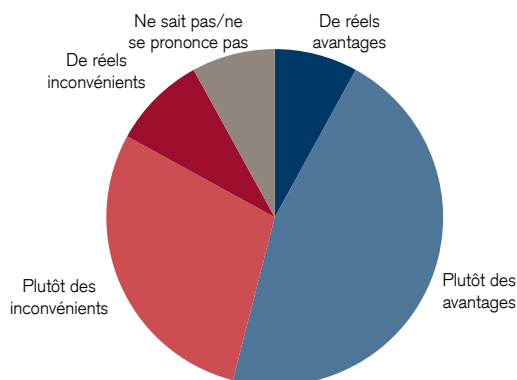
«Lors du référendum sur le Brexit, la Grande-Bretagne a décidé de sortir de l'UE. Pour l'économie suisse, cette décision est source...»
En % des électeurs



Source: Baromètre des préoccupations du Credit Suisse

Les électeurs attendent que la Suisse occupe une position plus solide dans les négociations avec l'UE

«Et quelles répercussions la décision de la Grande-Bretagne a-t-elle sur la politique européenne de la Suisse? Pour la position de la Suisse dans les négociations avec l'UE, cette décision est synonyme...»
En % des électeurs



Source: Baromètre des préoccupations du Credit Suisse

Le futur accès au marché, un facteur de réussite essentiel pour le secteur financier britannique

Fondamentalement, la Grande-Bretagne se crée avec le Brexit un potentiel de différenciation plus important en termes de réglementation plus complaisante pour l'économie et, en particulier, pour les banques. On pourrait imaginer des améliorations pour exploiter mieux qu'aujourd'hui le potentiel des transactions avec des États tiers non membres de l'UE. Par exemple, des mesures ciblées concernant les chambres de compensation du renminbi ou les activités de trust seraient tout à fait possibles. Mais au bout du compte, comme pour les banques suisses, l'accès au marché de l'UE devrait également être essentiel pour les établissements britanniques. Reste à savoir à ce sujet si la Grande-Bretagne va redevenir un État tiers comme les autres ou non. La réponse à cette question dépendra de la limitation ou non par le pays de la libre circulation des personnes avec l'UE. Sans libre circulation des personnes, une participation pleine et entière au marché intérieur européen ne semble guère pensable. Cependant, certains signes laissent à penser que le nouveau gouvernement de Theresa May veut respecter la volonté du peuple et limiter la libre circulation des personnes. Ce faisant, le Royaume-Uni deviendrait un État tiers comme les autres et devrait ainsi s'efforcer d'obtenir l'accès au marché (dans le domaine des services financiers) par équivalence.

La Grande-Bretagne, une référence dans la reconnaissance d'équivalence

La reconnaissance d'équivalence est un instrument permettant de garantir à des entreprises internationales l'accès au marché de l'UE, pour autant qu'elles soient soumises à un cadre étranger équivalent en termes de réglementation et de surveillance. Cette solution, qui est également celle adoptée par la Suisse, revêtirait dans un tel scénario un rôle bien plus significatif à l'avenir du point de vue de l'UE, puisqu'elle ferait de la Grande-Bretagne une référence pour d'autres reconnaissances d'équivalence dans le domaine des services financiers. Ainsi, Londres devrait sans problème parvenir à des accords en tant qu'État tiers avec l'UE autour d'une réglementation équivalente, dans la mesure où le pays disposera jusqu'à sa sortie de l'UE de réglementations non seulement équivalentes, mais dépassant les exigences de l'UE. S'agissant de nouvelles réglementations, le Royaume-Uni devrait là aussi obtenir l'équivalence bien plus facilement que d'autres États tiers tels que la Suisse grâce à cette base «sur-équivalente», sans compter que la lacune à combler serait nettement plus petite, au moins dans les premières années post-Brexit. C'est pour cette raison, et à cause de l'importance accrue de la question de l'équivalence pour l'UE, qu'il faut s'attendre à ce que celle-ci agisse à l'avenir de manière beaucoup plus stricte à l'égard des États tiers.

