

Les taux resteront encore négatifs

Moniteur Suisse | 4ème trimestre 2019



Éditeur: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Oliver Adler
Chef économiste Suisse
+41 44 333 09 61
oliver.adler@credit-suisse.com



Auteurs

Oliver Adler
Maxime Botteron
Sara Carnazzi Weber
Tiziana Hunziker
Emilie Gachet
Alexander Lohse
Claude Maurer
Thomas Rieder
Fabian Waltert



Commandes

Directement auprès de votre conseiller clientèle ou dans toute succursale du Credit Suisse



Participation

Vojo Gunevski
Ewelina Krankowska-Kedziora



Clôture de rédaction

5 décembre 2019



Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.
Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées.
Tous droits réservés.

Chère lectrice, cher lecteur,

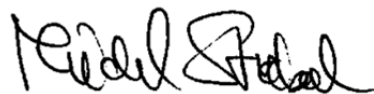
Le 15 janvier 2015 – il y a donc près de cinq ans –, la Banque nationale suisse (BNS) a annoncé qu'elle allait abaisser son taux directeur largement en deçà de zéro. Si, cinq ans avant cette journée à marquer d'une pierre blanche, quelqu'un s'était hasardé à prédire que les taux d'intérêt tomberaient à un niveau aussi bas dans notre pays, il ou elle serait passé(e) pour un(e) illuminé(e)! Et pourtant: les taux des emprunts d'État suisses jusqu'à des échéances bien au-delà de 30 ans s'inscrivent aujourd'hui en territoire négatif, tout comme dans de nombreux autres pays européens.

L'article focus du présent Moniteur Suisse analyse en détail les causes et les conséquences des taux négatifs, d'autant plus que ce thème continue de faire l'objet de vifs débats dans la presse et le public. L'influence ou la marge de manœuvre de la BNS concernant la détermination des taux d'intérêt est beaucoup plus restreinte qu'on le pense généralement. En effet, la tendance à la baisse des taux d'intérêt est un phénomène mondial, qui perdure depuis plusieurs décennies et touche aussi le marché suisse. Une telle évolution résulte du recul de l'inflation – et en ce sens d'une politique restrictive, c'est-à-dire axée sur la stabilité monétaire, des banques centrales – ainsi que de la diminution des taux réels. Cette dernière découle entre autres du vieillissement démographique, de la croissance de la productivité en déclin, d'une forte propension à épargner d'origine cyclique et d'une demande d'investissement plutôt atone. Même les «grandes» banques centrales comme la Fed ou la BCE n'ont qu'une influence temporaire sur ces composantes réelles des taux d'intérêt.

Par ailleurs, la BNS se trouve confrontée au «trilemme monétaire»: elle doit choisir entre le pilotage des taux directeurs et celui du cours de change, dès lors qu'elle ne veut pas – troisième possibilité – entraver les mouvements de capitaux entre l'étranger et la Suisse. Cette dernière mesure serait extrêmement préjudiciable pour l'économie et la place financière helvétiques. L'hypothèse que la BNS puisse opter pour la «libération» du cours de change nous semble pour l'heure prématurée. Au vu de la conjoncture toujours fragile dans le monde et en Europe, le risque serait trop important pour une grande partie de notre industrie d'exportation. En pareil cas, il serait de plus improbable que les taux d'intérêt à long terme augmentent et que les opportunités de rendement s'améliorent en conséquence pour nos caisses de pension par exemple.

Il paraît ainsi d'autant plus important de résoudre résolument et rapidement les problèmes structurels aggravés par les faibles taux, notamment dans le système suisse de rentes – ce en quoi la BNS ne peut pas aider.

Nous vous remercions de votre intérêt et de vos commentaires, et vous adressons nos meilleurs vœux pour la nouvelle année.



Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer



Oliver Adler
Chef économiste Suisse

Contexte mondial	5
Conjoncture suisse	6
Croissance modérée du PIB en 2020 également	
À 1,4%, la croissance économique sera certes sans doute plus élevée en 2020 qu'en 2019 (0,9%), mais la tenue de grands événements sportifs fait en sorte que l'accélération est surestimée. L'industrie devrait néanmoins se stabiliser.	
Conjoncture Moniteur	7
Branches Moniteur	8
Focus – Taux négatifs	10
Les taux resteront encore négatifs	
Les taux négatifs en Suisse sont la conséquence de toute une série d'évolutions globales. Il n'existe aucun signe évident d'une politique monétaire trop expansionniste de la Banque nationale suisse (BNS). Cette dernière devrait continuer à lutter contre une trop forte appréciation du franc par le biais de taux négatifs et d'interventions sporadiques sur le marché des changes tant que la conjoncture des principaux partenaires commerciaux de la Suisse ne s'améliore pas sensiblement.	
Politique monétaire	18
Plus de bénéfices distribués?	
Nous estimons que les réserves de devises de la BNS généreront des rendements de 18–20 mrd CHF par an (p.a.) sur les 5 prochaines années, tandis que la perte attendue atteindrait 75 mrd CHF dans le pire scénario. Une augmentation de la distribution annuelle aux cantons et à la Confédération pourrait néanmoins être envisagée selon nous.	
Immobilier Moniteur	20
Indicateurs avancés du Credit Suisse	21
Prévisions et indicateurs	23

Contexte mondial

Europe

L'Europe a lourdement pâti de la faiblesse de la production industrielle mondiale, tandis que les crises internes, p. ex. dans l'industrie automobile ou en conséquence du Brexit, pèsent sur sa croissance économique. La détente que nous anticipons devrait donc avoir un effet positif sensible. En outre, les perspectives demeurent favorables pour la consommation: le recul du chômage et la hausse des salaires réels dopent la propension à acheter des ménages. L'assouplissement de la politique monétaire de la BCE s'inscrit également en soutien et même des pays comme l'Allemagne envisagent d'augmenter leurs dépenses publiques.

claud.maurer@credit-suisse.com

États-Unis

Le conflit commercial sino-américain pénalise les échanges internationaux. La production industrielle mondiale a en effet connu ses plus forts replis immédiatement après les hausses de droits de douane. Les différends ne semblent toutefois pas affecter outre mesure le moral des sociétés américaines, puisque l'indicateur de marche des affaires des petites entreprises demeure largement supérieur à sa moyenne. Grâce à sa politique monétaire plus expansionniste, la Fed soutient la relative robustesse de l'économie du pays, mais entend marquer une pause après trois abaissements de taux en 2019.

claud.maurer@credit-suisse.com

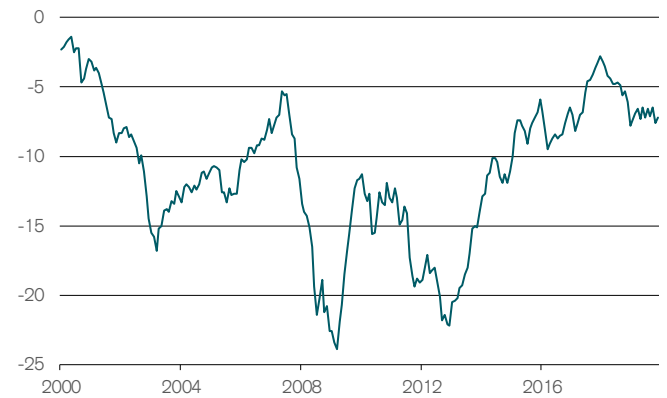
Chine

La croissance chinoise va probablement de nouveau légèrement ralentir en 2020 – évolution imputable non seulement au conflit commercial avec les États-Unis, mais aussi à l'affaiblissement de la consommation dans le pays. Les ventes d'automobiles s'inscrivent p. ex. en repli depuis environ un an en Chine. La banque centrale et le gouvernement devraient cependant contrer tout tassement marqué de la croissance à l'aide de mesures visant à stimuler le crédit et/ou d'assouplissement.

claud.maurer@credit-suisse.com

Optimisme au sein des ménages

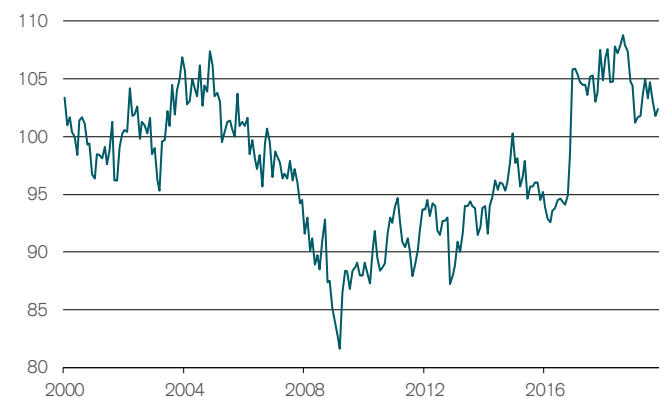
Climat de consommation, indice



Source: Datastream, Credit Suisse

Petites entreprises toujours optimistes

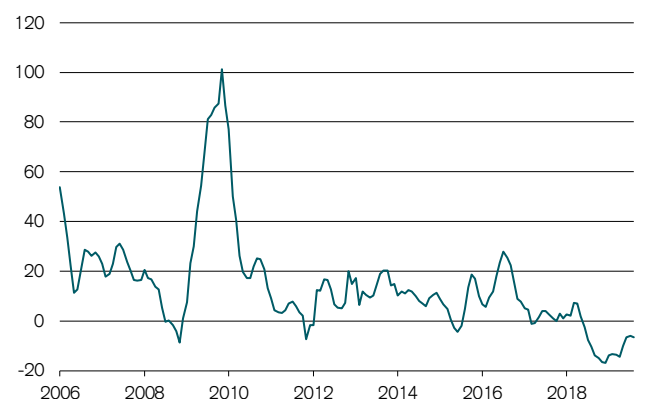
Indicateur de marche des affaires des petites entreprises américaines



Source: Datastream, Credit Suisse

Repli des ventes d'automobiles

Évolution des ventes d'automobiles en Chine, en glissement annuel, moyenne mobile sur 3 mois, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

Croissance modérée du PIB en 2020 également

À 1,4%, la croissance économique sera certes sans doute plus élevée en 2020 qu'en 2019 (0,9%), mais la tenue de grands événements sportifs fait en sorte que l'accélération est surestimée. L'industrie devrait néanmoins se stabiliser.

Croissance sur une base tenue au 3^e trimestre 2019

Avec +0,4% en glissement trimestriel, l'économie suisse a signé une croissance étonnamment forte au 3^e trimestre 2019 – mais qui était presque exclusivement attribuable à l'industrie pharmaceutique en plein essor ainsi qu'au niveau sans précédent des exportations d'électricité, les bassins d'accumulation ayant été bien remplis grâce à l'abondance de neige en hiver. Pour le reste, notre économie n'a connu qu'une faible expansion et le secteur des biens d'investissement s'est même replié. Dans ce contexte, nous abaïssons notre prévision de croissance du PIB de 1,1% à 0,9% pour 2019.

L'industrie devrait se stabiliser en 2020; la consommation s'inscrit toujours en soutien

Nous anticipons une progression du PIB de 1,4% en 2020. La situation devrait se stabiliser dans le secteur des biens d'investissement. L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour l'industrie que nous établissons en collaboration avec procure.ch ne s'inscrit plus que légèrement sous le seuil de croissance et des signes d'amélioration de la demande étrangère sont décelables (p. 5). Simultanément, la croissance suisse est toujours alimentée par la consommation privée. Les ménages restent enclins à dépenser, d'autant plus que les inquiétudes quant à la sécurité du propre emploi n'ont guère augmenté puisque la situation sur le marché du travail demeure relativement robuste (fig.). Après le ralentissement temporaire de la conjoncture du bâtiment cette année, les investissements de construction devraient repartir à la hausse en 2020.

