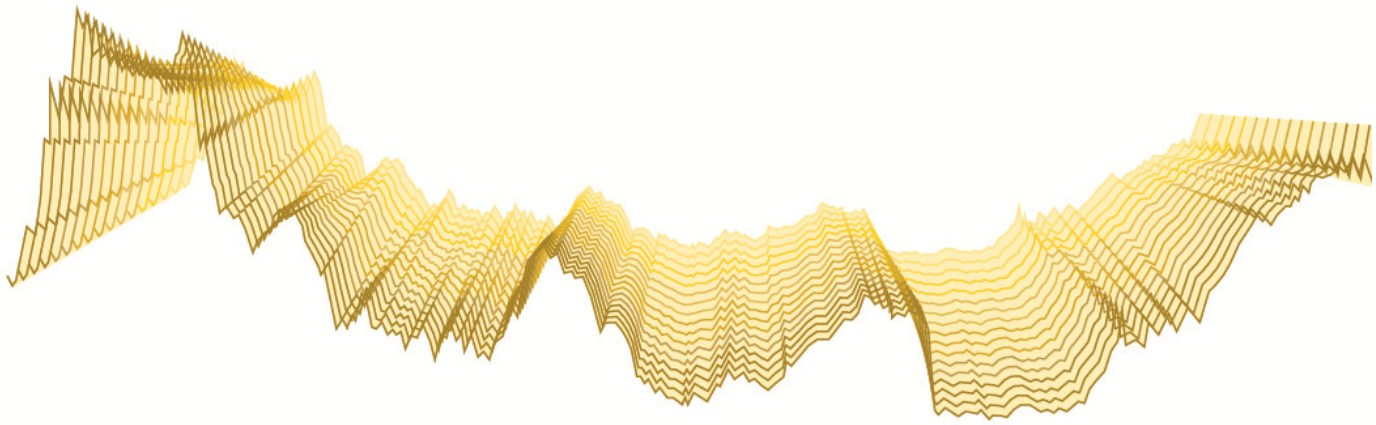
CREDIT SUISSE

INVESTMENT SOLUTIONS & PRODUCTS
Swiss Economics

Moniteur Suisse

Mars 2018

Impact sur l'économie suisse d'un revirement des taux d'intérêt



Conjoncture suisse
De l'atonie au mini-boom
Page 5

Immobilier
Menace de hausse des taux
Page 12

Politique monétaire
Érosion des marges des banques de détail
Page 15

Impressum

Editeur: Investment Solutions & Products
Dr. Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
Tel. +41 44 333 67 63
E-Mail: burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Dr. Oliver Adler
Chef économiste, CIO Office Suisse
Tel. +41 44 333 09 61
E-Mail: 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
13 mars 2018

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

Participation
Tomasz Limberger

Editorial

Chères lectrices, chers lecteurs,

Hormis quelques fluctuations cycliques de faible ampleur, les taux d'intérêt n'ont cessé de baisser en Suisse ces 30 dernières années pour passer en territoire négatif après 2015 – une situation guère imaginable auparavant. Une inversion de tendance est cependant observable depuis plusieurs mois: les taux demeurent certes très négatifs à court terme, mais sont de nouveau légèrement positifs sur les échéances longues. Serait-ce là le revirement tant attendu?

De notre avis, oui et non. L'accélération conjoncturelle, la modeste progression de l'inflation et le fait que les banques centrales ont amorcé une prudente normalisation de leur politique monétaire laissent supposer une nouvelle hausse, qui devrait néanmoins être restreinte puisqu'une augmentation plus marquée de l'inflation et des taux d'intérêt réels semble plutôt improbable. Deux facteurs majeurs réduisent le risque d'inflation. D'une part, les surcapacités considérables à l'échelle mondiale limitent dans l'immédiat toute flambée cyclique des prix. D'autre part – aspect bien plus important s'agissant de l'évolution à long terme de l'inflation –, rien ne permet de penser que les banques centrales envisagent de se détourner de leur mandat consistant à assurer la stabilité des prix. Cela freine les anticipations d'inflation des salariés et des entreprises, tandis que la croissance des prix et des salaires n'est que timorée. Une envolée de l'inflation serait à craindre uniquement si les banques centrales étaient contraintes de s'écarter de cette mission. Concernant la composante réelle des taux, l'augmentation devrait également rester mesurée. L'évolution démographique s'oppose à tout potentiel de croissance plus élevé et parle donc en faveur d'un maintien de taux d'intérêt réels relativement faibles. Par ailleurs, une tendance aux excédents d'épargne demeure globalement manifeste: les incertitudes autour des capacités financières des assurances sociales et des systèmes de prévoyance individuelle renforcent la pression aux économies pesant sur les ménages, tandis que la demande de capitaux d'investissement des entreprises est toujours atone.

Même si la hausse des taux n'est que modérée, il convient d'analyser en détail les effets d'une inversion de la tendance, surtout après une phase prolongée de taux planchers – exercice auquel se sont livrés nos économistes. Leurs principales conclusions peuvent se résumer comme suit: premièrement, une augmentation modeste des taux ne devrait guère influer sur les composantes majeures de la demande que sont la consommation privée, les investissements des entreprises et donc la conjoncture. Deuxièmement, les investisseurs privés et institutionnels doivent certes se préparer à des replis temporaires de leurs placements obligataires, mais un portefeuille équilibré devrait bien résister. Troisièmement, une hausse des taux devrait soutenir les revenus des banques et d'autres établissements financiers. Le principal risque pèse sur le marché immobilier, où des taux plus élevés affectent la valeur des biens-fonds, tout en accroissant les coûts de financement. Là où la phase de faible taux a conduit à un endettement excessif, des effets de levier peuvent survenir. Au regard des mesures de précaution prises par les autorités et les banques depuis la crise financière, le risque d'effets négatifs sur l'économie reste cependant limité.

Thomas Gottstein
CEO Swiss Universal Bank

Oliver Adler
CIO Office Suisse

Sommaire

Conjoncture suisse 5
L'économie suisse devrait progresser de 2,2% en 2018 – soit une croissance nettement plus soutenue que l'année précédente, principalement alimentée par la demande étrangère et les investissements d'équipement.

Focus – Taux d'intérêt 8
La Suisse affiche un ratio dette/performance économique aussi élevé que l'Italie, les États-Unis ou la Chine. En dépit d'une élasticité aux taux généralement faible, le risque de taux d'intérêt ne devrait pas être ignoré.

Immobilier 12
Une augmentation des taux d'intérêt aurait d'importantes répercussions sur le marché immobilier suisse, d'ampleur et de durée variables selon le segment.

Politique monétaire 15
Sous l'effet des faibles taux, les banques suisses ont vu leurs marges sur opérations d'intérêts, et en particulier sur les activités de dépôt, fléchir. La situation devrait rester difficile tant que la BNS maintiendra sa politique de taux négatifs.

Hausse des taux d'intérêt et caisses de pension 17
Une hausse des taux entraîne d'abord des replis des portefeuilles obligataires qui, selon l'orientation des taux et la duration, sont toutefois compensés par des effets de réinvestissement. D'autres classes d'actifs peuvent être affectées par une telle évolution.

Placements 19
Dans un scénario de croissance mondiale entraînant une hausse marquée des taux d'intérêt en Suisse, les actions (étrangères surtout) s'envoleraient, tandis que les emprunts suisses se replieraient.

Indicateurs avancés du Credit Suisse 22

Prévisions et indicateurs 24

Conjoncture suisse

De l'atonie au mini-boom

L'économie suisse devrait progresser de 2,2% en 2018 – soit une croissance nettement plus soutenue que l'année précédente, principalement alimentée par la demande étrangère et les investissements d'équipement.

L'économie a démarré l'année 2018 en fanfare

L'économie suisse a signé une progression de 0,6% au 4e trimestre 2017, soit une hausse marginalement plus modérée qu'au 3e trimestre 2017 (+0,7%). Une telle expansion n'avait plus été observée depuis 2014 – immédiatement avant l'abandon du cours plancher EUR/CHF. Du fait de la très faible croissance enregistrée au début de l'année, le PIB 2017 s'est toutefois inscrit à peine 1% au-dessus de son niveau de 2016 en moyenne. En 2018, le rythme de croissance devrait selon nous être plus stable et se révéler similaire au 2e semestre 2017.

L'évolution positive dans les pays de débouché ...

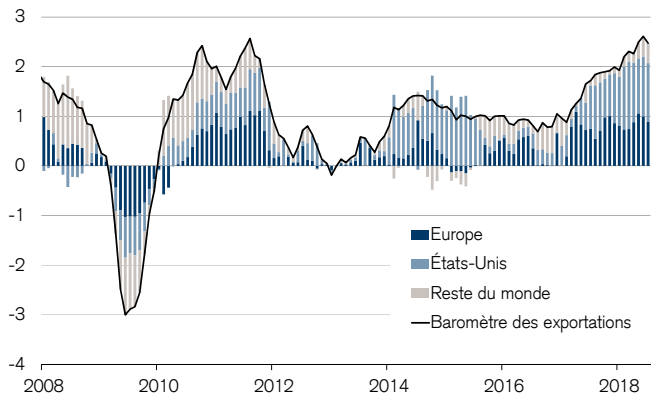
La conjoncture mondiale extrêmement dynamique constitue à l'heure actuelle le premier moteur de la croissance helvétique. La zone euro – principal marché pour les exportations suisses – a ainsi connu sa meilleure année de la décennie en 2017. Elle devrait en outre pouvoir maintenir son rythme de croissance en 2018, le recul du chômage soutenant ici la durabilité du rebond. Les États-Unis connaissent déjà le quasi-plein-emploi. Les baisses d'impôts et l'augmentation des dépenses décidées par le gouvernement américain auront tendance à trop stimuler la demande à court terme. La croissance reste robuste dans les pays émergents, bien que peu dynamique par rapport à la norme. En Chine, elle s'est p. ex. stabilisée à un peu plus de 6%. Notre baromètre des exportations, qui mesure l'évolution conjoncturelle dans les pays de débouché de la Suisse, s'établit par conséquent à un niveau proche de son record (fig.). Le volume des exportations devrait augmenter d'environ 4% en 2018.

... et la dépréciation du CHF s'inscrivent en soutien

Simultanément, la dépréciation du CHF – surtout face à l'EUR – détend la situation sur le front des marges et des bénéfices pour les entreprises. L'excédent net d'exploitation, une approximation des bénéfices de toutes les entreprises en Suisse, a plus que compensé son repli engendré par l'appréciation du CHF survenue en 2015 (fig.). Les bénéfices totaux de 2010 devraient même être dépassés en 2018. Les bénéfices sont considérés comme un catalyseur des investissements d'équipement, dont le cash-flow constitue une source de financement majeure. Au vu des perspectives conjoncturelles positives, de l'exploitation des capacités de nouveau supérieure à la moyenne et de l'amélioration des marges, nous anticipons une croissance particulièrement forte des investissements d'équipement en 2018 (+4,0%).

Le baromètre des exportations est proche d'un sommet

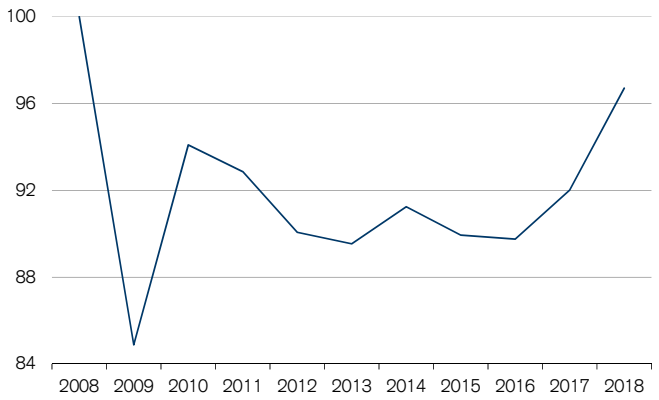
Part des régions sélectionnées dans le baromètre des exportations du Credit Suisse



Source: Administration fédérale des douanes, PMI Premium, Credit Suisse

Les bénéfices ont compensé leur repli lié à l'appréciation

Excédent net d'exploitation; indice: 2008 = 100



Source: SECO, Credit Suisse; 2018: prévision Credit Suisse

L'examen des indicateurs suisses suscite l'optimisme

De nombreux indicateurs confirment que la croissance s'accélère et est relativement généralisée en Suisse, comme le montre la «heatmap» de la figure ci-dessous. La consommation privée devrait également se renforcer, mais demeurer nettement inférieure à sa moyenne des 10 dernières années (+1,7%) avec une augmentation de 1,4% – ceci parce que la hausse des salaires réels (+0,2%) et la progression de l'emploi (+1%, fig.) sont encore trop modestes pour donner un véritable coup de fouet à la croissance. L'immigration, principal moteur de la consommation privée au cours des 10 dernières années, a en outre sensiblement diminué. Nous attendons une stabilisation de cette dernière au niveau désormais plus faible de 50 000 personnes nettes en 2018 (page 7).