Les négociations délicates de la Suisse avec Bruxelles

Pour les négociateurs suisses, cette nouvelle donne ne simplifie pas le défi qui est le leur. On pourrait même arguer que la situation de départ de la Suisse s'est compliquée avec le vote en faveur du Brexit. En effet, dans les années à venir, l'UE devrait être occupée par les négociations de sortie de la Grande-Bretagne. Par conséquent, résoudre avec la Suisse la problématique de l'immigration de masse ne sera pas une priorité pour l'UE. D'autre part, chaque concession faite à la Suisse pourrait faire office de précédent pour la Grande-Bretagne ou, tout du moins, ses implications pourraient faire l'objet d'une analyse dans le contexte de ces négociations. Dans un scénario plus optimiste, on peut cependant avancer que la décision du Brexit a clairement mis en évidence la pression sur le principe de libre circulation illimitée des personnes dans toute l'Europe et le besoin d'une solution différente. À long terme, la décision du peuple britannique pourrait même se traduire par de nouvelles opportunités, puisque l'UE pourrait être contrainte de rechercher de nouvelles façons de collaborer avec des États tiers économiquement très liés à l'Union. Dans sa majorité, la population suisse semble partager ce point de vue.

rene.buholzer@credit-suisse.com

Immobilier

Accalmie continue sur le marché de la propriété du logement

La progression des prix des logements en propriété poursuit son ralentissement en Suisse. Les différences entre appartements et maisons individuelles vont ici croissant.

Importantes disparités régionales

Au 2^e trimestre 2016, les prix des logements en propriété ont augmenté de 1,3% en moyenne suisse par rapport au 2^e trimestre 2015 – une progression certes encore aussi élevée qu'à la fin 2015, mais qui reste nettement inférieure à la croissance moyenne de 3,6% enregistrée depuis 2000. Le fossé se creuse de plus en plus entre les différentes régions linguistiques. Canton de Genève en tête, les prix des logements en propriété ont reculé dans la quasi-totalité de la Suisse romande. Dans l'Arc lémanique notamment, leur niveau n'est depuis longtemps déjà plus durable, d'où les corrections subies sur les récents trimestres. Autour du lac de Zurich, la hausse s'est également ralentie et les prix diminuent même légèrement dans la ville de Zurich. La situation est en revanche tout autre hors des régions onéreuses, où des taux de croissance dépassant parfois 5% sont encore observables.

Léger recul des prix des appartements en propriété

Alors que les prix des maisons individuelles continuent d'augmenter en dehors de la Suisse romande et de certaines régions touristiques (Suisse: +2,2%), ceux des appartements ont décliné pour la première fois depuis 2003. Cette baisse touche près de la moitié des régions, en particulier la Suisse romande, mais aussi certaines parties des cantons de Berne, du Tessin et de Zurich. En moyenne nationale, il en résulte un repli de 0,5% des prix des appartements en propriété par rapport au même trimestre de l'année précédente.

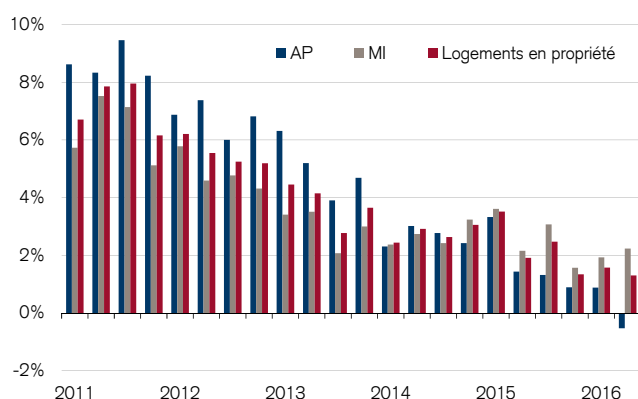
Le ralentissement de la croissance devrait perdurer