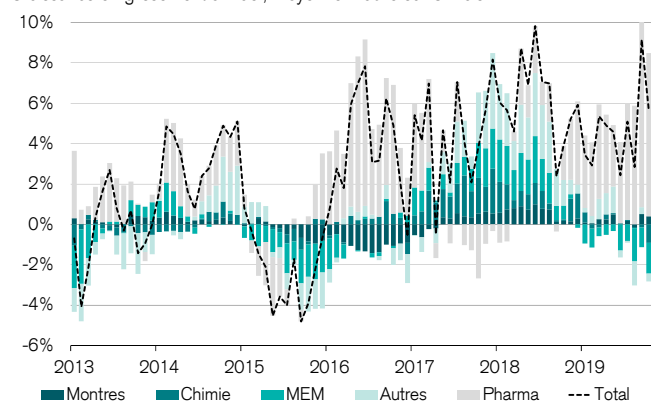
Accélération de la croissance statistiquement surévaluée

L'accélération de la croissance économique sous-jacente devrait cependant se révéler plus faible que le suggère la prévision. En 2020, les Jeux olympiques d'été et le Championnat d'Europe de football dopèrent le PIB suisse de près de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'année 2019, marquée par l'absence de grands événements sportifs. Ces manifestations stimulent la croissance étant donné que les fédérations sportives internationales respectives (CIO et UEFA) ont leur siège en Suisse et que leurs recettes entrent dans le calcul du PIB helvétique, même si les activités se déroulent en dehors du pays.

claude.maurer@credit-suisse.com

Recul des exportations de l'industrie MEM

Croissance en glissement annuel, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Attentes vis-à-vis du marché du travail toujours assez positives

Évaluation des consommateurs interrogés quant à la sécurité de leur propre emploi



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

Inflation

Jusqu'à nouvel ordre, nous anticipons un recul des prix dans les secteurs de la santé et de la communication pour des motifs structurels. Au regard de la hausse des logements locatifs vacants, les loyers ne devraient guère continuer de progresser non plus. Les prix augmentent en revanche (bien que modérément) dans les domaines de l'entretien du ménage, des transports, des loisirs, de la culture ainsi que de l'éducation et de l'enseignement. Nous abaïssons légèrement notre prévision pour 2020 et tablons désormais sur un taux d'inflation moyen de 0,3% (auparavant: 0,5%). En 2019, le renchérissement devrait s'établir à 0,4% (estimation initiale: 0,5%).

maxime.botteron@credit-suisse.com

Marché du travail

Le marché du travail suisse se montre toujours robuste: au 3^e trimestre 2019, l'emploi s'inscrivait 1,1% au-dessus de son niveau de l'année précédente et atteignait ainsi un sommet historique. Simultanément, plus de 79 000 postes étaient à pourvoir, soit presque 10% de plus qu'un an auparavant. Cette hausse est toutefois presque exclusivement à porter au crédit du secteur tertiaire. L'emploi industriel a certes connu une évolution solide depuis le début de l'année malgré l'atonie de la demande d'exportations (3^e trimestre 2019: +1,2% en glissement annuel), mais les perspectives sont modérées au vu des résultats mitigés des différentes enquêtes.

emilie.gachet@credit-suisse.com

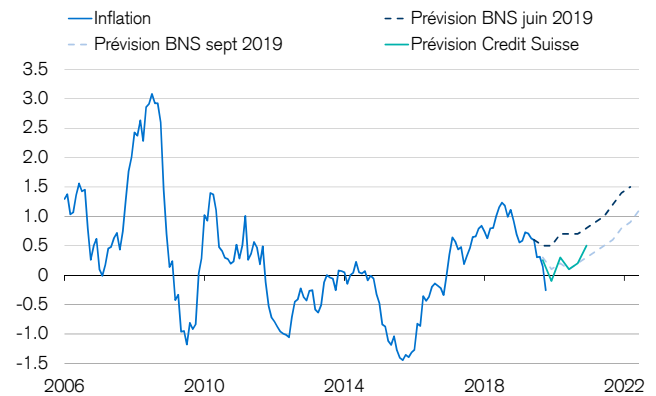
Immigration

L'immigration en Suisse présente une répartition inégale à l'échelle régionale. Presque la moitié de l'immigration nette se concentre sur les cantons de Zurich, de Genève et de Vaud, le premier attirant à lui seul près d'un quart des nouveaux arrivants étrangers. Suivent de loin les cantons d'Argovie (8%), de Berne (8%) et de Bâle-Ville (6%). Cette répartition n'est guère surprenante sachant que l'immigration est en grande partie conditionnée par l'emploi. Les immigrants internationaux ciblent par conséquent les principaux marchés du travail autour des grandes villes.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Taux d'inflation à peine positif

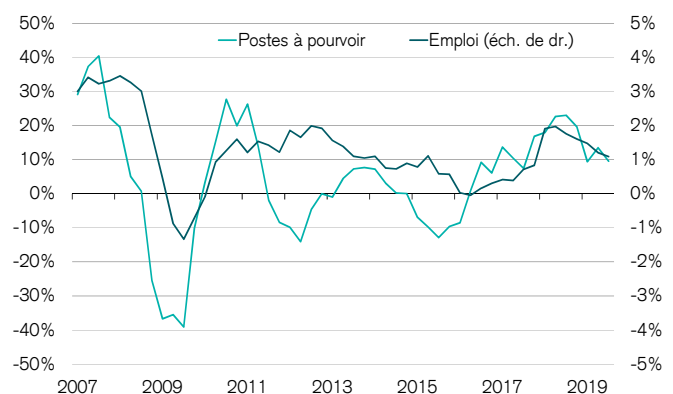
Taux d'inflation effectif et prévisions du Credit Suisse ainsi que de la BNS, en %



Source: Datastream, Banque nationale suisse (BNS), Credit Suisse

Léger tassement de la croissance de l'emploi

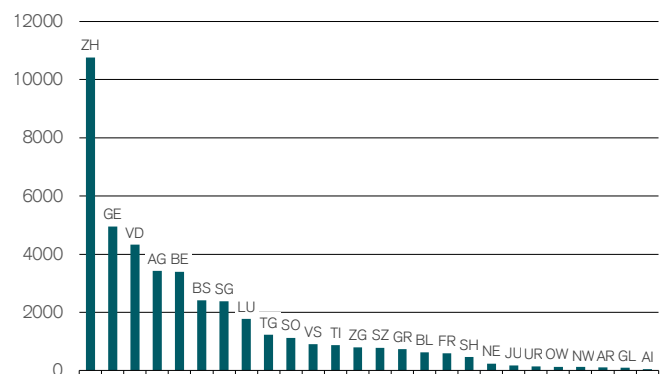
Emploi en équivalents plein temps et nombre de postes à pourvoir; variation en glissement annuel, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Zurich attire un quart des immigrants étrangers

Solde migratoire international, nombre de personnes, population résidente permanente (Suisse et étrangers), 2018



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Industrie pharmaceutique

L'industrie pharmaceutique est parvenue à augmenter ses exportations de plus de 22% en glissement annuel à l'été 2019, et ce, surtout grâce à la vigoureuse croissance enregistrée sur les débouchés que sont l'Allemagne et les États-Unis. L'industrie pharmaceutique a contribué à hauteur de 40% aux exportations totales helvétiques au 3^e trimestre. Les acquisitions planifiées ou concrétisées dans le domaine porteur de la thérapie génique ainsi que de nouveaux médicaments prometteurs devant arriver sur le marché dans les deux prochaines années devraient maintenir la branche sur la voie du succès.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Machines, équipements électriques et métaux (MEM)

Après un début d'année déjà en demi-teinte, la situation s'est encore dégradée pour les exportations de l'industrie MEM au 3^e trimestre 2019. Le climat dans l'industrie allemande – si importante pour la branche – s'est replié à un niveau digne d'une récession. Dans le même temps, les exportations suisses vers la Chine, l'Italie et la Grande-Bretagne ont également diminué. Nous n'anticipons qu'une reprise très progressive de la production industrielle mondiale et allemande, raison pour laquelle les conditions-cadres resteront difficiles pour l'industrie MEM.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

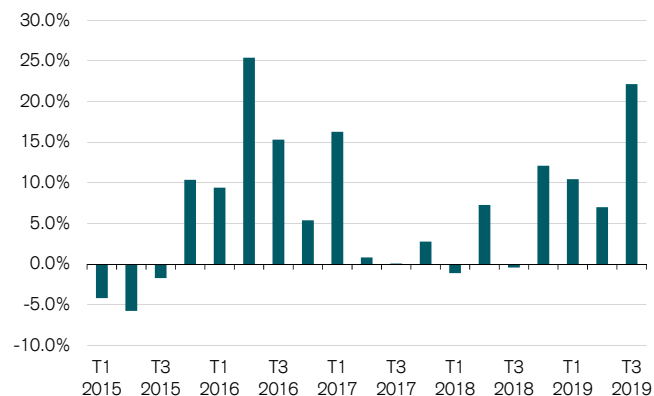
Industrie horlogère

Les exportations de montres suisses à destination de Hong Kong se sont effondrées en raison des émeutes sur place. Ce recul a cependant pu être compensé par une augmentation des exportations vers la Chine et Singapour, ce qui suggère que les Chinois achètent désormais leurs montres suisses en Chine continentale ou à l'occasion de séjours à Singapour. Quoiqu'il en soit, l'industrie horlogère n'a pas été en mesure d'égaliser ses robustes taux de croissance de 2018, les ventes sur les principaux marchés européens que sont l'Allemagne, la France et l'Italie s'étant également repliées.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Forte croissance au 3^e trimestre 2019

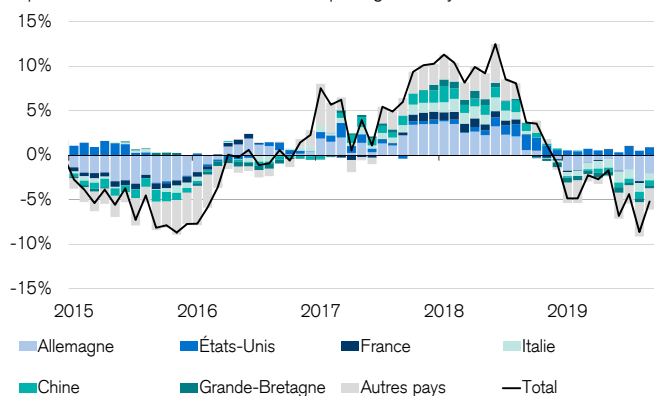
Exportations, croissance par rapport au même trimestre de l'année précédente



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Exportations pénalisées par l'atonie de l'industrie allemande