Les maîtres d'ouvrage devraient réagir à la surproduction

La croissance des investissements de construction devrait quelque peu ralentir dès 2018 (+1,4%, contre +1,9% en 2017). Si les carnets de commandes sont certes toujours pleins dans tous les secteurs du bâtiment, les taux de vacance en hausse suite à la surproduction de logements locatifs qui dure depuis des années ainsi que (parfois) de surfaces commerciales devraient progressivement inciter les maîtres d'ouvrage à lever le pied.

Les Jeux olympiques et la Coupe du Monde de football devraient biaiser le PIB 2018

L'important écart de croissance du PIB entre 2017 et 2018 est aussi imputable à un effet statistique. Depuis la révision des statistiques du PIB opérée en 2017, les revenus de licence issus d'événements sportifs internationaux (championnats de football ou Jeux olympiques p. ex.) sont imputés au pays dans lequel les fédérations respectives ont leur siège – donc la Suisse pour la Fédération Internationale de Football Association (FIFA), l'Union of European Football Associations (UEFA) et le Comité international olympique (CIO). Alors qu'aucune manifestation de ce type n'a eu lieu l'an passé, plusieurs sont prévues en 2018. Selon le SECO, l'effet sur la croissance pourrait alors atteindre +0,3 point de pourcentage.

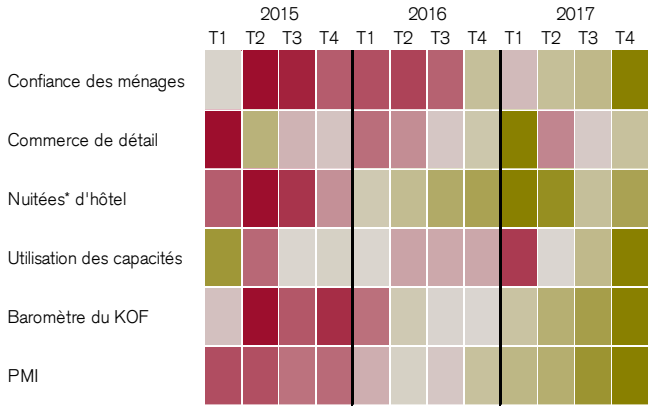
L'immigration et le cycle immobilier en perte de vitesse

En 2019, outre l'immigration, la conjoncture du bâtiment devrait être le second moteur de la croissance de l'économie suisse à perdre en vigueur. Et puisque les impulsions en provenance de l'étranger devraient simultanément être moins importantes que cette année, la croissance du PIB suisse s'affaiblira probablement en 2019 (prévision actuelle: +1,7%). Les effets positifs du rebond de plus en plus marqué de l'emploi ne suffiront sans doute pas à empêcher ce ralentissement. Au moins, toute envolée de l'inflation semble toujours exclue en Suisse: nous anticipons un renchérissement moyen de 0,5% en 2018 et de 0,7% en 2019 (page 7).

claude.maurer@credit-suisse.com

Tous les indicateurs sont dans le vert (foncé)

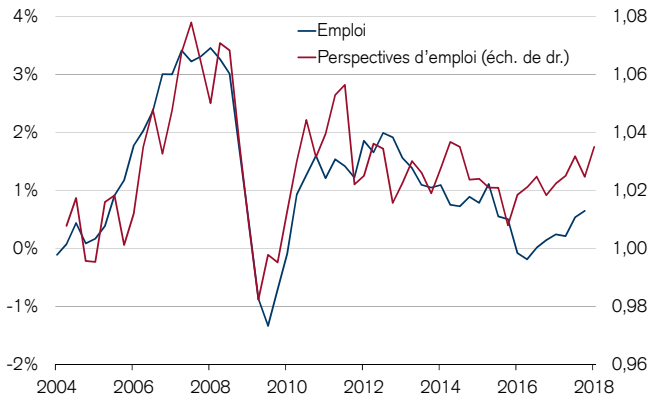
Heatmap; vert = supérieur à la moyenne; rouge = inférieur à la moyenne



Source: Datastream, GfK, Credit Suisse; *de clients suisses

La croissance de l'emploi est relativement lente

Emploi, croissance en glissement annuel en %; perspectives d'emploi indexées



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Conjoncture Suisse I Moniteur

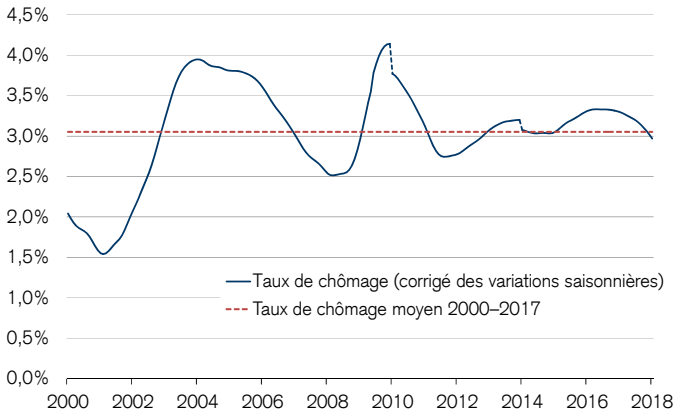
Marché du travail

L'embellie se poursuit sur le marché du travail. Le taux de chômage est p. ex. repassé sous la barre de 3% – et donc aussi en deçà de la moyenne à long terme – pour la première fois depuis 2012. Selon les enquêtes sur le climat de consommation menées par le SECO, la plupart des ménages attendent en outre une sécurité de l'emploi accrue pour les 12 prochains mois. Grâce à la nette accélération prévue de la croissance économique, la situation sur le marché du travail devrait encore s'améliorer dans le courant de l'année et le chômage se stabiliser autour de 2,9%.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Le chômage baisse en deçà de 3%

Taux de chômage en %, corrigé des variations saisonnières



Source: SECO, Banque nationale suisse, Credit Suisse

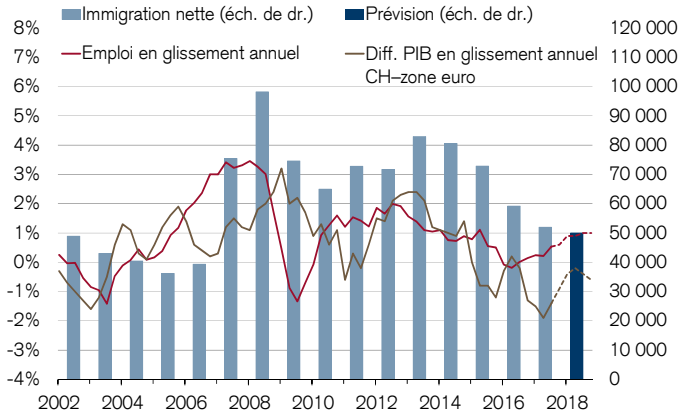
Immigration

L'immigration nette a diminué pour la quatrième fois consécutive dans notre pays en 2017. En tenant compte de la migration des ressortissants suisses, le solde migratoire devrait avoir atteint environ 52 000 personnes. Cette évolution s'explique principalement par l'amélioration de la situation sur les marchés du travail des pays d'origine européens ainsi que par la retenue en matière de recrutement affichée par les entreprises helvétiques suite à l'appréciation du CHF. Pour 2018, nous anticipons une stabilisation à quelque 50 000 personnes. Les effets de la poursuite de la reprise en Europe et de l'accélération conjoncturelle en Suisse devraient s'équilibrer.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Stabilisation en 2018

Immigration nette de la population résidente permanente (Suisses et étrangers, hors corrections des registres); 2017: projection; 2018: prévision



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

Inflation

La pression inflationniste devrait rester modeste tant en 2018 qu'en 2019. Les prix dans le secteur de la santé, largement influencés par la politique, vont p. ex. encore baisser. Ceux des biens ménagers et équipements de communication devraient afficher une tendance similaire. Les loyers ont un effet légèrement inflationniste, que l'accroissement de l'offre de logements locatifs devrait toutefois limiter. Globalement, nous attendons aussi une augmentation des prix des services, p. ex. dans les domaines de l'éducation et de la restauration. Nous confirmons notre prévision d'inflation à 0,5% pour 2018 et anticipons un taux de 0,7% en 2019.

maxime.botteron@credit-suisse.com

L'inflation devrait rester modérée

En %, en glissement annuel

Source: Datastream, Credit Suisse

Focus – Taux d'intérêt

Impact sur l'économie suisse d'un revirement des taux d'intérêt

La Suisse affiche un ratio dette/performance économique aussi élevé que l'Italie, les États-Unis ou la Chine. En dépit d'une élasticité aux taux généralement faible, le risque de taux d'intérêt ne devrait pas être ignoré.

Une nouvelle hausse des taux d'intérêt semble très probable

La structure des taux a récemment évolué en Suisse dans le sillage de la reprise économique mondiale (fig.). Même si la BNS maintiendra sans doute la marge de fluctuation du LIBOR CHF à 3 mois en zone négative jusqu'en 2019, les taux d'intérêt à long terme ont fortement augmenté. Si l'essor mondial se poursuit, l'inflation s'accélère et la BNS commence à agir, il est tout à fait probable que cette progression continue. Quelles seraient les conséquences d'une envolée des taux pour l'économie suisse?

Les taux d'intérêt sont importants pour un pays très endetté comme la Suisse

La première réponse, quelque peu simpliste, est qu'une hausse des taux est négative pour les débiteurs et positive pour les créanciers. Contrairement à l'opinion courante, le ratio dette/performance économique (PIB) de la Suisse est, à presque 250%, aussi élevé que celui de l'Italie, des États-Unis ou de la Chine (fig.). La répartition des dettes diffère cependant nettement par rapport à l'étranger. Alors que l'endettement du secteur public suisse est quasiment le plus faible au monde et que celui des entreprises (sans les banques) est relativement modeste, la dette des ménages atteint un niveau record.

Les ménages suisses affichent un endettement record, ...

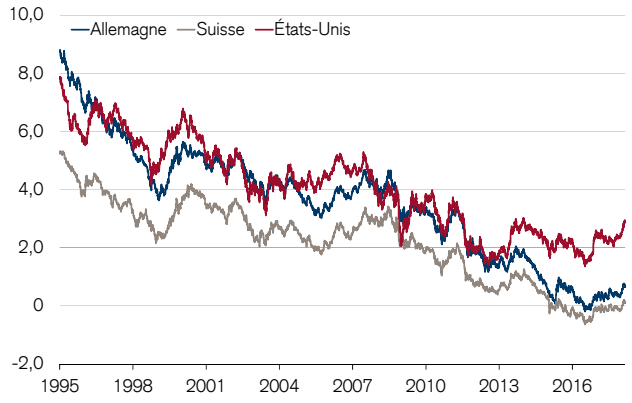
La dette des ménages suisses se compose principalement d'hypothèques: 95% des crédits sont couverts par des objets immobiliers. Les plus de 730 mrd CHF de dettes hypothécaires – contractées en grande majorité auprès de banques suisses – sont garantis par des biens-fonds d'une valeur estimée à plus de 1900 mrd CHF. Toute fluctuation des taux aurait ainsi des effets majeurs tant sur le marché immobilier que sur le secteur bancaire dans notre pays. C'est pourquoi nous avons soumis ces deux domaines à une analyse approfondie (pages 12 et 15).

... mais le poids du service de la dette est relativement réduit

Malgré le haut niveau d'endettement privé, la part du revenu consacrée par les ménages aux paiements des intérêts n'a jamais été aussi minime (fig.), ceci parce que les taux d'intérêt hypothécaires atteignent un plancher – en dépit de la récente hausse. Le taux hypothécaire moyen s'établit aujourd'hui à 1,6% environ. À titre de comparaison: si les taux hypothécaires étaient aussi élevés qu'en 2007 (3,3%), les ménages propriétaires devraient débourser deux fois plus

Les taux semblent s'être récemment stabilisés

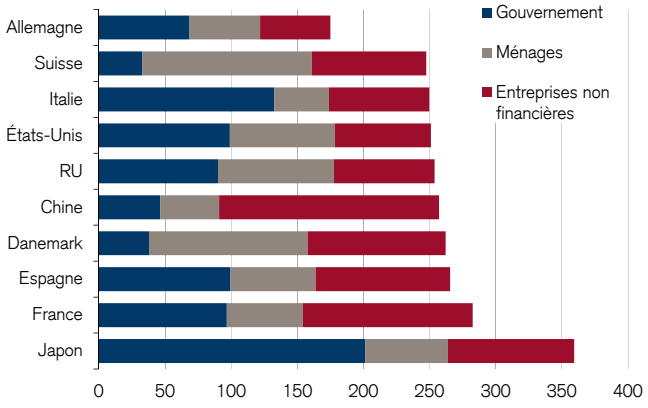
Rendements des emprunts d'État à 10 ans, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

Dette suisse aussi élevée que celle de l'Italie ou de la Chine

Endettement, en % du PIB



Source: Banque des Règlements Internationaux, Credit Suisse

d'argent pour le service de la dette, et cinq fois plus s'ils atteignaient le même sommet que durant les années 1990 (7,8%). Concrètement, cela représenterait respectivement 12 mrd CHF et 44 mrd CHF de plus par an. Rien qu'un retour à des taux similaires à 2007 pourrait ainsi considérablement grever les budgets des ménages.