À l'instar des précédents trimestres, l'évolution des prix des logements en propriété au 2^e semestre 2016 est dictée par des forces opposées, qui globalement s'équilibrent. Suite au Brexit, les taux d'intérêt hypothécaires ont plongé à de nouveaux plateaux ces dernières semaines. En termes de charge financière, la propriété a ainsi regagné en attrait face à la location, ce qui vient alimenter le désir d'accéder à la propriété. En raison du niveau des prix et du durcissement de la réglementation, les exigences financières liées à l'achat sont cependant si élevées qu'un nombre croissant de ménages ne peut plus se permettre de franchir ce cap, et ce, malgré les taux hypothécaires plancher. Le tassement des prix devrait par conséquent se poursuivre. À l'exception de la Suisse romande, les baisses de prix devraient toutefois rester rares.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Ralentissement de la dynamique de croissance des prix

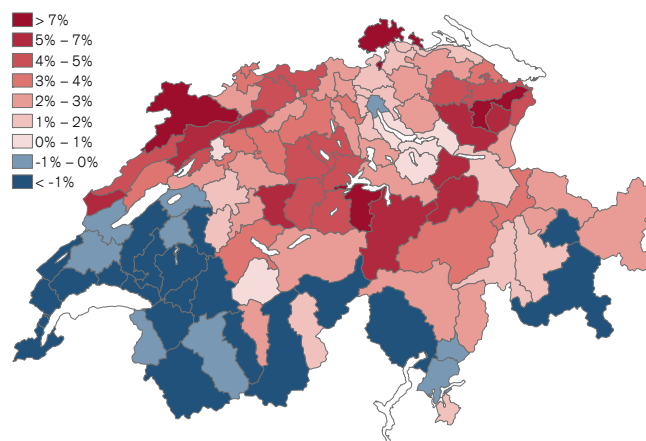
Taux de croissance annuels en%; AP: appart. en propriété; MI: maisons individuelles



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

Importantes disparités régionales

Croissance des prix des logements en propriété; T2 2015-T2 2016



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse, Geostat

Immobilier I Moniteur

Logements locatifs

La planification de logements en location ne semble pas connaître de limites. Cette frénésie s'explique par les impératifs de rendement: l'attractivité de l'immobilier face à la plupart des autres placements à long terme dynamise les nouveaux projets locatifs. Entre juillet 2015 et juin 2016, près de 28 000 unités d'habitat ont été autorisées, soit 14% de plus que l'année précédente – un record! L'évolution des demandes de permis de construire laisse supposer une nouvelle hausse des autorisations. Le risque d'une suroffre, laquelle se profile déjà, s'en trouve accru.

denise.fries@credit-suisse.com

Surfaces de bureaux

Des déséquilibres apparaissent sur le marché des surfaces de bureaux sous l'effet de la demande en berne liée à l'absence de croissance de l'emploi et de l'expansion des surfaces en comparaison élevée. Cela se reflète non seulement sur les taux de vacance, mais aussi sur les loyers des bureaux, qui traversent une phase de consolidation depuis plus de 4 ans. Après le sommet atteint fin 2012, la correction des loyers s'est révélée la plus marquée dans la région de Zurich avec -9%. Au vu de la planification de surfaces toujours excessive, la suroffre et la pression sur les loyers devraient persister.