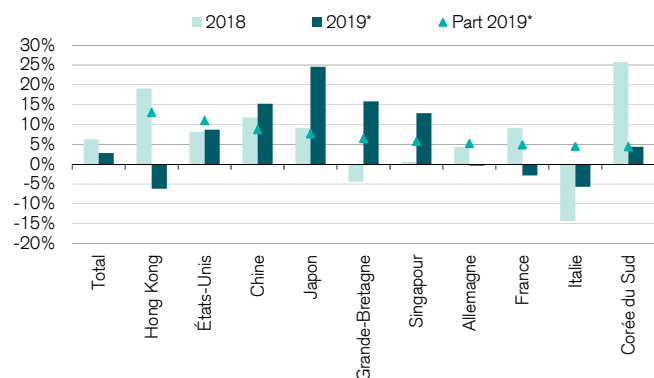
Exportations: contributions à la croissance par régions, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Repli à Hong Kong compensé

Exportations: variation en glissement annuel et part dans le total des exportations 2019



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse
*Janvier à septembre 2019

Commerce de détail

Le commerce de détail non alimentaire a enregistré la première progression de ses chiffres d'affaires nominaux (+0,7%) depuis le début 2017 au 3^e trimestre 2019, soutenue certes par des conditions climatiques favorables. L'évolution sur le front monétaire et donc du tourisme d'achat ainsi que le commerce en ligne continueront de constituer des défis pour les détaillants en 2020. Simultanément, la croissance démographique et l'augmentation du pouvoir d'achat – favorisée par la faible hausse des primes d'assurance-maladie (+0,2% en moyenne) – s'inscriront plutôt en soutien.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Tourisme

Après la hausse sensible des nuitées enregistrée cet été surtout grâce aux clients étrangers, la croissance s'est de nouveau ralentie à l'automne. Dans le même temps, les nuitées de clients suisses ont continué de progresser. Au vu du climat de consommation toujours optimiste dans notre pays (notamment en ce qui concerne la sécurité de l'emploi et la situation financière), cette tendance positive devrait selon nous se poursuivre. Le risque d'une propagation de l'atonie actuellement observable dans l'industrie au secteur tertiaire nous semble faible.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

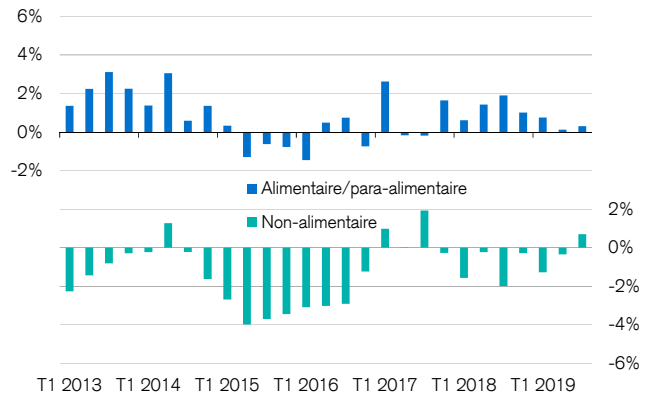
Technologies de l'information (TI)

Si la majorité des prestataires des TI interrogés par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) jugent toujours la marche de leurs affaires bonne ou au moins satisfaisante, la proportion de participants à l'enquête se disant optimistes a néanmoins chuté à son plus bas niveau en plusieurs années. La faiblesse du secteur industriel a certainement joué un rôle important dans cette détérioration. Tant qu'aucune reprise ne sera en vue sur ce marché de débouché majeur, les prestataires des TI vont sans doute continuer à faire montre de scepticisme s'agissant de la future marche de leurs affaires.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Bon 3^e trimestre 2019 pour les détaillants du non-alimentaire

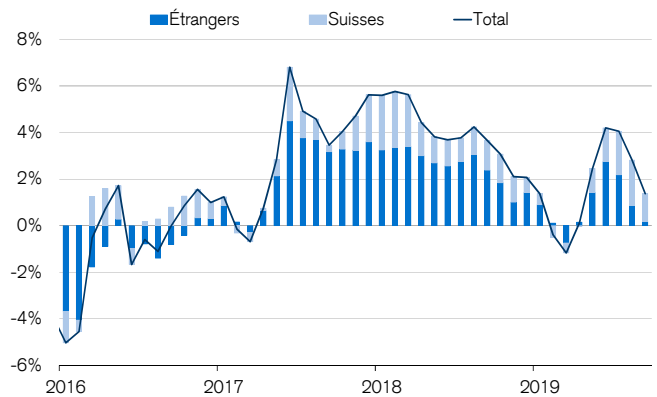
CA nominaux du commerce de détail; croissance par rapport au même trimestre de l'année précédente



Source: GfK, Credit Suisse

Clients étrangers: ralentissement de la croissance

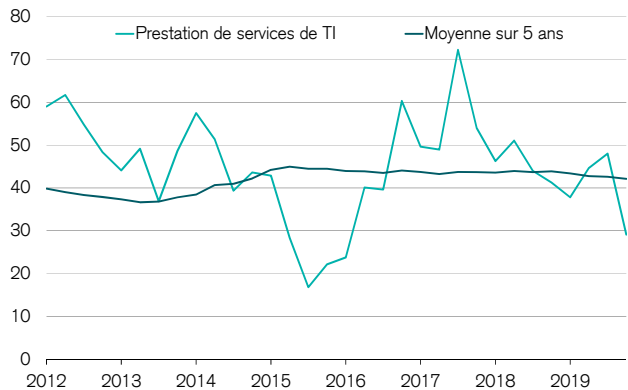
Nuitées par pays d'origine: contribution à la croissance, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Prestataires des TI nettement moins optimistes

Marché des affaires; part de prestataires des TI interrogés, soldes en points de pourcentage; valeurs trimestrielles



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

Les taux resteront encore négatifs

Les taux négatifs en Suisse sont la conséquence de toute une série d'évolutions globales. Il n'existe aucun signe évident d'une politique monétaire trop expansionniste de la Banque nationale suisse (BNS). Cette dernière devrait continuer à lutter contre une trop forte appréciation du franc par le biais de taux négatifs et d'interventions sporadiques sur le marché des changes tant que la conjoncture des principaux partenaires commerciaux de la Suisse ne s'améliore pas sensiblement.

La tendance à la baisse des taux d'intérêt est la conséquence de facteurs mondiaux

Tant les taux courts que longs s'inscrivent en repli à l'échelle mondiale depuis le début des années 1990 et les taux suisses ont presque exactement répliqué cette évolution (fig. 1). La baisse des taux longs a d'une part été le corollaire de la lutte contre l'inflation, qui avait fortement augmenté entre le milieu des années 1960 et la fin des années 1970. La féroce concurrence mondiale sur les marchés des marchandises, des services et de la main-d'œuvre y a sans doute également contribué. Les prévisions d'inflation des acteurs du marché semblent désormais «ancrées» à faible niveau, de sorte que la prime d'inflation anticipée dans les taux d'intérêt s'est réduite.

Tant la prime d'inflation que la composante des taux réels ont baissé

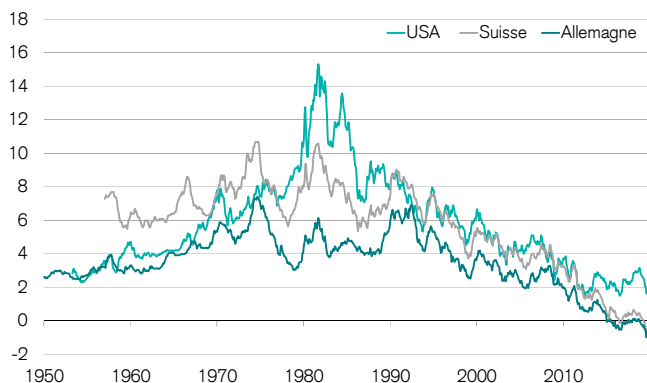
Dans le même temps, la composante des taux réels a en outre largement baissé, surtout depuis la crise financière. Les principales raisons sont le tassement de la dynamique d'expansion mondiale – elle-même conséquence partielle du vieillissement démographique et du ralentissement de la croissance de la productivité¹ – ainsi qu'une nette tendance à l'épargne d'origine cyclique («savings glut») et une demande d'investissements assez faible. La forte demande de placements sûrs, surtout d'emprunts d'État, a probablement aussi pesé sur les taux réels, même si l'offre de tels titres a sensiblement augmenté en raison de déficits publics importants.

Même les «grandes» banques centrales n'ont qu'une influence temporaire sur les taux réels

Fixés par les banques centrales, les taux courts suivent généralement la même évolution que les taux du marché, mais avec des écarts importants au cours du cycle conjoncturel (fig. 2). De plus, les importantes mesures d'assouplissement monétaire décidées par la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) en réponse à la crise financière mondiale et à la crise de l'euro semblent avoir accentué la baisse des taux à long terme. En revanche, les relèvements opérés par la Fed depuis 2017 ont contribué à une hausse au moins temporaire des taux longs américains.

Fig. 1: Taux en baisse depuis plusieurs décennies

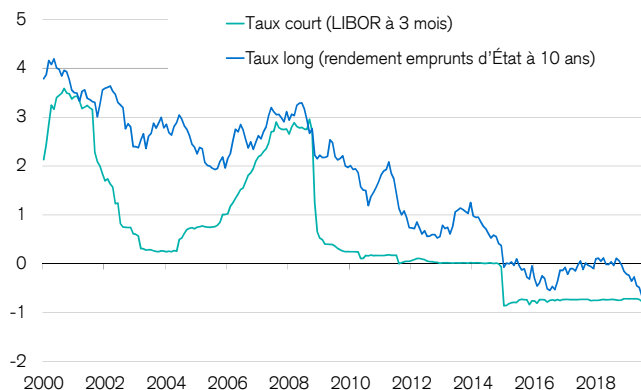
Rendements des emprunts d'État à 10 ans, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

Fig. 2: Taux courts: moteurs des taux longs?

En %



Source: BNS, Credit Suisse

¹ Cf. Monitor Suisse de décembre 2015

À plus longue échéance toutefois, les grandes banques centrales peuvent influencer uniquement sur l'inflation – et donc la prime d'inflation intégrée aux taux d'intérêt –, mais non sur les taux réels («neutralité» de politique monétaire). En Suisse, l'influence de la BNS sur les taux longs est selon nos analyses généralement faible en raison de la dominance des marchés mondiaux.

La politique monétaire davantage sous le feu de la critique depuis peu

Il est communément admis que les mesures d'assouplissement monétaire prises par les banques centrales après la crise financière et la crise de l'euro étaient nécessaires et ont porté leurs fruits. Ces derniers temps, les critiques envers la politique des banques centrales se sont cependant multipliées (notamment dans le nord de l'Europe), alors que ce n'est guère le cas aux États-Unis. Tous partagent en revanche la crainte que la politique monétaire puisse avoir perdu son impact sur la conjoncture et l'inflation. Et dans les faits, certaines banques centrales ratent leurs objectifs d'inflation depuis des années. L'inflation est inférieure à l'objectif de 2% surtout au Japon et dans la zone euro (dans le cas de la BCE, elle est «inférieure mais proche»). Aux États-Unis, le taux est certes à peu près au niveau ciblé, mais la Fed a tendance à relever son objectif d'inflation. Elle semble poursuivre un objectif «symétrique», dans le cadre duquel elle tolérerait non seulement un franchissement du seuil de 2%, mais le souhaiterait. L'idée derrière cette stratégie est de laisser temporairement surchauffer la conjoncture. Cela permettrait de relever les taux certes avec un certain décalage, mais plus vigoureusement, ce qui ménagerait plus de marge de manœuvre à la baisse en cas de récession.