Les fluctuations des taux n'ont guère d'incidence sur la consommation privée

Malgré l'importance du taux d'intérêt pour les budgets des ménages propriétaires, notre analyse empirique montre que la consommation privée ne réagit que peu aux fluctuations des taux – techniquement parlant, son «élasticité aux taux» est très réduite (fig.). Nous supposons ici que d'autres facteurs d'influence comme la conjoncture, le renchérissement ou le cours de change ne neutralisent pas l'effet des taux.

Le service de la dette pour les hypothèques est statistiquement comptabilisé en tant que dépense de consommation

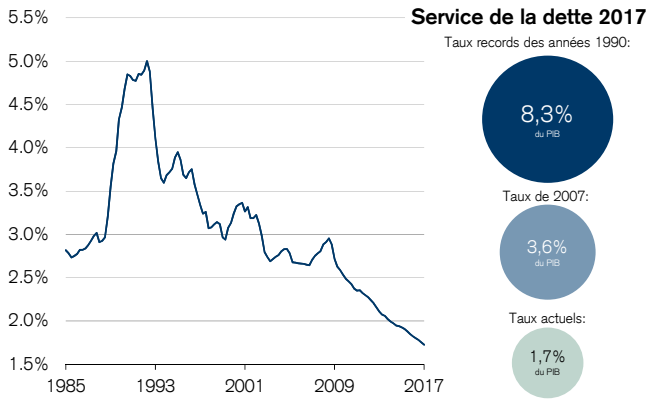
L'une des raisons de la faible élasticité aux taux est de nature statistique: les paiements d'intérêts hypothécaires sont comptabilisés comme dépenses de consommation pour le bien «logement» dans le calcul du PIB. Un service de la dette plus élevé accroît ainsi la consommation privée et compense – en partie seulement – le déficit de consommation lié au budget réduit pour d'autres biens (vacances, dépenses de commerce de détail, etc.). Les hypothèques à taux fixe (taux d'intérêt fixe sur une durée déterminée) représentant en outre près de 80% du volume hypothécaire, les propriétaires ne ressentent les évolutions de taux qu'avec un certain délai. L'élasticité aux taux de l'octroi d'hypothèques aux ménages est toutefois légèrement négative. La demande d'hypothèque diminue donc lorsque les taux d'intérêt augmentent (fig.). Par ailleurs, les variations des taux n'affectent la plupart des ménages suisses – locataires notamment avec une part de 62% – que tardivement et de manière atténuée. Le taux d'intérêt de référence, qui n'est qu'un facteur parmi beaucoup d'autres déterminant le montant des loyers, réagit en effet lentement en raison du grand nombre d'hypothèques à taux fixe.

Plus les taux d'intérêt sont élevés, plus les investissements sont importants

L'influence très limitée des taux d'intérêt sur la consommation globale est corroborée par la théorie économique, qui allègue que la consommation dépend essentiellement de l'emploi et des salaires, donc des revenus du travail. Les ménages tentent ensuite de maintenir leur consommation aussi constante que possible sur le temps. En conséquence, ce sont davantage les taux d'épargne que les dépenses de consommation qui fluctuent en cas de modification des revenus. Notre analyse empirique révèle que le comportement d'épargne est très sensible aux taux: plus ceux-ci sont élevés, moins les ménages détiennent de liquidités sans intérêts et plus les dépôts sur les comptes courants à plus faible rémunération sont réduits (élasticité aux taux négative). En lieu et place, la fortune est investie dans des comptes d'épargne, des actions et des obligations (pour lesquels l'élasticité aux taux est positive). Seule l'élasticité aux taux négative des fonds soulève certaines questions puisqu'ils sont également censés devenir plus attractifs en cas de hausse des taux.

Service de la dette des ménages à un plancher record

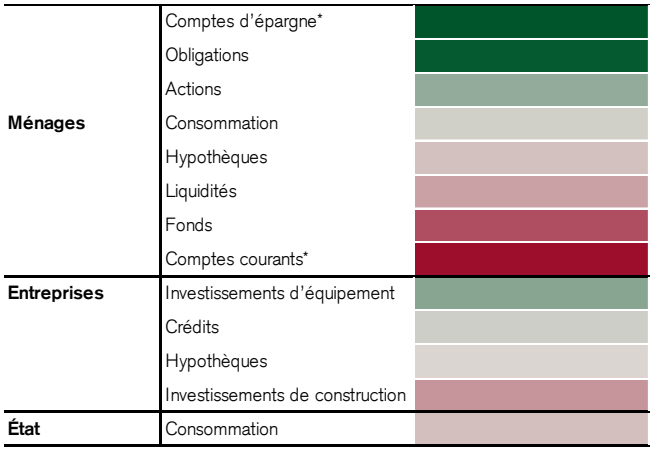
Service de la dette hypothécaire par rapport au PIB



Source: BNS, SECO, OFL, Credit Suisse

Élasticité aux taux d'intérêt de divers indicateurs

Heatmap: vert = élasticité aux taux positive; rouge = élasticité aux taux négative; gris = absence d'élasticité aux taux



Source: BNS, SECO, Credit Suisse, *évaluation à l'aide de statistiques bancaires

Atteindre un objectif d'épargne est plus facile en cas de hausse des taux

Dans le contexte actuel de taux négatifs, les signes indiquant que les ménages économisent plus et non moins malgré les produits des intérêts réduits – seul moyen dont ils disposent pour atteindre un objectif d'épargne défini – se multiplient cependant. En cas d'envolée des taux d'intérêt, le taux d'épargne pourrait donc paradoxalement légèrement diminuer et le taux de consommation s'accroître en conséquence. Les taux planchers constituent aussi un défi de taille pour les épargnants institutionnels. Afin d'évaluer si ces derniers modifieraient également leur comportement d'épargne face à des taux en hausse, notre article en page 19 analyse comment leurs actifs réagiraient en pareille situation.

Ce sont les «esprits animaux» et non les taux d'intérêt qui dictent les investissements des entreprises, …

Notre analyse montre que les fluctuations des taux d'intérêt n'influent guère sur les décisions d'investissements des entreprises. Ce constat est peu surprenant car, selon la doctrine courante, leur propension à investir dépend avant tout de leurs attentes en termes de rendement des investissements et de marche des affaires ainsi que des «esprits animaux», à savoir la confiance entrepreneuriale. Les conditions de financement (niveau des taux p. ex.) ne revêtent fréquemment qu'une importance secondaire. Ce constat est attesté par les résultats de notre enquête auprès des PME de 2015: près d'un tiers à peine des entreprises interrogées ont affirmé que la forte baisse des taux d'intérêt intervenue entre 2009 et 2014 avait eu une incidence positive ou très positive sur le volume de leurs investissements, tandis que l'impact est resté nul pour plus de 60% d'entre elles. Inversement, une hausse de taux n'aurait que peu d'influence puisque notre enquête auprès des PME a révélé qu'en matière de financement elles privilégient les fonds propres ou les cash-flows qu'elles génèrent aux emprunts.

… mais les investissements de construction sont clairement sensibles aux taux

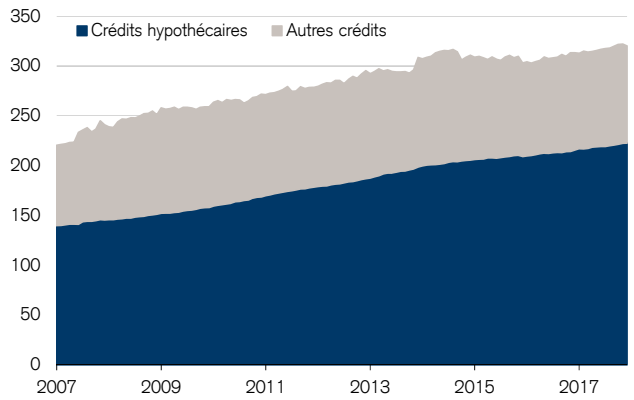
L'enquête a en outre montré que les entreprises ayant fait état d'un impact positif des faibles taux sur leurs investissements allouent une part plus importante de leur enveloppe à l'immobilier. Les effets d'une envolée des taux d'intérêt seraient donc les plus marqués ici: dans notre «heatmap» représentée à la page précédente, les investissements de construction constituent la catégorie de demande à l'élasticité aux taux la plus négative. Les crédits hypothécaires octroyés aux entreprises ayant fortement augmenté ces dernières années – la part des créances hypothécaires dans le volume total des prêts aux entreprises d'environ 320 mrd CHF s'est accrue de 70% depuis la crise financière (fig.) –, une hausse des taux pourrait avoir une incidence néfaste supplémentaire sur l'activité de construction.

La Confédération réduit ses dettes et profite des taux négatifs

Au vu de son endettement relativement minime, le secteur public suisse ne serait en revanche guère affecté – tout du moins à court terme – par une hausse des taux. La dette publique, qui représente environ un tiers du PIB, est supportée pour moitié par la Confédération et pour l'autre par les cantons et communes. Les taux planchers permettent à la Confédération d'épargner plus de 200 mio. CHF chaque année. Le service de la dette est en outre réduit grâce à la diminution de celle-ci (fig.). L'effet direct d'une envolée des taux d'intérêt serait moindre, mais plus de 80% des emprunts de la Confédération en circulation ont des échéances de 10 ans et plus. Le risque pesant sur l'équilibre du budget fédéral est de toute évidence moins

Augmentation des crédits hypothécaires aux entreprises

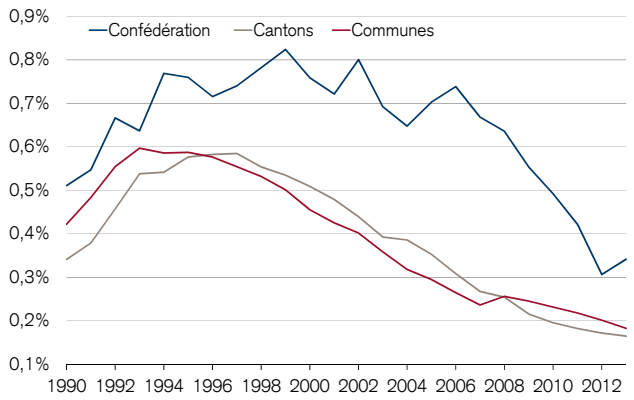
Crédits aux entreprises, en mrd CHF



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Service de la dette moindre pour l'État

Service de la dette publique par rapport au PIB



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

lié au contexte de taux qu'à l'évolution économique et à la stabilité des assurances sociales, dont les déficits sont d'ores et déjà prévisibles. La prévoyance vieillesse fait ainsi peser une plus grande menace sur les finances publiques qu'une augmentation des taux.

La prévoyance vieillesse et la frénésie de dépenses sont plus préoccupantes que les taux d'intérêt pour les finances publiques

En tant que débiteurs, les cantons profitent également des faibles taux. Certains d'entre eux, comme Zurich, Zoug ou Vaud, détiennent aussi ponctuellement d'abondantes liquidités, qui seraient mieux rémunérées si les taux étaient plus élevés, ce qui gomme quelque peu l'avantage des bas taux. Le service de la dette des cantons – à l'instar de celui des communes – a diminué, bien que moins fortement que pour la Confédération puisque leur endettement tend à augmenter. Les finances publiques sont donc davantage pénalisées par la frénésie de dépenses de la politique que par les taux.

Le risque de taux est sans doute sous-estimé

Bien que la consommation globale et les investissements des entreprises présentent une élasticité aux taux d'intérêt limitée et que la faible dette publique laisse supposer un risque de taux réduit, la situation ne devrait pas être prise à la légère. Premièrement, notre modèle (tout comme les principaux acteurs économiques) ne «connaît» pas de taux véritablement élevés puisqu'ils ont été les grands absents de ces 20 dernières années, de sorte que les répercussions d'une hausse sont probablement sous-estimées. Deuxièmement, la dette des ménages atteint un niveau record et se concentre sur ce placement relativement illiquide qu'est l'immobilier. Troisièmement, les entreprises investissent fortement sur le marché immobilier sensible au taux en s'endettant, ce qui y accroît encore l'accumulation de risques.

claude.maurer@credit-suisse.com

Immobilier

Menace de hausse des taux

Une augmentation des taux d'intérêt aurait d'importantes répercussions sur le marché immobilier suisse, d'ampleur et de durée variables selon le segment.

Les faibles taux alimentent la demande de logements en propriété

Ces dernières années, la forte demande de logements en propriété a été alimentée par les bas taux d'intérêt hypothécaires, dont le recul a réduit la charge hypothécaire des propriétaires à 39% de son niveau de l'année 2000. Les intérêts hypothécaires planchers ont incité bon nombre de ménages à réaliser leur rêve d'accéder à la propriété. La demande en résultant s'est simultanément traduite par une croissance marquée des prix, de 76% au total depuis 2000.