denise.fries@credit-suisse.com

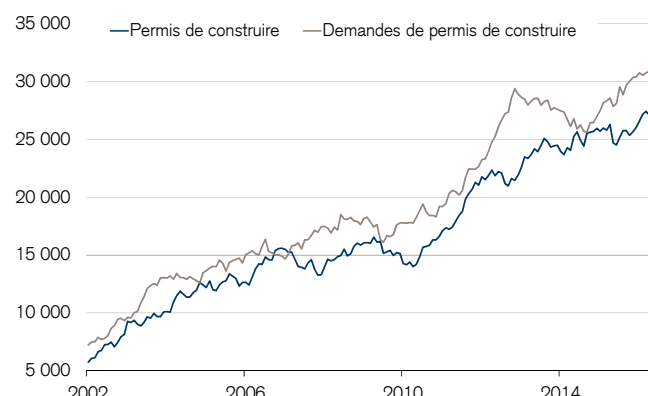
Surfaces de vente

Les mauvaises nouvelles n'en finissent plus de tomber pour le commerce de détail. Reculs de chiffres d'affaires, fermetures de magasins et faillites sont autant de stigmates de la pression exercée sur la branche par l'e-commerce et le tourisme d'achat. L'enquête du KOF révèle à quel point la situation bénéficiaire des détaillants est délicate: depuis cinq ans et demi (à l'exception d'un trimestre), la plupart d'entre eux font état d'une détérioration de leurs résultats d'un exercice à l'autre. La demande de surfaces de vente est par conséquent atone et la commercialisation très difficile. Aucune détente n'est à l'ordre du jour à court terme.

denise.fries@credit-suisse.com

Planification record de logements locatifs neufs

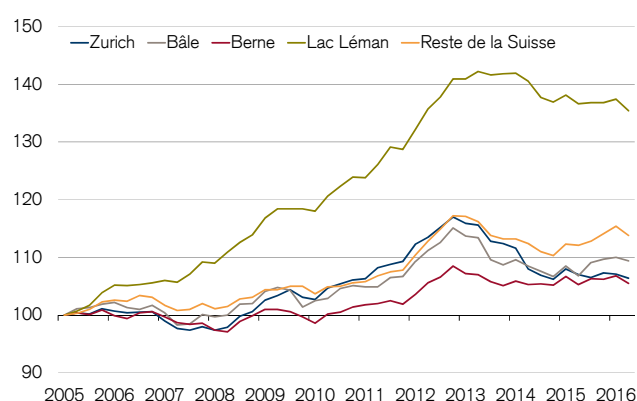
En nombre d'unités d'habitat (somme sur 12 mois)



Source: Batimag, Credit Suisse

Pression constante sur les loyers des bureaux

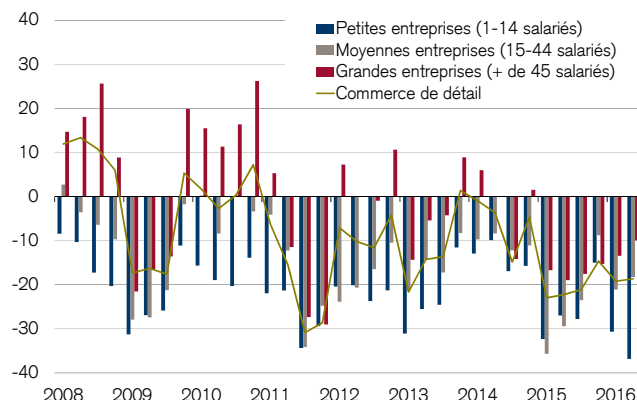
Indice hédoniste des prix de loyer: 1^{er} trimestre 2005 = 100



Source: Wüest & Partner, Credit Suisse

Demande de surfaces freinée par les mauvais résultats

Solde de la part de réponses positives (=amélioration) et négatives (=détérioration) quant à la situation bénéficiaire (par rapport à l'année précédente)



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), Credit Suisse

Indicateurs avancés du Credit Suisse

Indice des directeurs d'achat (PMI)

Les directeurs d'achat se situent au début du processus de production. Le PMI met à profit cet état de fait pour établir une prévision conjoncturelle. Il se fonde sur un sondage mensuel réalisé par *procure.ch* (Association professionnelle pour les achats et le supply management) et portant sur huit questions relatives à la production, aux carnets de commandes, aux volumes et aux prix d'achat, aux délais de livraison, aux stocks d'achat et de vente, ainsi qu'à l'emploi. Les directeurs d'achat doivent indiquer si l'activité de leur entreprise a été supérieure, égale ou inférieure à celle du mois précédent. Les sous-indices sont calculés sur la base des parts en % des réponses «supérieure» et «inférieure», la part des réponses «égale» n'entrant que pour moitié dans le calcul. Le PMI peut prendre une valeur entre 0 et 100, un niveau supérieur à 50 indiquant une activité en expansion par rapport au mois précédent.