Des baisses des taux plutôt que des relèvements

En pareil contexte, nous estimons peu probable tout relèvement des taux directeurs dans les principaux espaces monétaires. Comme nous tablons sur une légère accélération de la dynamique conjoncturelle mondiale, nos prévisions pour 2020 n'anticipent pas d'abaissements supplémentaires des taux par la Fed ou la BCE – bien que les risques baissiers semblent prédominer.

La politique monétaire de la BNS est-elle trop accommodante?

Dans notre pays, nombreuses sont les voix se demandant si la politique monétaire n'est pas trop accommodante. Si le degré de restriction ne peut ici être déterminé avec précision, l'on peut examiner différents indicateurs (cf. tableau de la page suivante) pour l'évaluer. La BNS ne poursuit pas un objectif précis de 2%, mais essaie de maintenir l'inflation dans une fourchette de 0% à 2% à moyen terme. Le taux d'inflation s'établissait certes à -0,1% en novembre, donc un peu en dessous de cette fourchette, mais les prévisions consensuelles tablent sur une légère hausse dans les mois à venir.

Le CHF est surévalué face à l'EUR

Un autre moyen d'évaluer la rigueur de la politique monétaire est l'examen des cours de change par rapport à une valeur jugée équilibrée ou «juste». La BNS ne considère aujourd'hui plus le franc comme «surévalué», mais comme présentant une «valorisation élevée». Selon nos estimations, le CHF est encore surévalué d'environ 10% par rapport à l'EUR, puisque la juste valeur calculée par le Credit Suisse pour la paire EUR/CHF est actuellement de 1.22. Aucune surévaluation n'est en revanche décelable face à l'USD. Certes, les estimations de juste valeur sont empreintes d'incertitudes et cette juste valeur des monnaies évolue avec le temps, comme nous l'avons expliqué dans l'une des dernières éditions du Moniteur Suisse². Nos analyses de l'époque montraient d'ailleurs aussi que la juste valeur du CHF varie fortement d'une branche à l'autre. Certains secteurs, comme l'industrie pharmaceutique, peuvent ainsi composer avec le cours actuel, alors que le cours de change «juste» pour la paire EUR/CHF se révèle nettement plus élevé dans d'autres.

L'estimation du taux d'équilibre indique une politique monétaire neutre, ...

Un troisième étalon utilisé pour mesurer le degré de restriction de la politique monétaire est le niveau des taux réels à court terme par rapport à une valeur d'équilibre – elle aussi modélisée. Une fois encore, cette méthode est empreinte d'incertitudes. Le modèle du Credit Suisse évalue la valeur d'équilibre actuelle des taux réels à court terme en Suisse à -0,6%, alors que le taux LIBOR réel à 3 mois est d'env. -0,5%. Cet indicateur signale donc une politique monétaire à peu près neutre de la BNS. Par contre, le «Monetary Conditions Index» (fig. 3), qui synthétise les écarts du cours de change et des taux d'intérêt par rapport à la juste valeur (ou valeur d'équilibre) dans un même indicateur fait plutôt état d'une politique monétaire restrictive de la BNS.

... tandis que la pente de la courbe des taux suggère plutôt une politique restrictive

Le quatrième indicateur, se fondant également sur les marchés financiers, est la pente de la courbe des taux – donc l'écart entre les taux courts et longs. Une courbe des taux inversée suggère ici une politique monétaire restrictive, parce que les marchés des taux anticipent dans ce cas un abaissement des taux directeurs. (Une inversion indique de plus un probable ralentissement conjoncturel, qui exige également une baisse des taux). Une courbe des taux plus raide est en

² Cf. Moniteur Suisse de juin 2019.

revanche symptomatique d'une politique accommodante. Au 1^{er} semestre 2019, les courbes des taux de nombreux marchés (Suisse comprise) ont commencé à s'inverser, ce qui signale donc une politique monétaire plus restrictive. Si les courbes se sont depuis un peu «redressées», elles restent relativement plates en comparaison historique, ce qui ne témoigne guère d'une politique monétaire accommodante.³

La croissance des crédits suggère plutôt une politique monétaire accommodante

Pour terminer notre énumération, la croissance de l'octroi de crédits par les banques et l'état même de la conjoncture peuvent également servir d'indicateur pour mesurer le degré de restriction de la politique monétaire. En Suisse, la croissance des crédits est restée nettement supérieure à celle de la conjoncture pendant plusieurs années. Selon les estimations de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'écart de crédit, donc la différence entre la croissance des crédits et la tendance à long terme, s'établit actuellement à presque 10% du produit intérieur brut (PIB). Selon cet indicateur, la politique monétaire a donc plutôt été trop accommodante ces dernières années. L'évolution conjoncturelle ne suggère en revanche pas de surchauffe de l'économie suisse. L'indice actuel des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière (niveau en novembre de 48,8 points) témoigne davantage d'un ralentissement conjoncturel, tandis que son pendant pour le secteur tertiaire (51,7) indique une expansion modérée. L'examen de l'ensemble de ces indicateurs indique que la politique de la BNS est actuellement neutre.

Degré de restriction de la politique monétaire

Indicateur	Valeur actuelle	Objectif/valeur d'équilibre	Degré de restriction de la politique monétaire
Taux d'inflation	-0,10%	0,0% – 2,0%	Restrictive
Prévision d'inflation (2020, CS)	0,30%	0,0% – 2,0%	Neutre
Taux réel court	-0,50%	-0,60%	Neutre
Taux nominal long	-0,60%	-0,50%	Neutre
Courbe des taux (3M–10A)	0,25%	1,00%	Neutre/restrictive
Monetary Conditions Index	1,30% – 2,20%	0,00%	Restrictive
Croissance	1,10%	0,90%	Neutre
Écart de crédit, en % du PIB	10,20%	0,00%	Expansionniste

Source: Bloomberg, Office fédéral de la statistique, Banque des règlements internationaux, Credit Suisse

La politique actuelle de la BNS est-elle efficace?

En Suisse comme à l'étranger, l'on se demande non seulement si la politique monétaire est trop accommodante, mais aussi si elle montre une quelconque efficacité. Certains dénoncent en outre un éventuel effet délétère des taux négatifs sur l'économie. (Les possibles répercussions des taux négatifs sont évoquées dans la deuxième partie du présent article, à partir de la page 15).

La BNS se concentre sur le cours de change depuis la crise financière

En Suisse également, l'objectif principal de la banque centrale est la stabilité des prix. Cela dit, la BNS doit aussi tenir compte de l'évolution conjoncturelle. Or, depuis la crise financière, ce sont surtout les tribulations internationales qui ont menacé la stabilité de l'économie helvétique. Ces facteurs mondiaux se sont entre autres répercutés sur notre économie sous la forme de fortes fluctuations des cours de change, ainsi que sur le niveau des prix. C'est la raison pour laquelle la BNS se concentre surtout sur la stabilisation du cours de change depuis la crise financière, en misant ici sur toute une série de mesures les plus diverses, comme l'abaissement des taux, les «interventions verbales», l'expansion de la masse monétaire, les interventions sur le marché des changes et – en septembre 2011 – l'introduction d'un cours de change plancher EUR/CHF.

Cours plancher EUR/CHF sous pression en raison de l'assouplissement de la BCE

L'assouplissement de la politique monétaire de la BCE (et l'abaissement de ses taux directeurs) a toutefois renforcé la pression à l'appréciation s'exerçant sur le franc. L'écart entre les taux sur les marchés monétaires en EUR et en CHF s'est de ce fait replié à des planchers historiques, et la BNS n'avait d'autre choix que d'intervenir de plus en plus souvent sur le marché des changes pour stabiliser l'EUR face au CHF. La BNS a abandonné le cours de change plancher EUR/CHF et abaissé les taux du marché monétaire en domaine négatif en janvier 2015. Depuis lors, elle tolère certes une marge de fluctuation du cours de change EUR/CHF, mais intervient toujours pour éviter de trop fortes envolées. Simultanément, la BNS ne manque pas de réaffirmer qu'elle baisserait encore ses taux si le besoin s'en faisait ressentir.

³ Les rachats massifs d'emprunts à échéances longues par les banques centrales («assouplissement quantitatif»), qui ont entraîné les taux longs à la baisse, pourraient avoir faussé la pertinence de la pente des courbes des taux en tant qu'indicateur.

Le rapport entre écart de taux et cours de change n'est pas stable, ...

L'une des questions centrales est donc de savoir si l'instrument des taux d'intérêt, c.-à-d. la «défense» de l'écart de taux entre les marchés monétaires en CHF et EUR, stabilise effectivement le cours de change. En se fondant sur la parité (couverte) des taux d'intérêt, cela semble peu probable, puisque les taux plus faibles en CHF impliquent une appréciation du franc sur le marché à terme. Dans les faits, les données ne font apparaître aucune interrelation tangible (fig. 4). À certaines périodes, une hausse de l'écart de taux entre EUR et CHF coïncide avec une dépréciation du CHF, alors qu'à d'autres, aucune interrelation n'est notable ou, au contraire, des écarts de taux plus marqués se sont accompagnés d'une appréciation du CHF. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle l'efficacité d'une politique monétaire axée sur l'écart de taux est souvent remise en question.

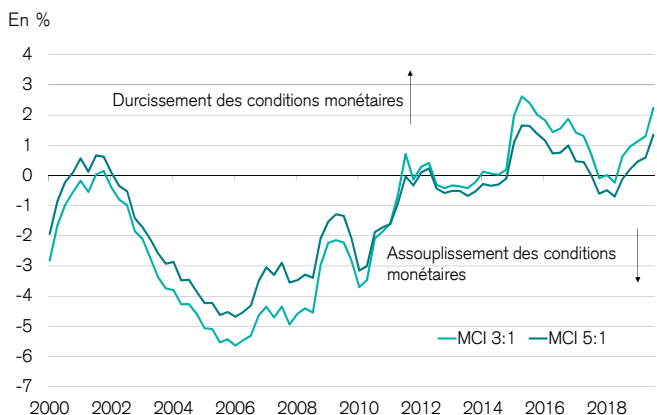
... parce que d'autres facteurs, surtout des risques globaux, influent fortement sur le cours du CHF

Cela dit, cette argumentation se révèle lacunaire pour deux raisons. Premièrement, la parité (couverte) des taux d'intérêt implique que seuls les creusements imprévus de l'écart de taux (p. ex. un abaissement non programmé des taux par la BNS) affaiblissent le franc.⁴ Deuxièmement, il existe d'autres facteurs qui influent sur le cours du CHF. En raison de ses caractéristiques de «valeur refuge», le CHF s'apprécie ainsi en cas de montée des incertitudes à l'échelle internationale, sans que l'écart de taux se modifie pour autant. Il est même possible que les afflux de capitaux vers le franc pèsent sur les taux d'intérêt suisses pendant de telles phases, et donc que l'écart de taux se creuse. Et nos tests économétriques confirment ces considérations: si l'on tient également compte de variables liées aux incertitudes sur les marchés financiers mondiaux et européens, la variation de l'écart de taux montre effectivement les effets escomptés.⁵ Globalement, la BNS semble donc toujours en mesure d'affaiblir le franc en augmentant l'écart de taux par rapport à la zone euro.