La demande de logements en propriété recule avec la hausse des taux d'intérêt

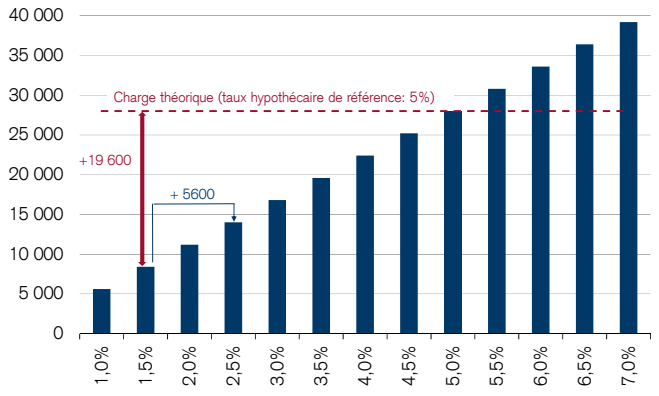
Chaque hausse des taux d'intérêt hypothécaires accroît les coûts de financement du logement en propriété, comme le révèle la figure ci-dessous pour un immeuble de 700 000 CHF avec un nantissement de 80%. Les intérêts hypothécaires annuels s'établissent à 8400 CHF au taux actuel de 1,5%, mais s'élèveraient à 14 000 CHF déjà en cas de relèvement à 2,5% de ce même taux. Les coûts de financement du logement en propriété s'accroissent donc rapidement avec la progression des taux d'intérêt. Acquérir un objet neuf deviendrait ainsi de moins en moins attrayant sur le plan financier, ce qui aurait pour effet de freiner la demande. Cette évolution pourrait entraîner un recul des prix du logement en propriété après une phase prolongée de forte dynamique. Ce sont l'ampleur et le rythme de l'augmentation des taux d'intérêt qui définissent l'importance de la correction. Au vu de l'absence d'excès sur le front des achats spéculatifs et de suroffre sur le segment de la propriété, tout effondrement des prix similaire à ceux observés il y a quelques années aux États-Unis, en Espagne ou en Irlande nous semble toutefois exclu.

Les hypothèques à taux fixe retardent l'augmentation de la charge d'intérêts

Les hausses de taux d'intérêt ne devraient dans un premier temps pas constituer de risques pour les propriétaires. Selon les exigences actuelles en matière de financement des banques, la charge de la propriété doit être supportable avec un taux d'intérêt théorique à long terme de 5% généralement. Par ailleurs, l'hypothèque doit être amortie à 66% en 15 ans, de sorte que la marge financière des propriétaires s'élargisse successivement. Étant donné que les ménages souscrivent aujourd'hui en grande majorité des hypothèques à taux fixe, toute augmentation des taux d'intérêt ne devrait se traduire par des coûts de financement plus élevés qu'à moyen terme pour de nombreux propriétaires.

Admissibilité du logement en propriété par niveau de taux

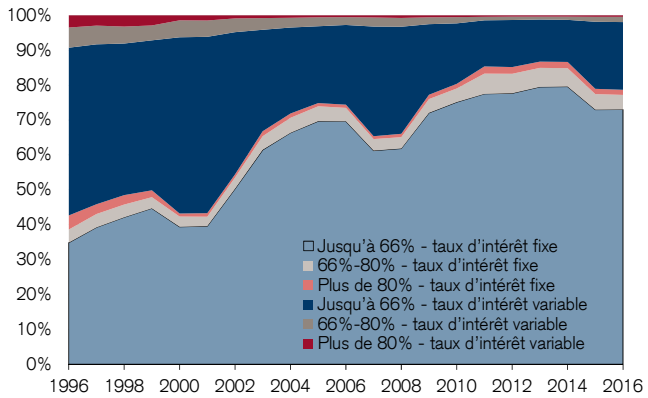
Intérêts hypothécaires en fonction du taux d'intérêt pour un immeuble de 700 000 CHF avec un nantissement de 80%



Source: Credit Suisse

Part élevée d'hypothèques fix

Créances hypothécaires par type de produit et groupe de nantissement



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Une charge hypothécaire accrue réduit le pouvoir d'achat et la consommation des ménages

Du point de vue économique, l'impact pour les propriétaires d'une hausse des taux hypothécaires ne doit en revanche pas être sous-estimé. Une augmentation d'un point de pourcentage par rapport au niveau actuel ferait s'accroître la charge hypothécaire annuelle de tous les propriétaires de 7,3 mrd CHF (mais avec un délai considérable au vu de la part élevée d'hypothèques à taux fixe) – montant qui ferait alors défaut pour d'autres dépenses.

Une hausse des taux ne fait augmenter les loyers que très tard

Les évolutions des taux hypothécaires affectent non seulement les propriétaires, mais aussi les locataires, dont beaucoup ont ces dernières années profité de baisses de loyers pour les baux existants en raison du couplage avec le taux hypothécaire de référence. En cas de hausse des taux d'intérêt, le taux de référence augmentera également. Ce dernier étant calculé sur la valeur moyenne de toutes les hypothèques en cours, son relèvement n'interviendra qu'avec un délai considérable et lentement. Cela pourrait désavantager les bailleurs, les charges d'intérêts progressant plus rapidement que la répercussion autorisée des coûts sur les revenus locatifs.

Une hausse des taux réduit la valeur des immeubles de rendement

Des taux d'intérêt en hausse ont en revanche un impact direct sur la valeur des immeubles de rendement. Cela s'explique par le fait que l'estimation est généralement effectuée à l'aide de la méthode DCF (discounted cashflow), laquelle se fonde essentiellement sur le taux de capitalisation. Sous l'effet des taux planchers des dernières années, le taux de capitalisation a continuellement diminué, mais lentement du fait de son horizon à long terme. À la fin 2017, le taux de capitalisation moyen s'établissait encore à 3,7%. Mais son recul a été le principal moteur des plus-values générées par les immeubles de rendement. Toute augmentation des taux se traduira inévitablement par un accroissement du taux de capitalisation, entraînant à son tour une perte de plus-values liées aux taux et de possibles corrections. L'ampleur d'une éventuelle correction des prix des immeubles de rendement dépendra d'une part des futurs relèvements de taux d'intérêt et, d'autre part, de l'évolution conjoncturelle. Si les hausses de taux sont opérées en phase de boom économique, les revenus locatifs augmenteront aussi, ce qui aura un effet positif sur la valeur des immeubles.

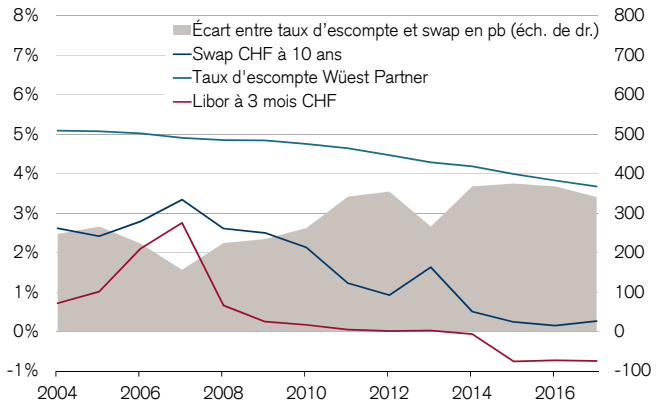
L'activité de construction devrait ralentir de concert avec la hausse des taux

Ces dernières années, les placements immobiliers directs et indirects étaient très attractifs au vu de leurs importants écarts de rendement avec les obligations de la Confédération. En conséquence, les investisseurs institutionnels et privés ont massivement investi dans l'immobilier. Une hausse des taux devrait faire peser la balance en faveur d'autres classes d'actifs, ce qui entraînera non seulement un recul de la demande d'objets existants, mais aussi un ralentissement de l'activité de construction. Ce dernier serait le bienvenu, d'autant plus que la demande n'a pas pu suivre le rythme soutenu de la production de logements, d'où la formation d'une suroffre sur le segment de la location. Une augmentation des taux d'intérêt éliminerait la cause de la suroffre et créerait les conditions nécessaires pour la réduction du déséquilibre – mais au prix d'un repli des investissements de construction. Un important moteur de la croissance économique ferait par conséquent défaut.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Évolution des taux de capitalisation

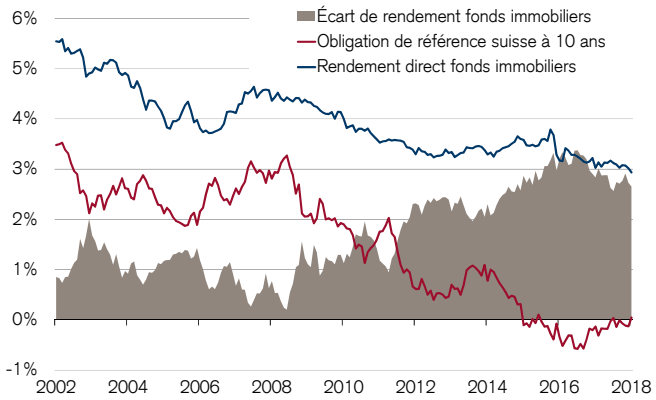
Éch. de g.: taux d'intérêt et taux d'escompte en %; éch. de dr.: écart entre taux d'escompte et swap en points de base



Source: rapports annuels des fonds immobiliers, Datastream, Credit Suisse

Écart de rendement placements immobiliers/emprunts de la Confédération

Taux d'intérêt en %, écart de rendement en points de base



Source: Datastream, Credit Suisse

Immobilier | Moniteur

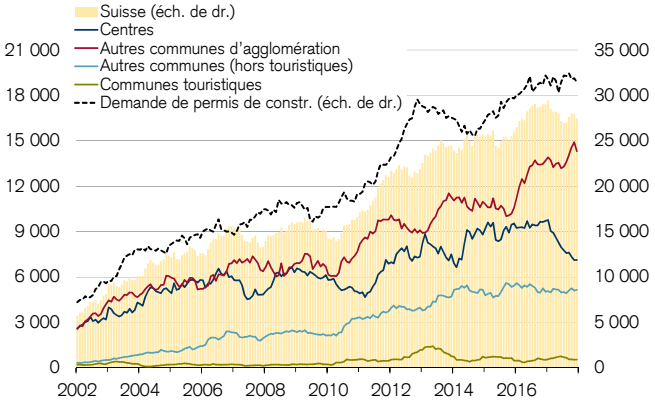
Logements locatifs

En 2017, le nombre d'autorisations de construire délivrées pour des logements locatifs a reculé d'environ 1500 unités en glissement annuel. L'évolution des demandes de permis ne laisse cependant pas encore présager de fin imminente du boom de la construction alimenté par les faibles taux d'intérêt. Le potentiel d'absorption limité et les taux de vacance élevés freinent l'activité de planification dans les zones rurales, tandis que le manque de surfaces adaptées et la rigueur de la législation sur les constructions compliquent la production de logements locatifs dans les grands centres. Un déplacement vers les communes d'agglomération, où le nombre d'unités autorisées à la construction a augmenté de près de 35% depuis 2015, est par conséquent observable.

fabian.waltert@credit-suisse.com

Construction: fuite des centres vers les agglomérations

Permis de construire en nombre d'unités, sommes sur 12 mois, total (éch. de dr.) et par type de commune



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

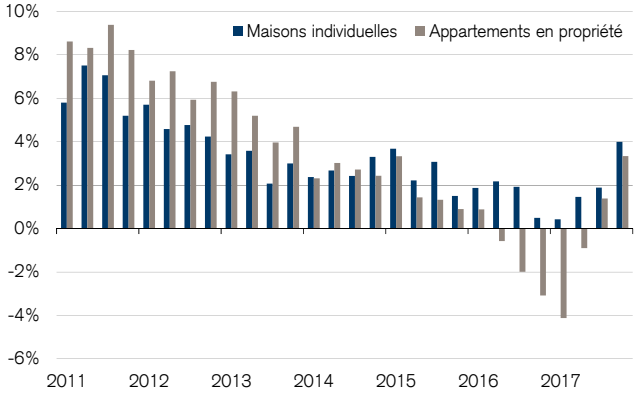
Croissance des prix des logements en propriété

La baisse des prix du logement en propriété à l'issue de 14 années d'augmentation n'était que temporaire et les prix sont désormais repartis en nette hausse sur le marché. La robuste reprise conjoncturelle soutient la demande sur le marché de la propriété, d'autant plus que les taux d'intérêt hypothécaires restent à un très bas niveau en dépit d'une légère tendance haussière. Nous n'attendons cependant pas de nouvelle surchauffe sur ce front – les facteurs positifs étant largement neutralisés par le niveau élevé des prix et les freins réglementaires.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Les prix repartent à la hausse