Baromètre des exportations du Credit Suisse

Le baromètre des exportations du Credit Suisse utilise l'interdépendance des exportations et de la demande sur les marchés d'exportation étrangers. Pour le former, des indicateurs avancés concernant l'industrie dans les 28 principaux pays de débouchés sont agrégés. Les valeurs de ces indicateurs sont pondérées avec la part dans les exportations de chaque pays, puis condensées afin de former un indice unique. Etant donné qu'il s'agit de valeurs normalisées, le baromètre des exportations est exprimé en écarts types. Le niveau zéro correspond au seuil de croissance. La croissance moyenne à long terme des exportations suisses de presque 5% correspond au niveau 1.

Indice ZEW du Credit Suisse

Les analystes financiers mesurent les pulsations même de l'économie. En collaboration avec le Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) de Mannheim, le Credit Suisse mène depuis juin 2006 un sondage mensuel auprès de ces observateurs privilégiés: le Financial Market Survey Switzerland. L'enquête porte non seulement sur l'évaluation par les analystes de la situation conjoncturelle actuelle et future ainsi que du taux d'inflation, mais aussi sur leur vision de certains thèmes des marchés financiers, comme l'évolution boursière ou les prévisions de taux d'intérêt. L'indice ZEW à proprement parler représente le solde des attentes quant à l'évolution conjoncturelle en Suisse pour les six prochains mois.

Conjoncture industrielle

Indice PMI > 50 = croissance



Source: *procure.ch*, Credit Suisse

Exportations

En écarts types, valeurs > 0 = croissance



Source: PMIPremium, Credit Suisse

Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



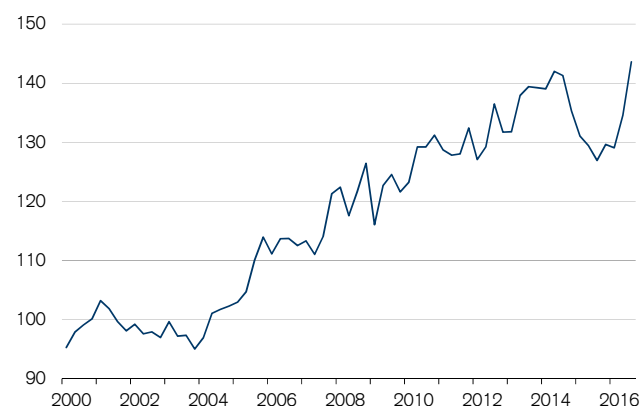
Source: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Credit Suisse

Indice de la construction Suisse

L'indice de la construction Suisse est publié tous les trimestres conjointement par le Credit Suisse et la Société Suisse des Entrepreneurs (SSE). Il estime le chiffre d'affaires de la branche principale de la construction pour le trimestre en cours et est à ce titre utilisé en tant qu'indicateur avancé de la conjoncture du bâtiment dans le pays. L'indicateur est calculé par le service Economic Research du Credit Suisse et repose principalement sur une enquête menée trimestriellement par la SSE auprès de ses membres. Les données complémentaires émanent de l'Office fédéral de statistique et de Baublatt. L'indice de la construction retrace l'évolution depuis le 1er trimestre 1996.

Conjoncture du bâtiment

1er trimestre 1996 = 100



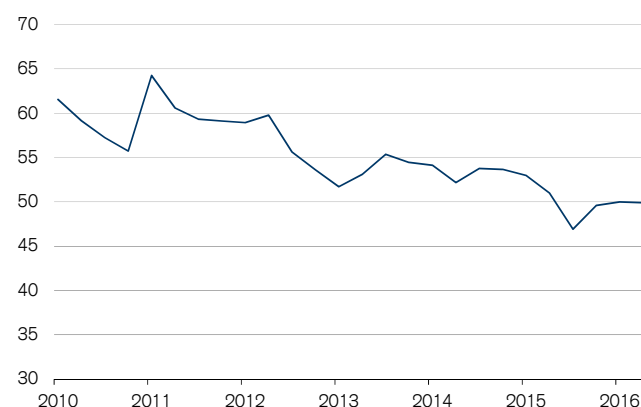
Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