L'abandon des taux négatifs par la BNS n'est pour l'heure pas à l'ordre du jour

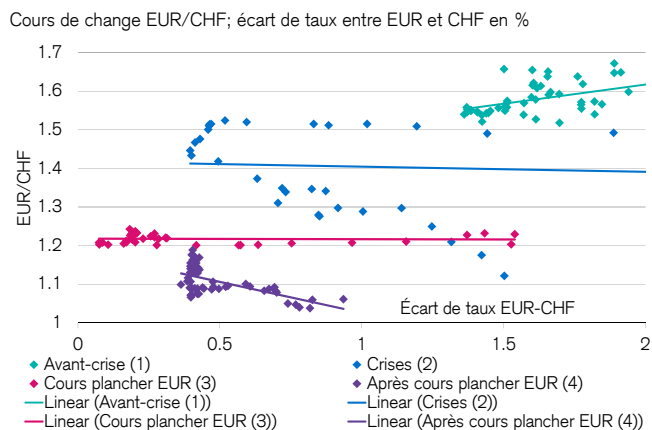
À l'inverse, un resserrement de l'écart de taux par un relèvement en cavalier seul de la BNS – surtout dans un contexte mondial encore incertain – entraînerait l'appréciation du franc. Paradoxalement, une telle mesure pourrait même faire diminuer les prévisions d'inflation dans notre pays, ce qui pourrait entraîner les taux longs à la baisse. Une sortie du «régime» actuel de politique monétaire ne semble donc envisageable que lorsque les taux sur les marchés internationaux des capitaux augmenteront et que la Fed ou la BCE relèveront leurs taux. Or, ce ne sera sans doute le cas que quand la croissance mondiale ou l'inflation s'accéléreront significativement – deux évolutions peu probables jusqu'à nouvel ordre. Un relèvement des taux par la seule BNS ne serait réaliste que si le franc venait à se déprécier fortement «de lui-même», une hypothèse possible uniquement dans un contexte global nettement plus stable.

Fig. 3: Monetary Conditions Index pour la Suisse



Source: Credit Suisse

Fig. 4: Cours de change EUR/CHF et écart de taux



Source: Datastream, Credit Suisse. (1) janv. 2004 – sept. 2008; (2) oct. 2008 – août 2011; (3) sept. 2011 – déc. 2014; (4) janv. 2015 – oct. 2019.

⁴ Comme évoqué ci-dessus, la parité des taux d'intérêt implique que seuls les creusements imprévus de l'écart de taux entraînent une dépréciation du CHF. Il se révèle cependant difficile d'établir une différence empirique entre variations prévues et imprévues.

⁵ Pour mesurer le degré d'incertitude régnant sur le marché financier, nous utilisons l'indicateur de volatilité VIX dans l'indice S&P 500 ainsi que l'écart de taux entre emprunts d'État italiens et allemands.

**Une politique
budgétaire plus
expansionniste
renforcerait le franc**

Cela dit, la BNS pourrait tolérer une nouvelle appréciation du franc dès que les conditions de politique monétaire en Suisse le permettraient, d'autant plus que la surévaluation du franc a pour l'heure tendance à se réduire. Le défi consisterait alors à éviter une poussée d'appréciation spéculative. Le régime flexible actuel en matière de cours de change de la BNS y serait toutefois moins sensible que le cours de change plancher fixe de l'époque. Selon nous, il n'existe actuellement guère d'alternative au maintien de la politique de taux négatif. Si l'on débat dans la zone euro au sujet d'une politique budgétaire plus expansionniste en remplacement ou en complément de la politique monétaire accommodante, une telle option nous semble peu judicieuse pour la Suisse. Même si la Suisse dispose d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante, toute décision politique en ce sens paraît improbable. Par ailleurs, une politique budgétaire plus expansionniste n'aurait un impact que très limité sur les taux d'intérêt suisses du fait de la dominance des taux des marchés des capitaux étrangers, et renforcerait sans doute encore le franc.

oliver.alder@credit-suisse.com
maxime.botteron@credit-suisse.com

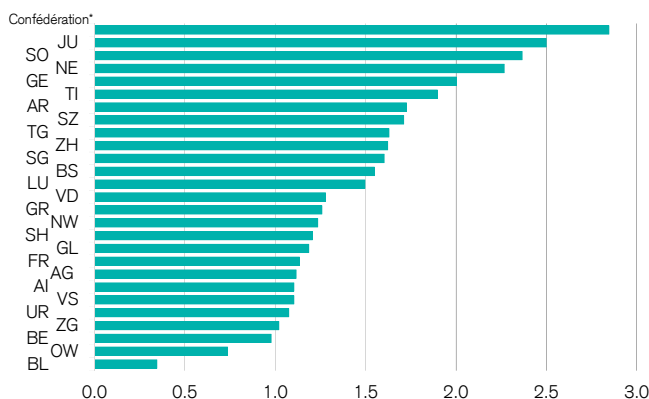
Focus – Taux négatifs

Finances publiques

L'État et les contribuables sont sans conteste les premiers à profiter des taux d'intérêt plus bas. Nous estimons que la Confédération et les cantons ont économisé près de 23 mrd CHF d'intérêts entre 2008 et 2017, dont 13 mrd CHF pour la seule Confédération. L'économie annuelle se situe entre 0,3% (canton de Bâle-Campagne et ses communes) et 2,8% (Confédération) des dépenses totales. Et les économies sont sans doute sous-évaluées dans les estimations, puisque les taux négatifs appliqués aux crédits que la Confédération et certains cantons peuvent souscrire sont difficiles à recenser.

Des milliards d'économie dans le secteur public

Économies annuelles estimées sur les intérêts versés, en % du total des dépenses 2017



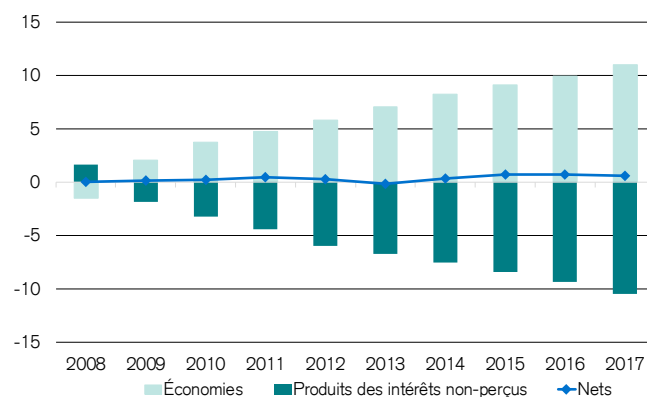
Source: Credit Suisse. *Pour 2018

Ménages

Les répercussions de la baisse des taux sur les ménages privés ne sont pas évidentes. D'une part, elle entraîne une diminution des intérêts versés sur les dettes (surtout hypothécaires). Selon nos estimations, les ménages ont ainsi économisé plus de 10 mrd CHF en 2017 par rapport à 2007. À l'opposé, ils doivent composer avec des revenus plus faibles sur leurs comptes d'épargne et obligations. Nous pensons que ces deux évolutions se compensent pour l'heure à peu près. Les ménages aux revenus plus élevés, capables de contracter des dettes, profitent davantage des taux bas. Ils se distinguent en outre par une tolérance aux risques accrue en matière de placements.

Impact neutre sur le ménage «moyen»

Impact annuel estimé des taux d'intérêt plus bas sur les ménages, en mrd CHF.



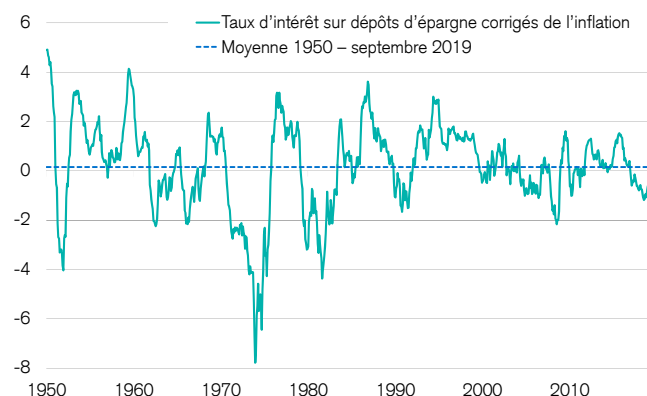
Source: Credit Suisse

Épargne

Comme évoqué ci-dessus, les ménages doivent composer avec une diminution de leurs revenus sur intérêts. Une bonne partie d'entre eux conserve la possibilité de placer au moins une partie de leur épargne dans des placements mieux rémunérés. Dans les faits, plus de la moitié de la fortune des ménages suisses est cependant détenue sous forme de dépôts bancaires. Corrigée de l'inflation, la rémunération à long terme des comptes d'épargne est proche de zéro, et ce, peu importe la politique de taux adoptée par la BNS.

Dépôts bancaires: rendements à long terme à peine positifs

En % par an



Source: BNS, Credit Suisse

Focus – Taux négatifs

Caisses de pension

Les très faibles rendements des obligations sont en passe de devenir un défi majeur pour les caisses de pension. Comme indiqué dans l'article principal, la BNS n'a toutefois que peu d'influence sur ces taux. Les répercussions directes de la politique de taux négatif se limitent aux liquidités détenues par les caisses de pension, soit actuellement environ 5% de leur fortune totale. Comme le montre le graphique, le rendement des caisses de pension n'est donc pas corrélé au taux directeur de la BNS. Le problème principal des caisses de pension (taux de conversion trop élevés et/ou âge de la retraite trop bas) est accentué par la politique de taux bas.

Investissements de construction

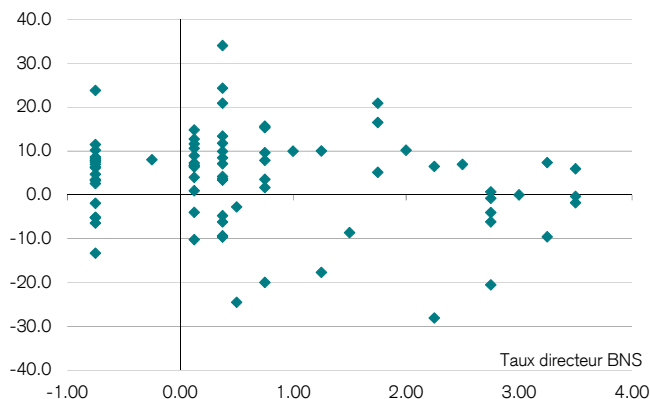
Lorsque les taux d'intérêt stagnent trop longtemps en dessous de leur niveau d'équilibre, le risque théorique d'une mauvaise allocation du capital augmente. En d'autres termes, les investissements pourraient avoir lieu dans des projets moins productifs au détriment d'autres plus productifs. En Suisse, des voix s'élèvent pour affirmer que la politique de taux négatif a trop favorisé les investissements dans l'immobilier résidentiel. Cependant, les données montrent que ces derniers n'ont guère progressé plus vite que le PIB après la récession de 2008, et qu'ils augmentent au même rythme que le PIB depuis 2013. Pourtant, beaucoup d'immeubles locatifs sont construits et les vacances dans ce segment ont augmenté.