Taux de croissance annuels par segment



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

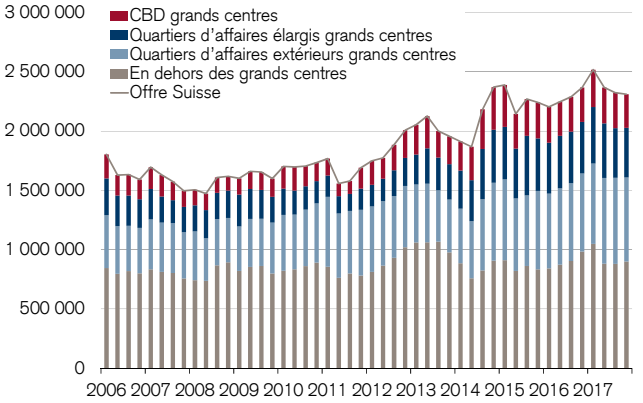
Immobilier de bureau

Le volume des surfaces de bureaux proposées en ligne reste supérieur au seuil de 2 mio. m² et n'a que légèrement diminué en l'espace d'un an (–2,4%). Les répercussions de l'activité de planification excessive se manifestent de plus en plus à la périphérie des marchés de l'immobilier de bureau sous la forme d'une offre de surfaces en hausse. Une légère détente de la situation en matière d'offre est en revanche perceptible s'agissant des surfaces proposées à l'extérieur des marchés des grands centres. Nous tablons à court terme sur un nouveau recul de l'offre de surfaces de bureaux, puisque la demande devrait s'accroître et que l'actuelle accélération de l'activité de planification ne se concrétisera qu'avec un temps de retard.

brice.hoffer@credit-suisse.com

Timide diminution de l'offre de surfaces

Somme des surfaces (existantes et nouvelles) publiées par trimestre*, en m²



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse; *Surfaces proposées sur Internet

Politique monétaire

Érosion des marges des banques de détail

Sous l'effet des faibles taux, les banques helvétiques ont vu leurs marges sur opérations d'intérêts, et en particulier sur les activités de dépôt, fléchir. La situation devrait rester difficile tant que la BNS maintiendra sa politique de taux négatifs.

Les opérations d'intérêts représentent 70% des revenus des banques orientées sur le marché national

Les banques orientées sur le marché national (banques cantonales et régionales, caisses d'épargne et Groupe Raiffeisen) sont fortement tributaires des opérations d'intérêts, c'est-à-dire des activités de dépôt et de prêt, qui représentent 70% de leurs revenus. Depuis 2008, la marge sur ces opérations a continuellement fondu et seule la robuste croissance des hypothèques a permis aux banques de maintenir leurs revenus.

La marge sur les engagements a particulièrement pâti de la politique de taux négatifs

Principales responsables de l'érosion: les marges sur les engagements (activités de dépôt), qui s'étaient accrues entre 2004 et 2008 puisque les banques n'avaient que partiellement répercuté la hausse des taux d'intérêt aux comptes d'épargne de leurs clients. Mais lorsque la BNS a baissé son taux directeur de 2,75% à presque 0% fin 2008 puis sous zéro en 2015, les banques disposaient de peu de latitude pour diminuer les intérêts sur les comptes d'épargne et ont répercuté le taux négatif aux clients qu'avec prudence. Leurs marges sur les engagements se sont en conséquence effondrées, tandis que les marges sur les actifs (activités de prêt) ont été moins fortement touchées. Les banques ont réduit ces dernières en 2008 suite à la chute des cours interbancaires, mais le recul a été nettement moins marqué que pour les marges sur les engagements. De plus, l'instauration de la politique de taux négatifs en janvier 2015 a dans les faits entraîné un élargissement des marges sur les actifs, bien que les récentes données signalent un nouveau repli.

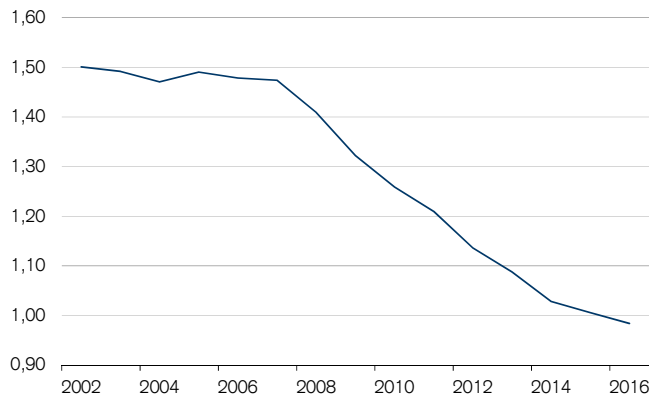
La hausse des taux et le raidissement de la courbe de rendement devraient avoir un impact légèrement positif sur les marges

À court terme, les perspectives restent difficiles pour les produits d'intérêts des banques suisses. Tant que la BNS maintient un taux directeur négatif – situation qui selon nous durera encore deux ans –, les marges sur les engagements ne devraient guère s'accroître. En outre, il n'y a pas vraiment lieu de croire que le récent repli des marges sur les actifs s'inversera à court terme. À plus longue échéance, la hausse des taux d'intérêt et le raidissement de la courbe de rendement (à savoir l'élargissement de l'écart entre les taux courts et longs) devraient contribuer à améliorer les marges sur opérations d'intérêts, mais modérément seulement d'après nos estimations. Le cycle immobilier semblant avoir atteint son point culminant, la croissance du crédit va de plus considérablement ralentir, de sorte que l'expansion des volumes de crédit est peu susceptible de compenser la pression sur les marges.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Repli des marges sur opérations d'intérêts des banques

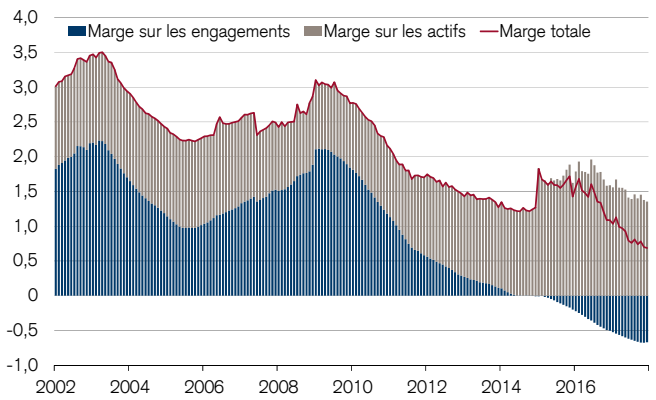
Revenu net d'intérêt des banques suisses, en % du total des actifs



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Recul plus marqué des marges sur les engagements

Marges brutes sur les engagements et actifs estimées, en points de pourcentage



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Politique monétaire I Moniteur

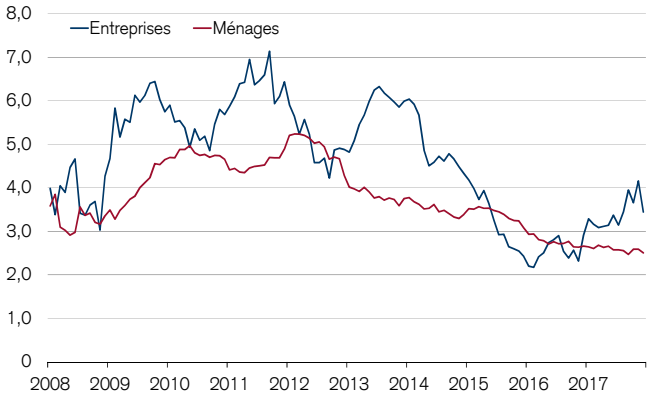
Prêts hypothécaires

Le total des prêts hypothécaires a atteint 974 mrd CHF (147% du PIB) en Suisse à la fin décembre 2017. Les ménages représentent environ 75% de ces crédits. Après avoir fortement progressé entre 2010 et 2012, la croissance des hypothèques accordées aux ménages a continuellement ralenti, notamment sous l'effet du durcissement des contraintes réglementaires. Le taux d'expansion reste cependant supérieur à la croissance nominale du PIB et devrait donc continuer de préoccuper la BNS. L'octroi d'hypothèques aux entreprises s'est en outre réaccéléré, la demande en provenance du secteur tertiaire étant ici particulièrement soutenue.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Accélération de l'octroi d'hypothèques aux entreprises

Croissance des hypothèques, en % en glissement annuel



Source: Datastream, Banque nationale suisse, Credit Suisse

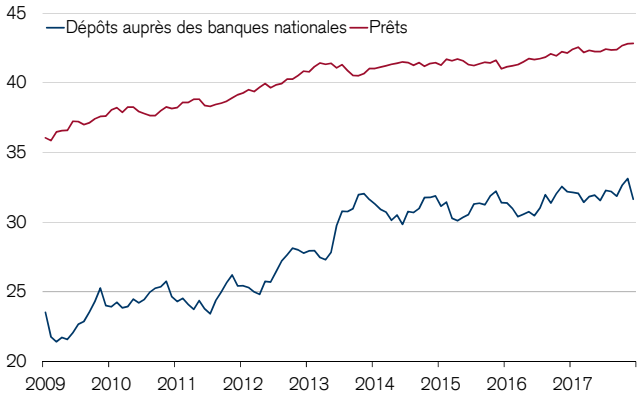
Endettement des sociétés non financières

Le total des prêts accordés aux sociétés non financières continue d'augmenter (hypothèques en tête), entraînant une hausse progressive du taux d'endettement. Les crédits bancaires octroyés à de telles entreprises avaient grimpé à 42,8% du PIB en décembre 2017. De même, leurs dépôts auprès des banques suisses ont atteint 31,7% du PIB, soit un niveau relativement élevé. Les abondantes positions en liquidités des sociétés ont de quoi surprendre dans un contexte de taux d'intérêt négatifs. Elles pourraient également expliquer pourquoi la demande de crédits d'investissement (hors hypothèques) demeure atone malgré l'augmentation des dépenses d'investissement.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Haut niveau des positions en liquidités des sociétés

Dépôts et prêts des sociétés non financières, en % du PIB



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

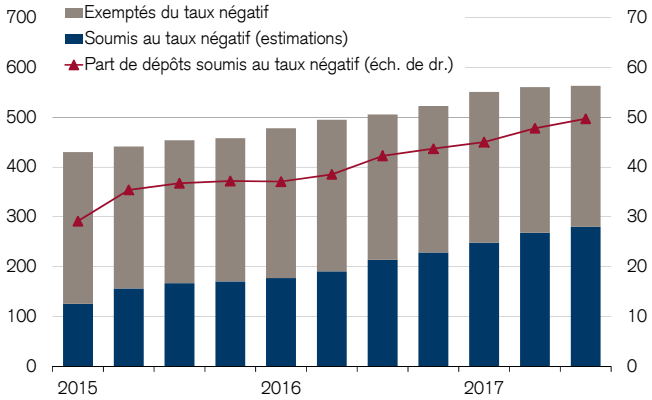
Taux de dépôt négatif

Seuls les dépôts à vue des banques supérieurs au seuil d'exemption sont assujettis au taux négatif de –0,75% auprès de la BNS. Cette dernière a fixé ce seuil d'exemption à 20 fois le montant des réserves minimales requises de novembre 2014. La BNS communique rarement sur ce sujet mais, selon nos estimations, quelque 280 mrd CHF étaient soumis au taux négatif à la fin du T3 2017, soit 50% du total des dépôts auprès d'elle (hors Confédération, à qui le taux négatif n'est pas imposé). Le niveau global des dépôts à vue étant resté assez stable depuis lors, nous supposons que ces estimations sont encore largement valables.

maxime.botteron@credit-suisse.com

280 mrd CHF soumis au taux négatif auprès de la BNS

Dépôts auprès de la BNS en mrd CHF (éch. de g.), % du total des dépôts (éch. de dr.)



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Hausse des taux d'intérêt et caisses de pension

Repli initial des portefeuilles obligataires

Une hausse des taux entraîne d'abord des replis des portefeuilles obligataires qui, selon l'orientation des taux et la duration, sont toutefois compensés par des effets de réinvestissement. D'autres classes d'actifs peuvent être affectées par une telle évolution.

Les taux planchers ont incité les caisses de pension à ajuster leurs stratégies d'investissement

Selon l'indice du Credit Suisse qui leur est dédié, les caisses de pension suisses ont dégagé un rendement d'env. 8% en 2017 – un record depuis 2009. Mais ce bon résultat ne doit pas occulter le fait que les institutions de prévoyance peinent de plus en plus, au vu du déclin prolongé des taux d'intérêt, à réaliser les revenus nécessaires au financement de leurs prestations sans s'exposer à des risques accrus. Le rendement de 2017 est imputable aux actions à plus de 75%, tandis que les obligations n'y ont contribué qu'à hauteur de 0,5 point de pourcentage. Beaucoup de caisses ont ajusté leurs stratégies d'investissement en réaction aux taux planchers, réduisant la part des obligations et liquidités au profit d'instruments plus rémunérateurs, mais aussi plus risqués, comme les actions, l'immobilier et les placements alternatifs. Couplées à l'ascension des actions de ces dernières années, ces réallocations ont fait en sorte que les actions ont évincé les obligations comme principale classe d'actifs dans les portefeuilles des institutions couvertes par l'indice (part moyenne à la fin 2017: actions: 33,8%; obligations: 30,7%).