Renewable Energy Index

Le Renewable Energy Index Suisse est établi trimestriellement en collaboration par le Credit Suisse et l'AEE SUISSE (Agence des énergies renouvelables et de l'efficacité énergétique). Il repose sur une enquête menée auprès des entreprises du secteur des solutions énergétiques durables (énergies renouvelables et efficacité énergétique). Le recensement et l'analyse des données s'effectuent conformément aux prescriptions de l'International Federation of Purchasing and Materials Management. L'indice établit un instantané de la marche des affaires dans le secteur des solutions énergétiques durables. Publié depuis le 1er trimestre 2010, le Renewable Energy Index constitue une composante précieuse du recensement des données dans la branche.

Branche des énergies renouvelables

Indice > 50 = croissance



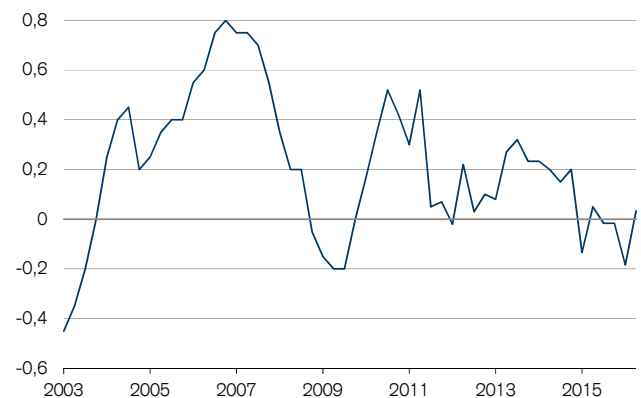
Source: AEE, Credit Suisse

Blue Book Index

Le Blue Book Index transpose les informations qualitatives publiées par la Banque nationale suisse dans son Bulletin trimestriel relatif à l'activité économique en données quantitatives. Tirant son nom de la couverture du Bulletin trimestriel (de couleur bleue), cet indice est agrégé à partir de cinq sous-indices retraçant l'évolution dans quatre secteurs économiques (industrie manufacturière, construction, prestations de services non financiers et secteur bancaire) et sur le marché du travail. Il est formé par la moyenne arithmétique des cinq sous-indices équipondérés. Chaque sous-indice peut prendre une valeur entre -1 et +1, les intervalles représentant 0,25 point. Le seuil de +0,25 indique des «conditions normales» ou une «croissance modérée», tandis que +1 et -1 équivalent respectivement à un «boom» et à une «contraction».

Transposition quantitative du Bulletin trimestriel de la BNS

Indice normalisé entre -1 et +1



Source: Credit Suisse

Prévisions et indicateurs

Prévisions pour l'économie suisse

	2016 T1	2016 T2	2016P T3	2016P T4	2017P T1	2017P T2	2017P T3	2017P T4	2016P	2017P
PIB (comparaison annuelle, en %)	1,1	2,0	1,7	1,3	1,3	1,2	1,5	1,9	1,5	1,5
Consommation privée	1,2	1,0	1,0	1,0	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Consommation publique	1,5	2,6	1,0	2,0	1,8	1,2	2,5	1,7	1,8	1,8
Formation brute de capital fixe	3,7	1,5	0,9	0,5	-0,4	1,4	2,2	3,9	1,6	1,8
Investissements de construction	0,8	-1,2	0,8	1,5	-1,5	-0,5	1,0	2,8	0,5	0,5
Investissements d'équipement	5,5	3,4	1,1	0,0	0,0	2,5	3,0	4,5	2,5	2,5
Exportations (marchandises et prestations)	6,0	7,4	1,0	0,0	3,0	4,0	6,0	5,0	3,5	4,5
Importations (marchandises et prestations)	3,3	5,4	3,5	0,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,0	3,5
Inflation (en %)	-1,0	-0,4	-0,1	0,2	0,6	0,4	0,5	0,5	-0,3	0,5
Chômage (en %)	3,3	3,3	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %)	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,5	0,3	0,5	0,6	0,0	0,5
Immigration nette (en milliers)									70	60
Croissance nominale annuelle des salaires (en %)									0,5	0,5
Balance des opérations courantes (en % du PIB)									7,7	8,8
Solde des comptes publics (en % du PIB)									0,1	-0,2
Taux d'endettement (en % du PIB)									45,7	45,1