Dettes budgétaires et prix de l'immobilier

Si le volume de construction n'a pas excessivement augmenté par rapport au PIB (voir ci-dessus), les prix de l'immobilier, surtout ceux des logements en propriété, ont progressé bien plus fortement que l'indice des prix à la consommation depuis 2008. L'accélération de la croissance démographique y est sans doute pour beaucoup, mais cette tendance s'explique surtout par la baisse des taux d'intérêt. Le niveau d'endettement des ménages suisses qui en résulte – très élevé en comparaison internationale – constitue un risque dans l'éventualité d'une forte hausse des taux d'intérêt et/ou en cas de repli soudain des prix de l'immobilier.

Taux directeurs de la BNS non déterminants pour les rendements, mais pour le taux technique

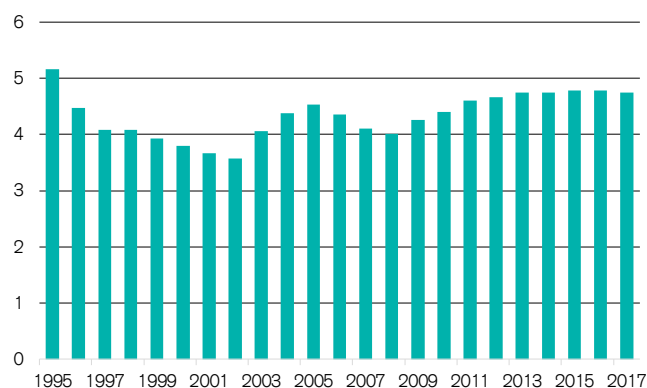
Rendement trimestriel annualisé de l'indice des caisses de pension par rapport au taux directeur, en %



Source: BNS, Indice des caisses de pension du Credit Suisse

Mauvaise allocation du capital ?

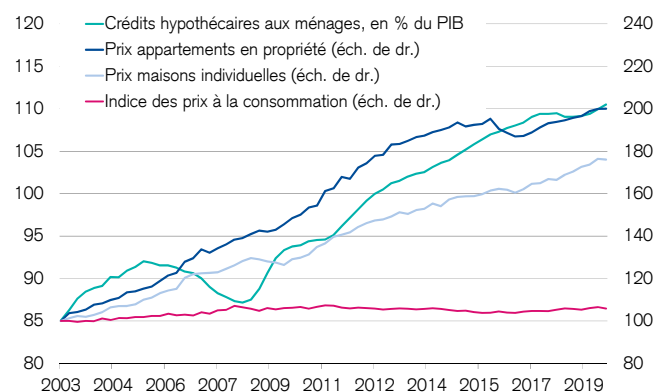
Investissements de construction dans l'immobilier résidentiel, en % du PIB



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Forte progression des prix de l'immobilier résidentiel et des dettes

Crédits hypothécaires en % du PIB (éch. de g.) et indice des prix de transaction (1^{er} trimestre 2003 = 100, éch. de dr.)



Source: Datastream, BNS, Wüest Partner, Credit Suisse

Focus – Taux négatifs

Montant exonéré

Depuis le 1^{er} novembre 2019, la part de comptes de virement détenus par les banques commerciales auprès de la BNS soumis au taux d'intérêt négatif a baissé. La BNS a en effet augmenté le montant exonéré, exemptant ainsi du taux négatif quelque 119 mrd CHF supplémentaires de dépôts des banques suisses auprès d'elle. Pour les banques helvétiques, les dépenses liées au taux négatif ont par conséquent diminué d'env. 890 mio. CHF. En augmentant ce montant exonéré, la BNS s'est par ailleurs ménagé une marge de manœuvre pour pouvoir encore diminuer les taux d'intérêt, si nécessaire.

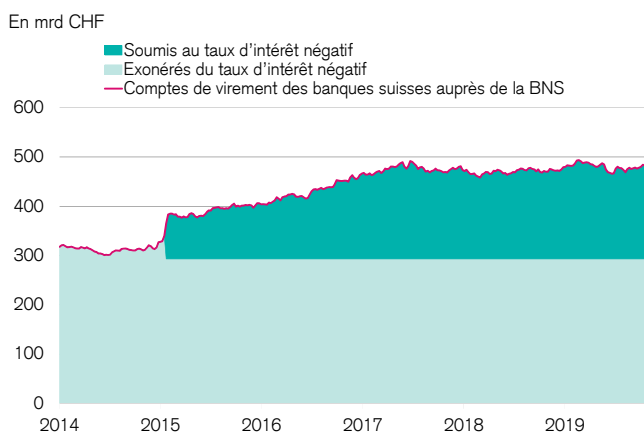
Répercussion des taux négatifs

Les coûts exacts que doivent supporter les banques du fait de la politique de taux négatif de la BNS sont difficiles à chiffrer. Les banques ont jusqu'à présent fait preuve de retenue s'agissant la répercussion des taux négatifs sur les dépôts de leurs clients, ce qui a affecté leurs marges des passifs. Nous avons estimé l'impact d'une baisse du taux directeur de 25 points de base sur les principales positions au bilan des banques orientées sur le marché national. Selon cette étude, une telle mesure réduit les marges d'intérêts des banques de 1 à 4,5 points de base. L'effet du repli des taux du marché des capitaux (aplatissement de la courbe des taux) sur la rentabilité des banques devrait toutefois être encore plus marqué.

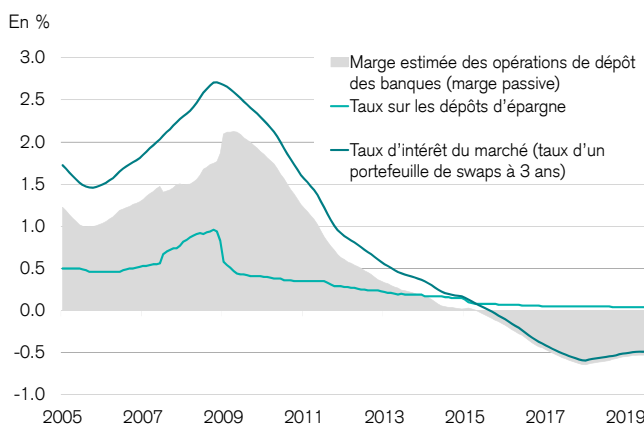
Effet global sur les banques domestiques

Pour des motifs réglementaires, les banques sont tenues de publier des estimations quant aux répercussions qu'aurait une hausse (ou une baisse) du niveau des taux de 1,5 point de pourcentage sur leurs revenus nets des intérêts. Ces données (cf. fig. à droite pour les dix principales banques orientées sur le marché national) fournissent des informations intéressantes. Les résultats se révèlent très différents d'une banque à l'autre. Pour quelques-unes d'entre elles, les revenus nets des intérêts augmenteraient si les taux venaient à baisser, ce qui est assez paradoxal. Une hausse généralisée des taux n'aurait un impact que faiblement positif sur les banques de notre échantillon.

Comptes de virement des banques auprès de la BNS

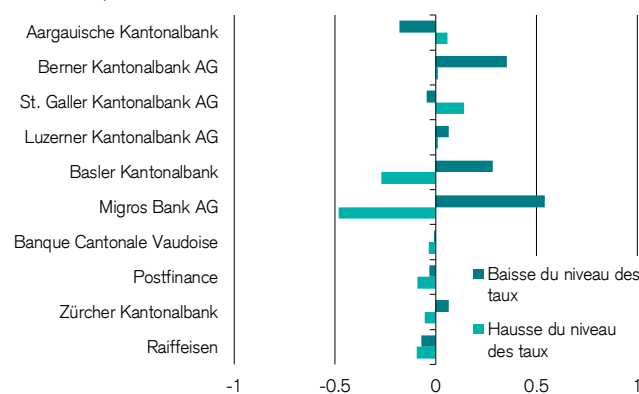


Marge des passifs des banques sous pression



Influence de changements de taux sur les banques domestiques

Variation du produit net des intérêts, en % du bilan



Plus de bénéfices distribués?

Nous estimons que les réserves de devises de la BNS généreront des rendements de 18–20 mrd CHF par an (p.a.) sur les 5 prochaines années, tandis que la perte attendue atteindrait 75 mrd CHF dans le pire scénario. Une augmentation de la distribution annuelle aux cantons et à la Confédération pourrait néanmoins être envisagée selon nous.

Nos prévisions de rendement des réserves de devises de la BNS se sont révélées précises

Une fois l'an, notre équipe Investment Strategy actualise ses prévisions à 5 ans (les hypothèses sur les marchés des capitaux, CMA) pour un large éventail d'actifs financiers. Par le passé, nous avons déjà utilisé ces prévisions pour simuler la performance des réserves de devises de la BNS. Dans un article publié en juin 2018 (basé sur les CMA 2017), nous avons estimé le rendement de ces dernières à 3,9% p.a. Comme le montre la figure de gauche, ce calcul s'est révélé relativement précis, même en tenant compte des achats de devises opérés par la BNS en 2018 et 2019.

Nous anticipons un rendement des réserves de devises de 2,5% p.a.

L'actualisation des CMA de 2019 a deux implications concernant le rendement projeté des réserves de devises de la BNS: d'une part, il est plus faible à 2,5% p.a. sur les 5 prochaines années; d'autre part, le risque attendu est aussi moins élevé comme le montre l'intervalle de confiance réduit pour l'évolution simulée des réserves par rapport aux estimations de 2017. Sur la base du niveau actuel des réserves de devises, le rendement escompté de 2,5% correspondrait à 18–20 mrd CHF p.a. Selon nos paramètres de risque estimés, la perte moyenne atteindrait 9,6% (valeur à risque conditionnelle, niveau de confiance de 95%) ou 75 mrd CHF dans les pires scénarios.

La BNS pourrait augmenter sa distribution annuelle aux cantons et à la Confédération

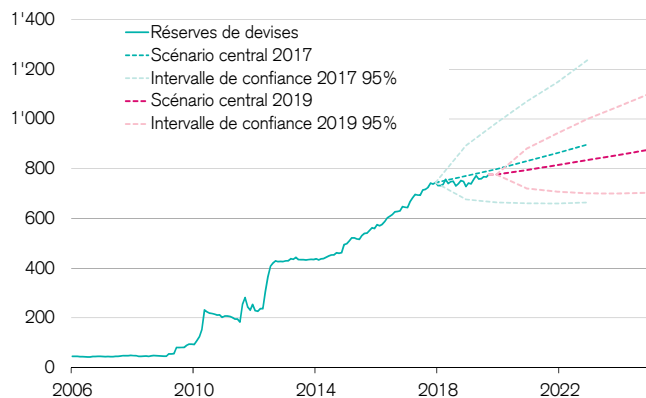
À la fin du T3 2019, les fonds propres de la BNS s'élevaient à 169,7 mrd CHF, dont 90,6 mrd CHF devraient être disponibles pour distribution aux cantons et à la Confédération d'après nos estimations. Le versement maximum est actuellement limité à 2 mrd CHF p.a. selon l'accord conclu entre la BNS et le Département fédéral des finances (DFF) pour la période 2016–2020, lequel sera renégocié d'ici la fin de l'année prochaine. Notre projection du futur revenu des réserves de devises suggère une possibilité de relever le montant annuel de cette distribution, même en tenant compte du risque de perte.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Nous souhaitons remercier Vojo Gunevski de l'équipe Credit Suisse Investment Management de nous avoir fourni les simulations de rendement et les estimations de risque.