Quel est l'impact d'une hausse des taux d'intérêt sur les portefeuilles obligataires des caisses de pension?

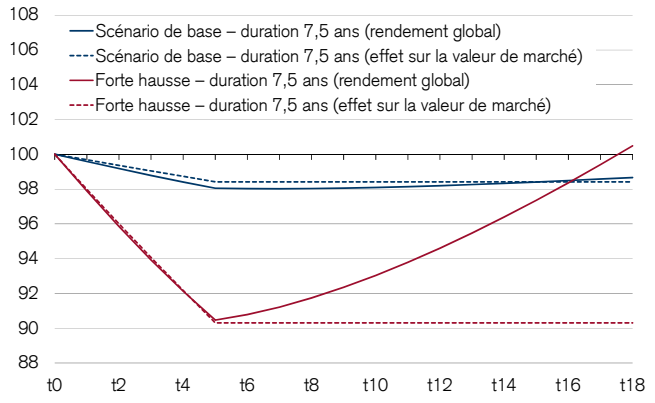
Afin de montrer les possibles conséquences d'une hausse des taux pour une caisse de pension suisse typique, nous avons simulé deux scénarios en nous limitant à l'analyse de l'impact sur un portefeuille composé d'obligations en CHF. Sur la base de la situation fin 2017 (t_0; rendement de –0,1%), le rendement des obligations de la Confédération à 10 ans progresse graduellement de 0,2 point de pourcentage sur 5 ans et se maintient ensuite à ce niveau dans le scénario de base. Dans le second scénario «forte hausse», l'accroissement est de 1,3 point de pourcentage. La caisse de pension conserve ici les emprunts jusqu'à l'échéance et réinvestit en permanence les montants des remboursements et les coupons. Nous supposons une duration de 7,5 ans pour le portefeuille, ce qui correspond à peu près à la duration moyenne actuelle du Swiss Bond Index (SBI) AAA – BBB.

Les pertes initiales sont à long terme compensées par l'effet de réinvestissement; plus la hausse des taux est marquée, plus cet effet intervient rapidement

En cas de revirement des taux, la valeur de marché du portefeuille d'obligations en CHF diminue dans un premier temps, les emprunts existants devenant moins attractifs que les nouveaux titres mieux rémunérés suite à la hausse des intérêts. Plus l'augmentation est marquée, plus les pertes initiales sont importantes (fig.). À long terme, cet impact négatif sur la valeur de marché est cependant compensé par un effet de réinvestissement positif, résultant du fait que les caisses de pension peuvent réinvestir les coupons et les remboursements des obligations

Pertes initiales sur obligations en cas de hausse des taux

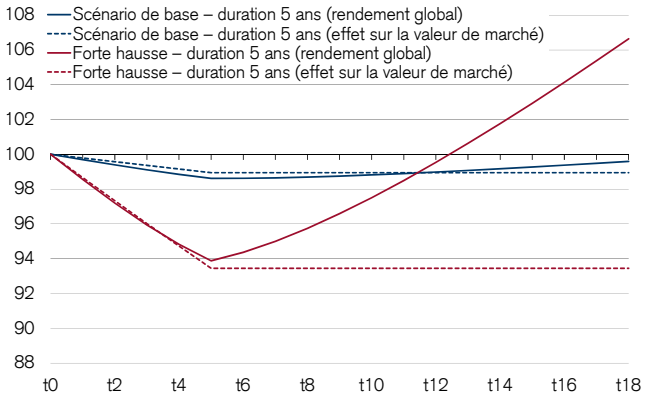
Valeur du portefeuille d'obligations en CHF; indice: t_0 = 100; axe x: durée en années



Source: Credit Suisse

Plus la duration est courte, plus les pertes sont réduites

Valeur du portefeuille d'obligations en CHF; indice: t_0 = 100; axe x: durée en années



Source: Credit Suisse

arrivées à échéance à des taux d'intérêt supérieurs. La somme de ces deux effets aboutit au rendement global. Le rythme auquel la valeur du portefeuille se redresse dépend entre autres de la rapidité et de l'ampleur de la progression des taux. Dans le scénario de base d'une hausse modérée, l'effet de réinvestissement serait p. ex. trop faible pour gommer les pertes initiales en 18 ans.

La duration: unité de mesure de la sensibilité aux taux d'intérêt des portefeuilles obligataires des caisses de pension

En cas d'augmentation des taux d'intérêt, la duration du portefeuille obligataire influe aussi sur sa performance. La duration correspond à la durée moyenne d'immobilisation du capital des placements en obligations. Plus elle est courte, plus la perte initiale est réduite et plus l'on peut réinvestir rapidement dans des titres mieux rémunérés, de sorte que l'effet de réinvestissement intervient plus tôt. En supposant une duration de 5 ans, soit à peu près celle du SBI AAA – BBB en 2009 au début de la spirale négative des taux, le portefeuille se redresse 5 ans plus tôt que pour une duration de 7,5 ans dans le scénario «forte hausse» (cf. 2e fig. à la page précédente).

Les évolutions des taux influent également sur le taux de couverture technique

Lors d'une seconde étape, nous intégrons le passif du bilan dans les simulations et montrons comment la hausse des taux d'intérêt pourrait affecter le taux de couverture technique – à savoir le rapport entre la fortune (placements) et le capital de prévoyance (promesses de rentes) – d'une caisse de pension typique. Nous supposons pour simplifier que les obligations en CHF représentent constamment 24% de l'allocation d'actifs, que les rendements des autres placements restent inchangés sur la durée, que le capital de prévoyance s'accroît de 2,6% par an et que le taux d'intérêt technique (fixe) est de 2%. À l'instar de la valeur du portefeuille obligataire, le taux de couverture technique diminue dans un premier temps, mais l'effet reste limité dans tous les scénarios (fig.).

L'impact d'une hausse des taux sur d'autres classes d'actifs doit aussi être pris en compte

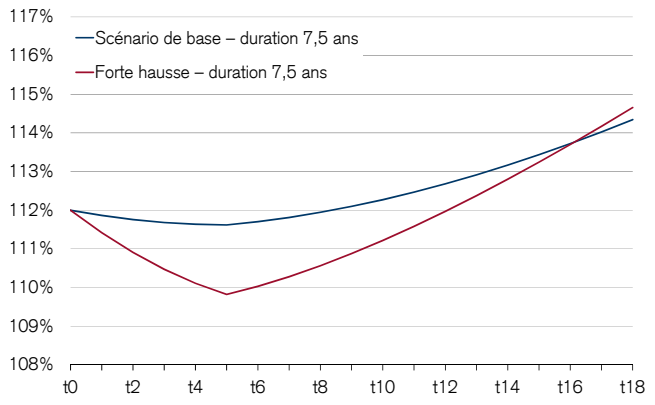
Les conséquences d'une hausse des taux sur la performance globale des portefeuilles des caisses de pension dépendent non seulement du comportement de la part obligataire, mais aussi de la réaction d'autres classes d'actifs. Comme susmentionné, les caisses de pension ont largement délaissé les obligations au profit d'autres investissements plus risqués ces dernières années. Les placements immobiliers pâtiraient très probablement d'une hausse des taux, l'impact résultant ici également de l'ampleur et de la rapidité de cette évolution ainsi que de l'environnement économique général. Les valorisations des actions diminueraient aussi vraisemblablement – au moins temporairement. En contexte d'augmentation des taux d'intérêt, il faut donc s'attendre à une volatilité accrue de l'ensemble du portefeuille.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Un grand merci à Julia Braun, du secteur Conseil en stratégie pour investisseurs institutionnels du Credit Suisse, pour son soutien lors de l'élaboration des simulations de portefeuille.

Le taux de couverture baisse aussi initialement, …

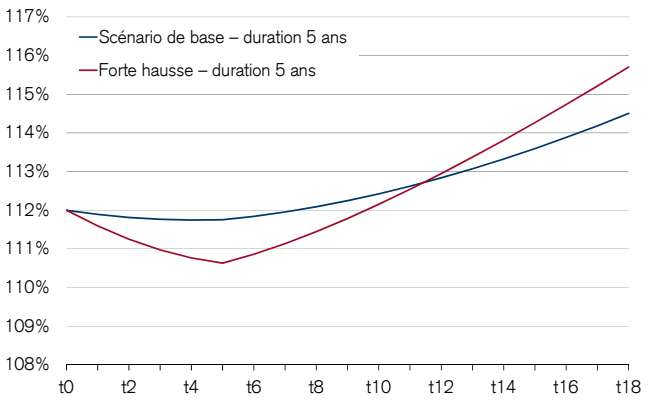
Taux de couverture technique en %; axe x: temps en années



Source: Credit Suisse

… mais dans une mesure limitée

Taux de couverture technique en %; axe x: temps en années



Source: Credit Suisse

Placements

Les titres suisses décrocheraient en cas de forte hausse des taux

Dans un scénario de croissance mondiale entraînant une hausse marquée des taux d'intérêt en Suisse, les actions (étrangères surtout) s'envoleraient, tandis que les emprunts helvétiques se replieraient.

Une hausse plus forte des taux en Suisse dope la zone euro

En Suisse, les taux d'intérêt sont aussi déterminés par l'évolution des taux et de l'économie à l'étranger. Une hausse des taux ne concernant que notre pays serait par conséquent très improbable. Mais pour montrer comment les titres d'un portefeuille suisse classique se comporteraient face à une envolée des taux, nous supposons un scénario de forte croissance économique mondiale sur les 5 prochaines années, incitant les banques centrales à durcir leur politique monétaire. En pareil contexte, la BNS relèverait progressivement son taux directeur d'environ 2 points de pourcentage – donc bien plus énergiquement que dans notre scénario de base.

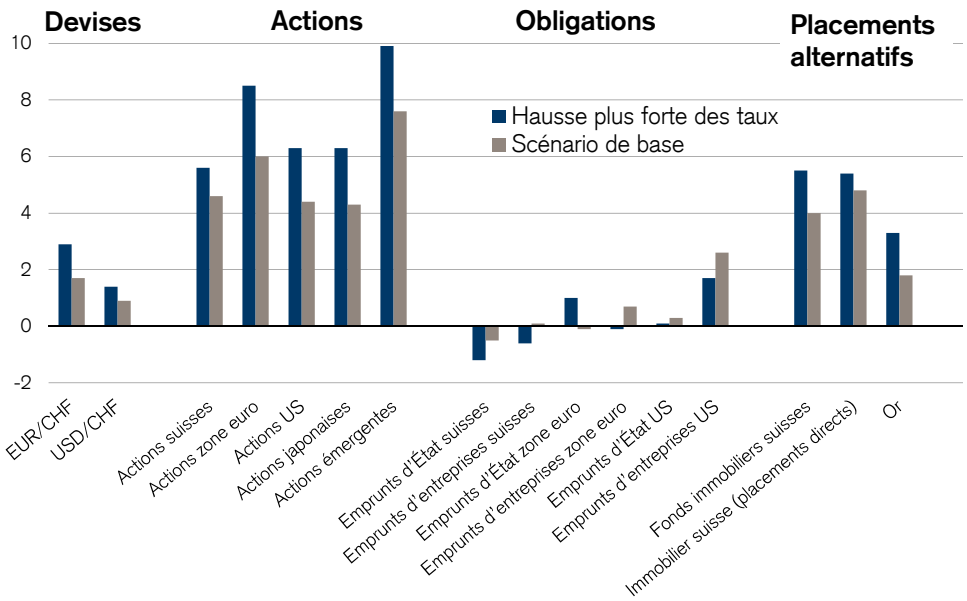
Les actions étrangères seraient les plus attractives pour les investisseurs suisses

Dans un scénario de forte croissance et malgré l'augmentation des taux, le CHF se déprécierait nettement (fig.) sous l'effet du besoin réduit de «valeurs refuges». Les actions étrangères et plus cycliques surperformeraient, avec des rendements plus élevés que dans le scénario de base d'environ 2 points de pourcentage par an selon nos estimations – contre 1 point de pourcentage seulement pour les actions suisses. Les rendements obligataires pâtiraient quant à eux d'une hausse des taux. Seuls les emprunts d'État de la zone euro dégageraient de meilleurs résultats que dans le scénario de base en cas d'envolée des taux puisque les coupons supérieurs surcompenseraient les pertes sur cours. Les obligations de la Confédération seraient en revanche particulièrement affectées. Les fonds immobiliers suisses devraient se comporter de manière similaire aux actions, tandis que les placements directs ne progresseraient que peu par rapport au scénario de base malgré l'accélération de l'expansion économique. Dans un contexte de croissance plus soutenue et de hausse des taux, les actions étrangères semblent donc extrêmement attrayantes, surtout en raison de l'affaiblissement prévisible du CHF.