Source: Office fédérale de la statistique, Secrétariat d'Etat à l'économie SECO, Credit Suisse

Prévisions pour l'économie mondiale

Prévisions	Prévisions				Structure		Importance pour la Suisse	
	PIB glissement annuel, en %		Inflation glissement annuel, en %		Population en mio	PIB en mrd USD	Part dans les exportations en %	Part dans les importations en %
	2016	2017	2016	2017	2015	2015	2015	2015
Monde	3,1	3,3	2,6	2,6	7 222	73 171	100	100
Etats-Unis	1,8	2,0	1,3	2,0	322	17 947	13,9	17,0
Zone euro	1,5	1,3	0,1	1,2	333	11 540	43,2	63,0
Allemagne	1,5	1,3	0,2	1,5	82	3 358	18,3	28,3
France	1,3	1,3	0,2	1,1	64	2 421	6,8	8,1
Italie	0,9	0,8	0,1	1,0	61	1 815	6,3	9,7
Royaume-Uni	1,5	0,2	0,7	2,0	65	2 848	5,7	3,1
Japon	0,6	0,9	-0,2	0,2	127	4 123	3,3	1,8
Chine	6,5	6,0	2,0	1,8	1 375	10 982	4,4	7,4

Source: Datastream, Fonds Monétaire International, Credit Suisse

Taux d'intérêt et informations de politique monétaire

	Actuel	3 mois	12 mois		Actuel	Mois précédent	Année précédente
LIBOR à 3 mois (en %)	-0,73	-0,9 à -0,7	-0,9 à -0,7	Masse monétaire M0 (mrd CHF)	506,4	493,1	464,0
Marge de fluctuation BNS (en %)	-1,25 à -0,25	-1,25 à -0,25	-1,25 à -0,25	Masse monétaire M1 (% , comparaison annuelle)	2,3	1,4	0,7
Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %)	-0,51	-0,5 à -0,3	-0,3 à 0,1	Masse monétaire M2 (% , comparaison annuelle)	3,2	2,7	1,1
				Masse monétaire M3 (% , comparaison annuelle)	2,7	2,3	1,9
				Réserves en devises (mrd CHF)	641,0	635,3	550,7

Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Notifications

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

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

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

Certification par les analystes

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

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

Indications importantes

La politique du CS consiste à publier et à mettre à jour ses rapports de recherche / recommandations à la fréquence qu'il juge appropriée, lorsqu'il estime que l'évolution d'une entreprise, d'un secteur ou d'un marché est susceptible d'avoir des répercussions sensibles sur les points de vue et opinions exprimés ici. Le CS se fait fort de publier uniquement des analyses impartiales, indépendantes, honnêtes, claires et intelligibles.

Le code de conduite du Credit Suisse, auquel la totalité des employés doit adhérer, est accessible par Internet sous:
http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html

Pour des détails complémentaires sur la méthodologie de notation du Credit Suisse, veuillez vous référer aux informations sur l'indépendance des recherches financières qui se trouvent sous:
https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

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

Notifications complémentaires

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

Inde: Veuillez consulter le site <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> pour les notifications complémentaires requises en vertu des réglementations du Securities And Exchange Board of India (Research Analysts), 2014. Le Credit Suisse est susceptible d'avoir un intérêt dans les sociétés mentionnées dans le présent rapport. Les rapports publiés par le Département Research du CS sont également disponibles sur <https://investment.credit-suisse.com/>

Pour des informations sur les notifications relatives aux sociétés recommandées par Credit Suisse Investment Banking et mentionnées dans le présent rapport, veuillez vous référer au site de la division Investment Banking sous:
<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour toutes informations complémentaires, y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de la division Private Banking & Wealth Management sous:
<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