Projections de rendement des réserves de devises de la BNS

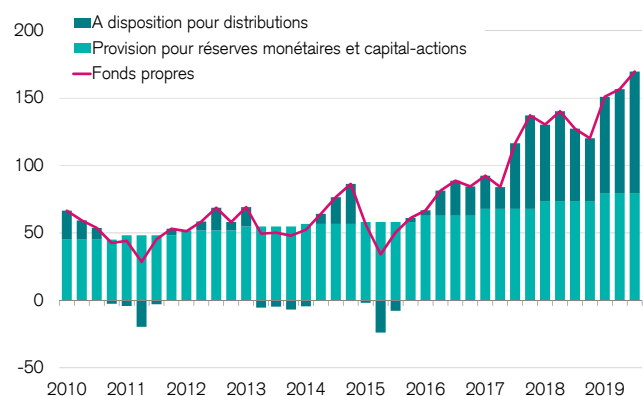
En mrd CHF



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Réserves abondantes pour les futures distributions de bénéfices

Fonds propres de la BNS, en mrd CHF



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Marché monétaire

La décision de la BNS de relever le seuil d'exemption au-delà duquel les dépôts des banques commerciales auprès d'elle sont soumis au taux négatif de $-0,75\%$ a entraîné le volume quotidien des mises en pension («repos») à la hausse. Les repos sont des opérations de prêt garanti à court terme (jusqu'à 12 mois) conclues entre banques. Avec l'entrée en vigueur du nouveau seuil au 1^{er} novembre, certaines banques se sont vues totalement exemptées du taux négatif et peuvent ainsi emprunter à un taux négatif à d'autres banques pour ensuite déposer les produits auprès de la BNS à 0% . Ce processus de rééquilibrage explique le gonflement du volume du marché repo.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Billets de banque

La demande de billets de banque est restée particulièrement faible malgré les taux d'intérêt plancher. Elle a notamment diminué durant presque une année s'agissant des coupures de 1000 CHF – recul le plus marqué depuis 1990. La demande de billets de banque semble plus sensible aux variations des taux d'intérêt qu'à leur niveau. Cette demande atone s'explique probablement par la stabilité du taux directeur. En effet, depuis que la BNS a commencé à axer sa politique monétaire sur un taux d'intérêt cible, elle ne l'a jamais laissé inchangé sur une aussi longue période, la dernière modification datant de janvier 2015.

maxime.botteron@credit-suisse.com

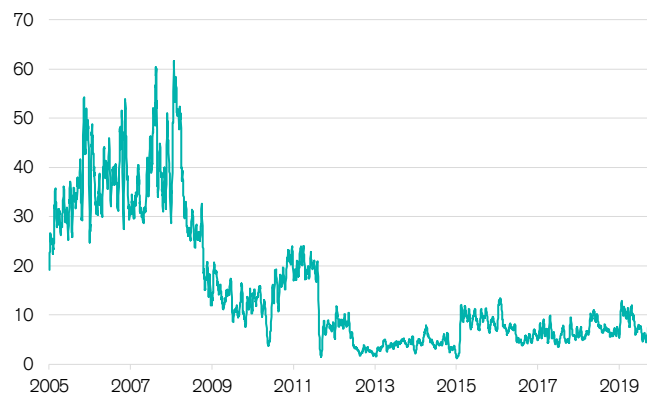
Interventions sur le marché des changes

Après avoir repris ses achats de devises pendant l'été, la BNS a cessé d'intervenir sur le marché des changes depuis octobre selon notre analyse. Depuis juin, le CHF s'est apprécié face à l'EUR à mesure de la hausse des anticipations de nouvel assouplissement monétaire de la BCE. La BCE a de fait abaissé son taux directeur en septembre et relancé son programme d'achats d'actifs. Au vu de la baisse de taux inférieure aux attentes des marchés, la pression à l'appréciation sur le CHF s'est toutefois légèrement atténuée, réduisant la nécessité des achats de devises.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Hausse du volume de prêts interbancaires garantis

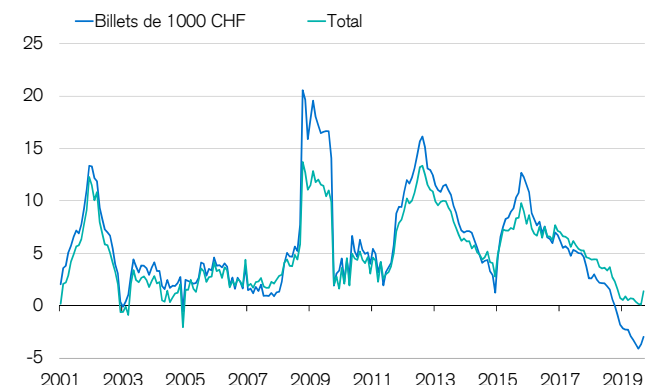
Volume quotidien marché repo CHF (toutes durées, moyenne mobile sur 10 jours, mrd)



Source: SIX Swiss Exchange, Credit Suisse

Chute des coupures de 1000 CHF

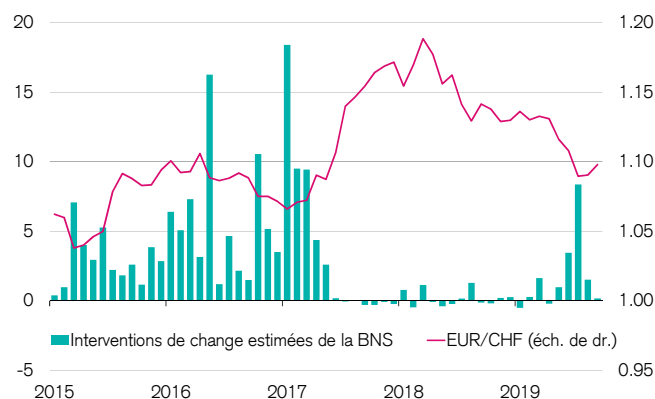
Taux de croissance des billets de banque en circulation, % en glissement annuel



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Interruption des interventions de change de la BNS en octobre

En mrd CHF; EUR/CHF (éch. de dr.)



Source: Datastream, Banque nationale suisse, Credit Suisse

Logement en propriété

La croissance des prix des logements en propriété à usage personnel s'est légèrement ralenti récemment. Au 3^e trimestre 2019, les prix des appartements ont ainsi augmenté de 2,2%, soit une progression nettement inférieure à la moyenne à long terme de 3,8%. Si la croissance des prix s'est également tassée sur le front des maisons individuelles, elle reste à 3,3% toujours un peu supérieure à la moyenne à long terme de 3,2%. Grâce à la demande intacte et au recul de l'activité de construction, nous attendons de nouvelles hausses des prix au cours des prochains trimestres, même si le cadre réglementaire en matière d'octroi de crédits devrait en limiter l'importance.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Logements locatifs

Le nombre de logements locatifs inoccupés a pour la première fois dépassé la barre des 60 000 unités au 1^{er} juin 2019 (2,64%). La progression s'est cependant révélée nettement moins importante que durant les cinq dernières années et a surtout touché les régions en dehors des grandes agglomérations. La demande de logements locatifs a pu profiter de la stabilisation de l'immigration et de la robustesse du marché du travail. Simultanément, la tendance à l'accélération continue de l'activité de construction a marqué le pas. Le refroidissement conjoncturel et la demande toujours vive d'immeubles de rapport pourraient cependant entraîner une nouvelle poussée des taux de vacance dès 2020.

fabian.waltert@credit-suisse.com

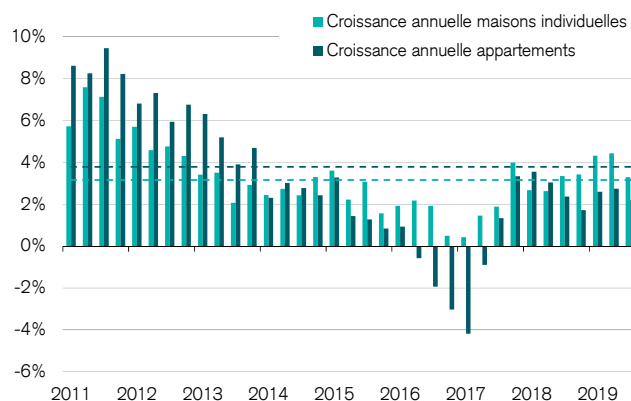
Surfaces de bureaux

La forte croissance de l'emploi de bureau s'est temporairement traduite par une envolée de la demande de surfaces de bureaux – deux évolutions qui se sont depuis de nouveau tassées. Nous anticipons une demande supplémentaire de 486 000 m² en 2019 et de 253 000 m² en 2020. Dans plusieurs cantons, la bonne conjoncture s'est traduite par une amélioration de la situation en matière de surfaces de bureaux vacantes. L'actuel ralentissement de la demande n'y changera probablement rien, puisque le repli simultanément attendu de l'expansion des surfaces devrait prévenir les éventuels déséquilibres.

alexander.lohse@credit-suisse.com

Léger tassement de la croissance des prix

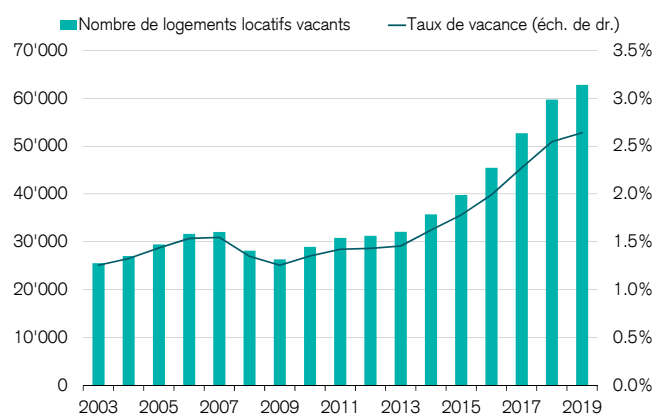
Taux de croissance annuels; lignes en pointillés: moyenne 2000–2018



Source: Wüest Partner, Credit Suisse; dernières données: 3^e trimestre 2019

Ralentissement de la hausse du taux de vacance

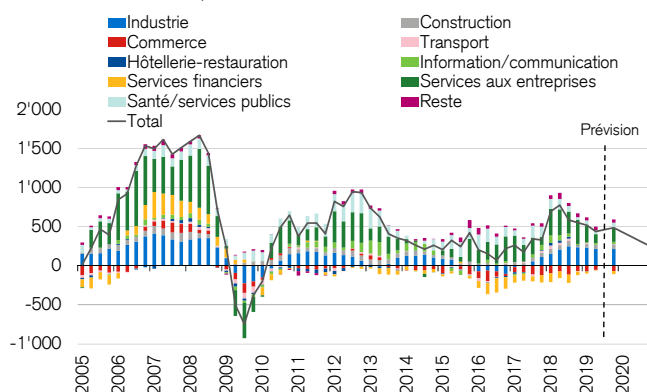
Taux de vacance logements locatifs, en % du parc, au 1^{er} juin 2019



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, dernières données: 01.06.2019

Demande supplémentaire de nouveau en baisse

Demande supplémentaire estimée par rapport au même trimestre de l'année précédente, en milliers de m²; prévisions T4 2019 et 2020



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique; dernières données: 2^e trimestre 2019

Indicateurs avancés du Credit Suisse

Indice des directeurs d'achat (PMI)