lukas.gehrig@credit-suisse.com

La croissance profite le plus aux actions

Rendements annuels moyens en monnaie locale attendus sur 2018–2022 par scénario, en %



Source: Credit Suisse

Branches I Moniteur

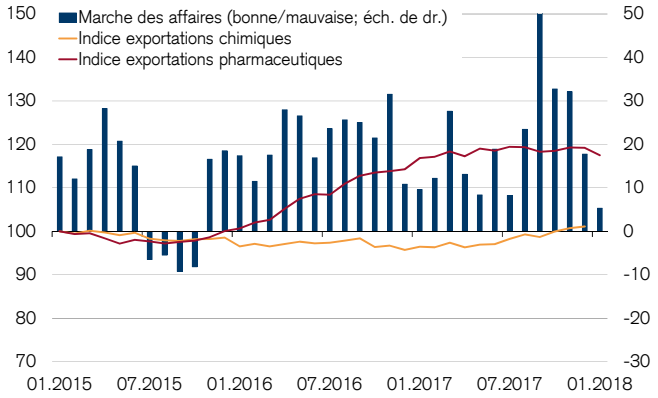
Industrie chimico-pharmaceutique

Les exportations ont connu une progression dynamique dans la chimie (T4: +11% en glissement annuel) et une croissance comparativement atone dans le secteur pharmaceutique (+3%) au changement d'année. La marche des affaires recensée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) s'est de nouveau quelque peu détériorée dans l'industrie chimico-pharmaceutique, tout en demeurant satisfaisante à bonne. Cette évolution devrait se poursuivre dans le courant de l'année 2018: au vu de la robuste conjoncture mondiale, la chimie – plus cyclique – va probablement continuer de connaître une croissance relativement soutenue. Inversement, les chiffres d'affaires devraient rester inférieurs à la moyenne à long terme dans la pharmacie suite à l'expiration de brevets importants.

andreas.christen@credit-suisse.com

Exportations: chimie dynamique, pharmacie en stagnation

Exportations: moyenne sur 12 mois; indice: janvier 2015 = 100; marche des affaires: part des entreprises interrogées, soldes en points de pourcentage



Source: Administration fédérale des douanes, Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, Credit Suisse

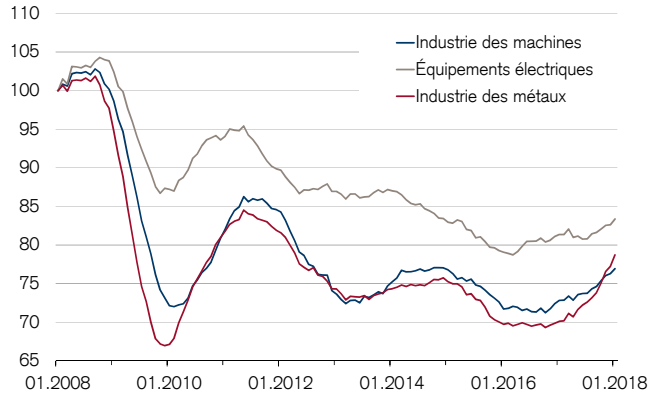
Industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM)

Grâce à la robuste croissance de l'économie mondiale et à l'affaiblissement du CHF, l'industrie MEM a fait montre d'une belle vigueur au changement d'année (exportations: +10,5% en glissement annuel entre novembre 2017 et janvier 2018). Les exportations ont le plus progressé dans la branche des métaux (+21,1%), ce qui s'explique en partie par la forte hausse des prix des métaux industriels sur les marchés mondiaux. La reprise profite désormais également aux entreprises métallurgiques orientées sur le marché national, qui pour la plupart jugent la marche de leurs affaires satisfaisante à bonne depuis l'automne 2017. Les attentes des entreprises pour les prochains trimestres sont majoritairement positives dans tous les secteurs MEM.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Maintien du cap de la croissance pour tous les secteurs

Exportations: moyenne sur 12 mois; indice: janvier 2008 = 100



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

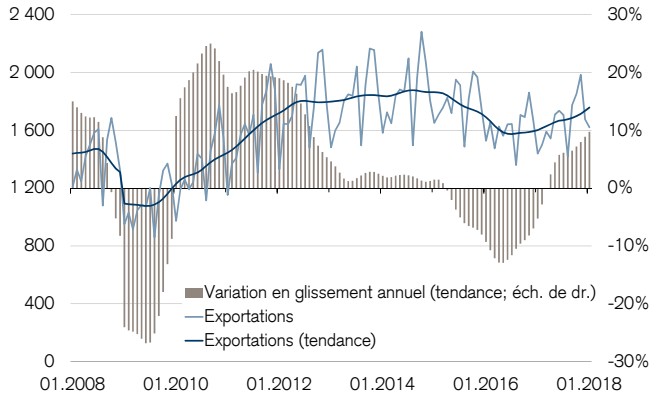
Industrie horlogère

Les exportations de montres ont poursuivi leur rebond sur les mois passés (nov. 2017–janv. 2018: +6,4% en glissement annuel). La tendance haussière s'est même accélérée par rapport aux précédents mois. Les impulsions sont venues des principaux débouchés asiatiques (Chine, Hong Kong, Japon), mais les exportations à destination des États-Unis ont encore fléchi. Autre ombre au tableau: la croissance est surtout alimentée par les prix. Le nombre de montres exportées a en effet diminué en glissement annuel, en particulier sur le segment de prix inférieur. Cela dit, les perspectives pour les prochains trimestres sont globalement positives. Selon les enquêtes, les commandes ont augmenté sur les derniers mois, ce qui devrait entraîner la production à la hausse.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Retour sur la voie de la croissance en 2017

Exportations (mensuelles) en mio. CHF, variation en gliss. annuel, en % (tendance)



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

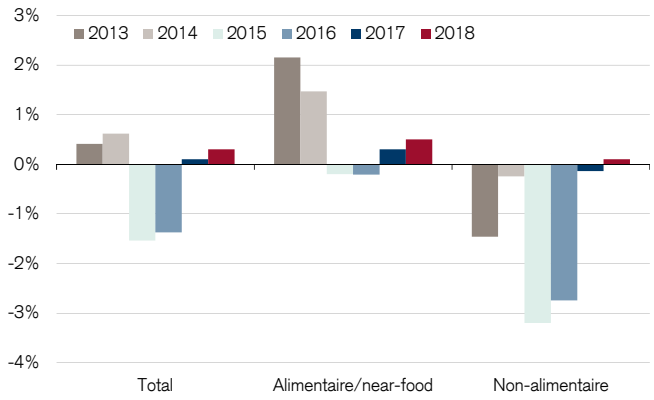
Commerce de détail

Le commerce de détail suisse compte parmi les dernières branches à avoir surmonté le choc du franc de 2015. L'appréciation de l'EUR ainsi que l'amélioration notable de la confiance des consommateurs ont contribué à endiguer le recul des chiffres d'affaires dans la branche. Les conditions monétaires plus favorables et le climat de consommation positif vont selon nous perdurer et entraîner une légère hausse des chiffres d'affaires du commerce de détail en 2018 (prévision: +0,3% en glissement annuel). Le segment non alimentaire devrait cependant continuer de perdre des parts de marché au profit des fournisseurs en ligne étrangers en plein essor.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Légère hausse des chiffres d'affaires attendue en 2018

CA (nominaux) du commerce de détail, variation en glissement annuel, en %



Source: GfK, Credit Suisse; 2018: prévisions Credit Suisse

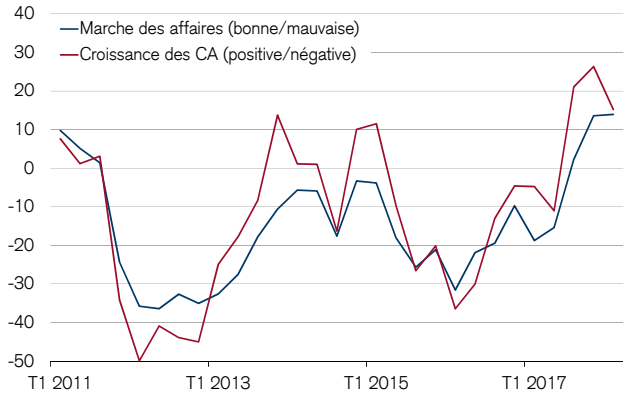
Hôtellerie-restauration

Le tourisme suisse poursuit son rebond. Certes, les prix des nuitées n'ont pas sensiblement augmenté, mais la fréquentation de clients suisses et étrangers en hausse a eu un impact positif sur les chiffres d'affaires de nombreux hôtels. Dans l'arc alpin notamment, où le tourisme d'hiver demeure la principale source de revenus, l'appréciation de l'EUR et les conditions d'enneigement idéales ont dopé le sentiment. Pour un redressement durable de la situation dans les stations de sports d'hiver, les établissements d'hébergement et les remontées mécaniques ont toutefois encore besoin de deux ou trois saisons hivernales dynamiques.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Merci à l'euro et à la neige!

Hébergement: CA par rapport au même trimestre de l'année précédente et marche des affaires; part des entreprises interrogées, soldes en points de pourcentage



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

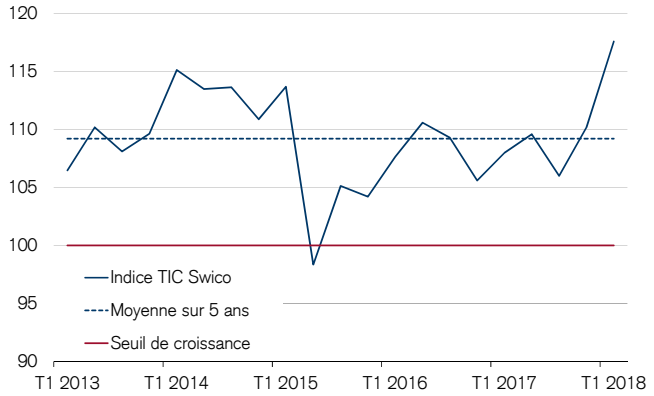
Technologies de l'information (TI)

La marche des affaires s'est de nouveau améliorée dans l'industrie des TI ces derniers mois. Au 1er trimestre 2018, l'indice TIC Swico, qui résume les attentes des entreprises helvétiques des TI en termes de chiffres d'affaires, de commandes et de marges pour le trimestre en cours, atteignait son plus haut niveau depuis 2011. La tendance durable à la numérisation devrait stimuler la demande de services informatiques en 2018 également. L'embellie économique en Suisse profite également au secteur des TI: sous l'effet de la reprise dans les principales branches de débouché (industrie p. ex.), les clients devraient cette année disposer de budgets plus conséquents à investir dans les infrastructures informatiques.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Entreprises très confiantes en début d'année

Indice de confiance: > 100 = amélioration; < 100 = détérioration, en gliss. trimestriel



Source: Swico, Credit Suisse

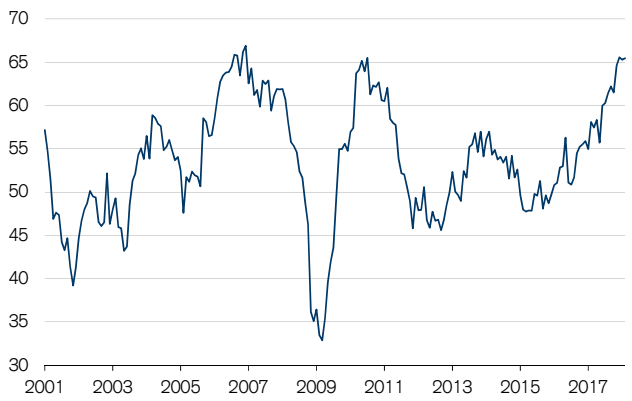
Indicateurs avancés du Credit Suisse

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.

Conjoncture industrielle

Indice PMI > 50 = croissance



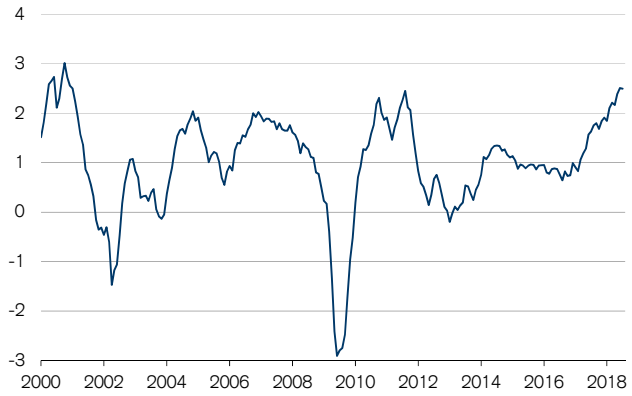
Source: procure.ch, Credit Suisse

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.