Les références au Credit Suisse effectuées dans ce rapport comprennent Credit Suisse AG, la banque suisse, ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant: <http://www.credit-suisse.com/>

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL:

Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de

marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le Credit Suisse, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils importants 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. Le CS est signataire d'un accord avec l'émetteur relatif à la fourniture de services aux sociétés d'investissement. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

Distribution des rapports de recherche

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est préparé et distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Whole-sale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Gibraltar:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited est une entité légalement indépendante détenue en totalité par Credit Suisse et elle est réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Hong Kong:** Le présent document a été publié à Hong Kong par Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, qui possède une licence en tant que société agréée par la Hong Kong Monetary Authority et qui est réglementée par la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 de la législation du pays). **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor,

Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie.

Japon: Ce rapport est publié uniquement au Japon par Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membre de la Japan Securities Dealers Association, de la Financial Futures Association of Japan, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited ne publiera ni ne transmettra ce rapport en dehors du Japon.

Jersey: Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, dont les activités d'investissement sont réglementées par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU.

Liban: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise.

Luxembourg: Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Qatar: Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services.

Singapour: Ce rapport a été élaboré et publié à Singapour exclusivement à l'intention des investisseurs institutionnels, des investisseurs accrédités et des investisseurs avertis (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations), et est également publié par Credit Suisse AG, Singapore Branch, à l'intention des investisseurs étrangers (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations). Credit Suisse AG, Singapore Branch, peut distribuer les rapports établis par ses entités étrangères et sociétés affiliées sous le régime prévu au Règlement 32C des Financial Advisers Regulations. Les bénéficiaires singapouriens doi-

vent prendre contact avec Credit Suisse AG, Singapore Branch, par téléphone au +65-6212-2000 pour toute question résultant du ou en rapport avec le présent rapport. En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité, d'investisseur averti ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, Singapore Branch, est dispensé de respecter certaines exigences de conformité selon le Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour («FAA»), les Financial Advisers Regulations et les notifications et les directives qui en découlent, en relation avec les prestations de conseil financier que Credit Suisse AG, Singapore Branch, est susceptible de vous fournir.

Espagne: Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España.

Thaïlande: Ce rapport est distribué par Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, qui est réglementé par l'Office of the Securities and Exchange Commission, Thaïlande, et dont l'adresse enregistrée est 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, tél. 0-2614-6000.

Royaume-Uni: Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. 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 © 2016 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

16C031A_R

Autres publications du Credit Suisse Economic Research



Qualité de la localisation 2016

L'indicateur de qualité de la localisation (IQL) du Credit Suisse mesure l'attractivité des régions et des cantons suisses pour les entreprises. L'étude de cette année présente les résultats de 2016 ainsi qu'une perspective pour l'année 2020.

Paru le 8 septembre 2016



Moniteur immobilier Suisse 3^e trimestre 2016

Le Moniteur immobilier établit trois fois par an un état des lieux des évolutions du marché immobilier et s'inscrit ainsi en complément des analyses fondamentales annuelles et des thèmes spéciaux de l'étude immobilière du Credit Suisse.

29 septembre 2016



Moniteur des branches 3^e trimestre 2016

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

4 octobre 2016



Global Monitor 3^e trimestre 2016

Le Global Monitor donne un aperçu de nos prévisions pour les principales économies et aborde des thèmes actuels.

18 octobre 2016



Étude régionale 2016 sur l'Argovie de la NAB

L'étude régionale de la NAB examine des thèmes d'actualité en relation avec l'économie de l'Argovie. Cette année, l'accent est placé sur l'industrie et les défis auxquels elle est confrontée.

26 octobre 2016



Indice de la construction 4^e trimestre 2016

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.

23 novembre 2016

Le prochain Moniteur Suisse paraîtra le 15 décembre 2016.

Lisez également tous les mois «Economie et marchés – Perspectives pour les investisseurs» et abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.