Exportations

En écarts types, valeurs > 0 = croissance



Source: PMIPremium, Credit Suisse

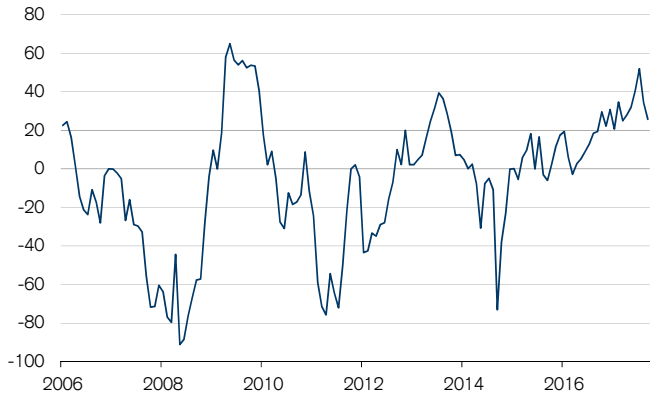
Indice CS-CFA Society Suisse

Les analystes financiers mesurent les pulsations même de l'économie. En collaboration avec la CFA Society Switzerland, le Credit Suisse mène depuis 2017 un sondage mensuel auprès de ces observateurs privilégiés: le Financial Market Survey Switzerland[1]. 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 CS-CFA Society Switzerland à proprement parler représente le solde des attentes quant à l'évolution conjoncturelle en Suisse pour les six prochains mois.

[1] publié de 2006 à 2016 sous le nom d'indice Credit Suisse ZEW

Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



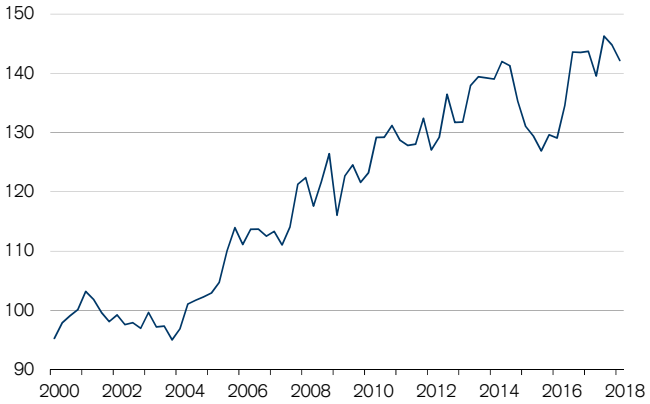
Source: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

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 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



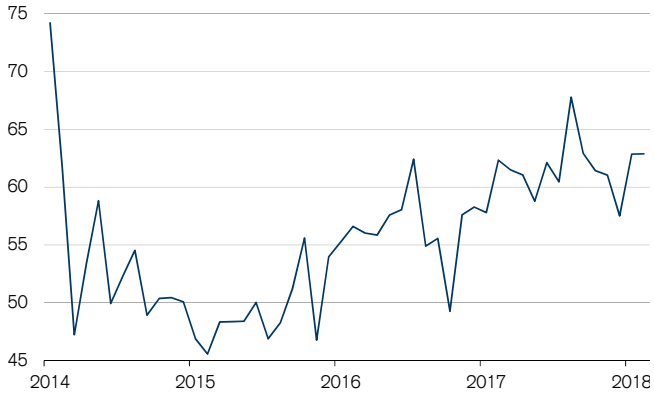
Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

PMI des services

Procure.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent à un accroissement. L'indice est établi sur la base d'une enquête réalisée auprès des responsables achats parmi les prestataires de services suisses. Les questions posées portent sur six composants: activité, nouvelles commandes, carnets de commandes, prix d'achat, prix de vente et effectifs.

Conjoncture des services

Indice PMI des services > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

L'indicateur de momentum conjoncturel

L'indicateur de momentum conjoncturel du Credit Suisse (Macro Momentum Indicator – MMI) compile l'évolution actuelle des principaux chiffres économiques suisses en une seule valeur. Pour ce faire, un indicateur standardisé de momentum est calculé sur la base des données issues des agrégats suivants: enquêtes conjoncturelles, consommation, marché du travail, octroi de crédits et exportations. Celui-ci est ensuite pondéré en fonction des corrélations de chaque agrégat avec l'évolution du PIB. Des valeurs supérieures/inférieures à zéro signifient que les indicateurs relatifs à l'économie suisse signalent une accélération/un ralentissement au cours des 3 derniers mois par rapport aux 6 mois écoulés.

Conjoncture

Source: Datastream, Credit Suisse

Prévisions et indicateurs

Prévisions pour l'économie suisse

	2018P T1	2018P T2	2018P T3	2018P T4	2019P T1	2019P T2	2019 T3	2019P T4	2018P	2019P
PIB (comparaison annuelle, en %)	2,3	2,4	2,2	1,9	1,8	1,7	1,5	1,7	2,2	1,7
Consommation privée	1,0	1,3	1,5	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Consommation publique	1,0	1,0	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Formation brute de capital fixe	2,6	2,7	2,8	4,4	2,1	2,1	2,1	2,1	3,2	2,1
Investissements de construction	1,4	1,4	1,4	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,4	0,4
Investissements d'équipement	3,0	3,5	3,6	6,0	3,0	3,0	3,0	3,0	4,0	3,0
Exportations (marchandises et prestations)	4,0	4,0	4,0	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5	4,0	3,5
Importations (marchandises et prestations)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,0	3,0	3,0	3,5	3,0
Inflation (en %)	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7
Chômage (en %)	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,9	2,8
Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %)	0,9	0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	1,2	1,2	1,0	1,2
Immigration nette (en milliers)									50	50
Croissance nominale annuelle des salaires (en %)									0,7	1,0
Balance des opérations courantes (en % du PIB)									7,1	7,4
Solde des comptes publics (en % du PIB)									0,0	
Taux d'endettement (en % du PIB)									41,0	

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

Prévisions pour l'économie mondiale

	Prévisions				Structure		Importance pour la Suisse	
Prévisions	**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 %
	2018	2019	2018	2019	2016	2017	2017	2017
Monde	3,5	3,2	2,6	2,4	7 442	79 281	100	100
Etats-Unis	2,9	2,4	2,3	2,0	323	19 362	15,3	6,8
Zone euro	2,6	2,2	1,6	1,6	340	12 526	44,1	63,4
Allemagne	2,7	2,2	1,6	1,8	82	3 652	18,7	28,2
France	2,2	1,7	1,6	1,1	65	2 575	6,2	7,9
Italie	1,9	1,5	1,4	1,6	61	1 921	6,1	9,7
Royaume-Uni	1,8	1,6	2,5	2,1	66	2 565	5,1	3,3
Japon	1,3	1,1	0,6	1,0	127	4 884	3,3	1,9
Chine	6,5	6,2	2,5	2,0	1 383	11 938	5,2	7,0

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 %)	–0,74	–0,8 à –0,6	–0,6 à –0,4	Masse monétaire M0 (mrd CHF)	548,4	557,7	542,1
Marge de fluctuation BNS (en %)	–1,25 à –0,25	–1,25 à –0,25	–1,00 à –0,00	Masse monétaire M1 (%, comparaison annuelle)	7,6	7,3	6,1
Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %)	0,10	0,1-0,3	0,3-0,5	Masse monétaire M2 (%, comparaison annuelle)	4,3	4,0	3,8
				Masse monétaire M3 (%, comparaison annuelle)	4,1	3,6	3,0
				Réserves en devises (mrd CHF)	759,7	790,1	674,5

Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Avertissement sur les risques

Chaque investissement implique des risques, notamment en matière de fluctuations de valeur et de rendement. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu.

Pour une discussion sur les risques afférents aux placements dans les titres mentionnés dans ce rapport, veuillez consulter ce lien Internet: **https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure**

Le présent rapport comporte des informations concernant des placements impliquant des risques particuliers. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basée sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques particuliers dans le négoce de titres» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Des commissions, des frais ou toute autre charge comme les fluctuations du taux de change peuvent avoir des répercussions sur les performances.

Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent aucune garantie de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres.

Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

Marchés émergents

Lorsque le présent rapport traite des marchés émergents, vous devez avoir conscience qu'il existe un certain nombre de risques et d'incertitudes inhérents aux investissements et transactions dans différents types de placements ou, relatifs ou liés, aux émetteurs et débiteurs constitués en société, implantés ou exerçant des activités commerciales sur les marchés des pays émergents. Les placements relatifs aux marchés des pays émergents peuvent être considérés comme des placements spéculatifs et leur cours seront bien plus volatils que le cours des placements concernant les marchés des pays les plus développés. Les investissements dans des placements relatifs aux marchés émergents sont destinés uniquement aux investisseurs avertis ou professionnels expérimentés qui connaissent les marchés en question, sont capables d'apprécier et de tenir compte des divers risques inhérents à ce type de placements et possèdent les ressources financières nécessaires pour supporter le risque substantiel de perte d'investissement inhérent à ce type de placements. Il vous incombe de gérer les risques liés à tout placement relatif aux marchés des pays émergents et l'affectation des actifs de votre portefeuille. Vous devriez demander l'avis de vos conseillers concernant les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale.

Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

Risques de taux d'intérêt de crédit

La valeur d'une obligation dépend de la solvabilité de l'émetteur et/ou du garant (le cas échéant), laquelle peut changer sur la durée de l'obligation. En cas de défaillance de l'émetteur et/ou du garant de l'obligation, celle-ci ou tout revenu en découlant n'est pas garanti(e) et vous pouvez perdre tout ou partie de l'investissement initial.

Département Investment Strategy

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

Les stratèges en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Les recommandations contenues dans le présent document sont des extraits des recommandations précédemment publiées par Credit Suisse Research et/ou des références à celles-ci. Pour les actions, il s'agit de la note relative à la société ou du résumé relatif à la société de l'émetteur. Les recommandations relatives aux obligations peuvent être consultées dans la publication Research Alert (bonds) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland respective. Ces documents sont disponibles sur demande ou sur **https://investment.credit-suisse.com**. Les notifications sont disponibles sur **www.credit-suisse.com/disclosure**

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.
Les références au Credit Suisse effectuées dans ce rapport comprennent Credit Suisse AG, la banque suisse, ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant:
http://www.credit-suisse.com

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

Entités distributrices

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

d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Arabie saoudite:** Ce document ne peut pas être distribué dans le Royaume sauf aux personnes autorisées conformément aux réglementations relatives aux fonds de placement. Credit Suisse Saudi Arabia porte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document et confirme avoir fait toutes les vérifications raisonnablement nécessaires avec le plus grand soin et en toute bonne foi, et qu'il n'y a pas d'autres faits dont l'omission pourrait rendre toute déclaration contenue dans le présent document comme trompeuse. L'Autorité des marchés financiers n'assume aucune responsabilité quant au contenu de ce document, ne saurait être tenue responsable ni de l'exactitude ni de son exhaustivité et décline expressément tout responsabilité quant aux pertes qui pourraient résulter ou être induites par l'utilisation d'une partie quelconque de celui-ci. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **EAU:** Ce document et les informations qu'il contient ne constituent en aucune façon une offre publique de valeurs mobilières aux Émirats Arabes Unis, et ils ne doivent par conséquent pas être interprétés comme tels. Les services ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs sophistiqués aux EAU qui (a) sont désireux et capables d'effectuer un examen indépendant des risques associés à l'investissement dans lesdits services et (b) y procèdent sur demande expresse de leur part. Les services n'ont pas été approuvés ou agréés par, ni enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, l'Autorité de supervision des marchés financiers ou toute autre autorité compétente ou agence gouvernementale des EAU. Ce document est réservé exclusivement à l'usage du destinataire nommé; il ne doit donc pas être remis ou montré à quiconque (à l'exception des employés, agents ou conseillers impliqués dans l'étude de l'investissement par le destinataire). Aucune transaction ne sera conclue aux EAU. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnisations prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS (AU SENS DE LA REGULATION S DU US SECURITIES ACT DE 1933 , DANS SA VERSION AMENDÉE).

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

18C011A_IS

Autres publications du Credit Suisse

Retail Outlook 2018

L'étude annuelle relative au commerce de détail suisse présente les perspectives conjoncturelles de la branche ainsi que les défis actuels auxquels elle doit faire face. Dans notre dossier spécial de cette année, nous examinons entre autres le comportement de mobilité en matière d'achats.

9 janvier 2018

Prévoyance vieillesse individuelle: épargne dans le pilier 3a en Suisse

L'étude se penche sur le comportement en matière de prévoyance de la population suisse, l'accent étant placé sur la prévoyance individuelle (pilier 3a).

22 janvier 2018

Marché immobilier 2018

Publiée chaque année, l'étude immobilière analyse les répercussions du contexte conjoncturel, les défis actuels ainsi que les mutations structurelles sur les principaux marchés immobiliers de Suisse.

27 février 2018

Taux de change et couverture des risques de change

La couverture des risques de change et la sécurité en matière de planification sont deux facteurs de préoccupation pour les PME suisses. Vous découvrirez dans notre publication les différentes stratégies dont elles disposent.

1er mars 2018

Le prochain Moniteur Suisse paraîtra le 19 juin 2018

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