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

Baromètre des exportations du Credit Suisse

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

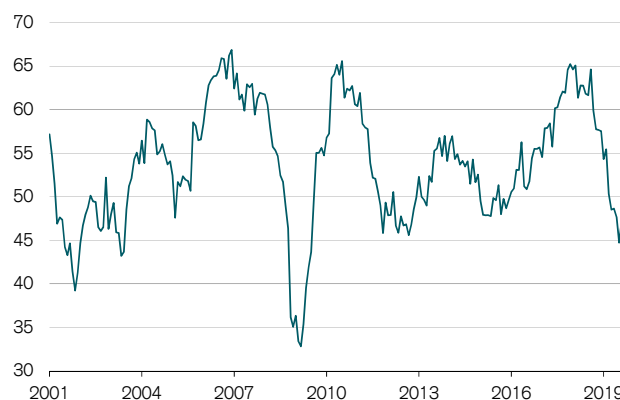
Indice CS-CFA Society Suisse

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 Switzerland¹. 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 industrielle

Indice PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

Exportations

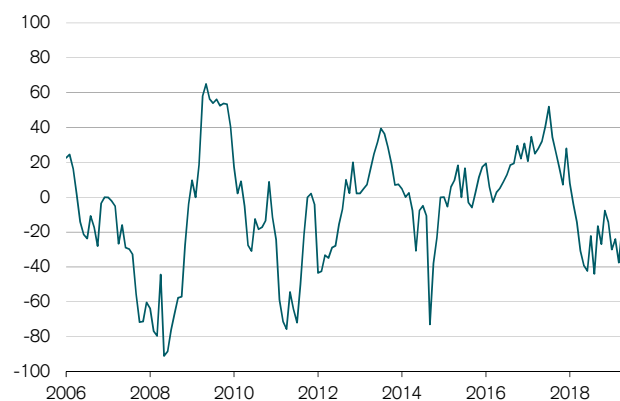
En écarts types, valeurs > 0 = croissance



Source: PMIPremium, Credit Suisse

Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



Source: 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 Bau-blatt. L'indice de la construction retrace l'évolution depuis le 1er trimestre 1996.

PMI des services

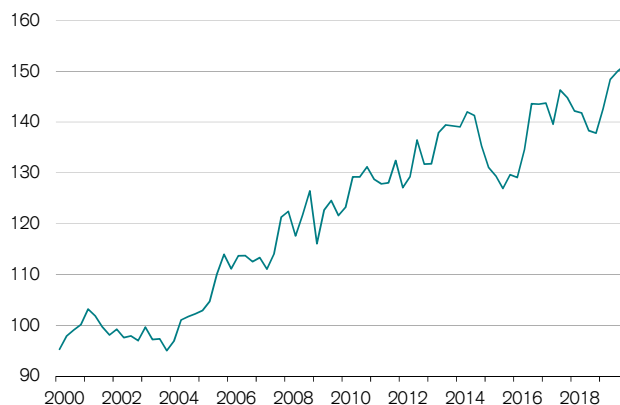
Procure.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent 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.

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 du bâtiment

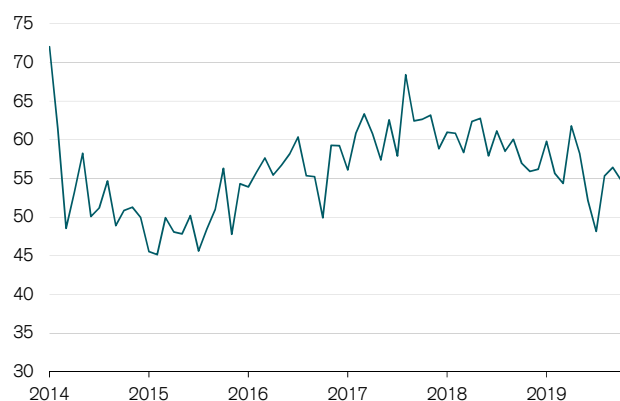
1er trimestre 1996 = 100



Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

Conjoncture des services

Indice PMI des services > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

Conjoncture



Source: Datastream, Credit Suisse

Prévisions et indicateurs

Prévisions pour l'économie suisse

	2019	2019	2019	2019P	2020P	2020P	2020P	2020P	2019P	2020P
	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4		
PIB (comparaison annuelle, en %)	0.9	0.2	1.1	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3	0.9	1.4
Consommation privée	0.6	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3
Consommation publique	0.9	0.9	1.6	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2	1.0
Formation brute de capital fixe	-0.5	-1.0	1.2	2.1	1.2	1.1	1.0	1.0	0.5	1.0
Investissements de construction	1.1	-0.6	0.3	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	0.4	1.0
Investissements d'équipement	-1.3	-1.2	1.8	2.8	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0
Exportations (marchandises et prestations)	2.8	2.1	6.4	0.8	2.5	2.5	2.5	2.5	3.0	2.5
Importations (marchandises et prestations)	-0.5	-0.9	4.0	3.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.5	2.0
Inflation (en %)	0.6	0.6	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.5	0.4	0.3
Chômage (en %)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.3	2.4
Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %)	1.5	1.2	1.1	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2	0.9
Immigration nette (en milliers)									55.0	55.0
Croissance nominale annuelle des salaires (en %)									0.5	0.7
Balance des transactions courantes (en % du PIB)									7.2	7.4

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

Prévisions pour l'économie mondiale

Prévisions	Prévisions				Structure		Importance pour la Suisse	
	PIB		Inflation		Population en mio	PIB en mrd USD	Part dans les exportations en %	Part dans les impor- tations en %
	glissement annuel, en %		glissement annuel, en %					
	2019	2020	2019	2020	2018	2018	2018	2018
Monde	2.6	2.5	2.7	2.8	7'530	84'740	100	100
Etats-Unis	2.3	1.8	1.8	2.1	327	20'494	16.3	6.2
Zone euro	1.1	1.0	1.2	1.1	341	13'669	44.3	61.7
Allemagne	0.5	0.4	1.3	1.3	83	4'000	18.8	27.1
France	1.2	1.1	1.3	1.3	65	2'775	6.5	8.0
Italie	0.1	0.7	0.6	0.7	60	2'072	6.2	9.3
Royaume-Uni	1.2	1.3	1.9	2.1	66	2'829	4.0	3.8
Japon	0.8	0.4	0.5	0.1	126	4'972	3.3	1.7
Chine	6.1	5.9	3.0	3.5	1'395	13'407	5.2	7.1

Source: Datastream, Fonds Monétaire International, Credit Suisse

Taux d'intérêt et informations de politique monétaire

	Actuel	3 mois	12 mois		Actuel	Mois précédent	Année précé- dente
Taux directeur de la BNS (en %)	-0.75	-0.75	-0.75	Masse monétaire M0 (mrd CHF)	562.7	568.4	548.0
Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %)	-0.40	-0.4	-0.3	Masse monétaire M1 (% comparaison annuelle)	5.1	5.2	6.9
				Masse monétaire M2 (% comparaison annuelle)	3.6	3.6	3.7
				Masse monétaire M3 (% comparaison annuelle)	3.5	3.6	3.3
				Réserves en devises (mrd CHF)	788.0	767.7	787.4

Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Information importante

Le présent rapport reflète les opinions du département Investment Strategy du CS et n'a pas été préparé conformément aux exigences légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il ne s'agit nullement d'un produit du département Research du Credit Suisse bien qu'il fasse référence à des recommandations issues de la recherche ayant été publiées. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour gérer les conflits d'intérêts, y compris les politiques relatives aux transactions précédant la diffusion de la recherche en investissement. Ces politiques ne s'appliquent toutefois pas aux opinions des stratégies en investissement mentionnées dans le présent rapport.

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://investment.credit-suisse.com/gr/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 pas des indicateurs fiables 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, y compris un risque de perte totale de l'investissement, et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. La performance de ces investissements dépend de facteurs imprévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les fortes influences de l'évolution future, en particulier des futures et des indices.

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.

Private equity

Le Private Equity (ci-après «PE») désigne des placements en capital-investissement dans des sociétés qui ne sont pas soumises à un négoce public (à savoir qu'elles ne sont pas cotées en bourse); ils sont complexes, généralement illiquides et axés sur le long terme. Les placements dans un fonds de PE présentent généralement un niveau important de risque financier ou commercial. Les placements dans des fonds de private equity ne sont ni garantis ni assortis d'une protection du capital. Les investisseurs sont tenus de répondre à des appels de capitaux sur une longue période de temps. Toute omission à le faire peut généralement entraîner la perte d'une partie ou de la totalité du compte de capital, la renonciation à tout revenu ou gain futur sur les placements effectués avant l'omission et, entre autres choses, la perte de tout droit de participer à des placements futurs ou la vente forcée de ses placements à un prix très bas, beaucoup plus bas que les évaluations du marché secondaire. Les sociétés ou les fonds peuvent être fortement endettés et être, par conséquent, davantage sensibles à des évolutions commerciales et/ou financières ou à des facteurs économiques défavorables. De tels investissements peuvent être confrontés à une concurrence intense, à des conditions commerciales ou économiques évolutives ou à d'autres évolutions susceptibles d'avoir une incidence négative sur leur performance.

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 stratégies 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 stratégies en investissement peuvent se démarquer de ceux des autres divisions du CS. Les points de vue des stratégies 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 stratégies 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: <https://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 recommander 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. **CONFIDENTIALITÉ DES DONNÉES:** vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité du Credit Suisse, accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Afin de vous fournir du matériel marketing concernant nos produits et services, le Credit Suisse Group AG et ses filiales peuvent être amenés à traiter vos données personnelles de base (à savoir vos coordonnées telles que nom et adresse e-mail) à moins que vous nous informiez que vous ne souhaitez plus les recevoir. Vous pouvez à tout moment choisir de ne plus recevoir ces documents en informant votre conseiller.

Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Arabie saoudite:** Ces informations sont distribuées par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Afrique du Sud:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse AG, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority d'Afrique du Sud sous le numéro FSP 9788, et/ou par Credit Suisse (UK) Limited, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud sous le numéro FSP 48779. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «succursale autrichienne»), succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale autrichienne est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), située au 283, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et de l'autorité autrichienne des marchés financiers, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne, Autriche. **Bahrein:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux clients professionnels et aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à un quelconque autre personne. La Central Bank of Bahrain n'a ni examiné, ni approuvé le présent document ni la commercialisation de tout véhicule de placement auquel il est fait mention aux présentes dans le Royaume de Bahreïn et n'est pas responsable de la performance d'un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Suisse, est sise Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **DIFC:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **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. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance française, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) française. **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. **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 INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie .Besant. Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexique:** Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) et C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»). Ce document a été préparé aux fins d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico avant d'effectuer un placement. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d'une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie. Les prospectus, les documents d'offre, les termes et conditions, les règles de placement, les rapports annuels et les informations financières contiennent des informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l'émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière, ainsi qu'auprès de votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico. Les informations contenues dans le présent document ne remplacent pas les Relevés de compte, l'INFORME DE OPERACIONES et/ou les confirmations que vous adresse Credit Suisse Mexico en vertu des Règles générales applicables aux établissements financiers et aux autres fournisseurs de services d'investissement. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas une banque, n'est pas autorisé à recevoir des dépôts ou à assurer la conservation de titres et ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Selon les dispositions de la LMV, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d'une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie.

Pays-Bas: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlandsche Bank (DNB), et de l'autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM).

Portugal: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5,

rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et de l'autorité de surveillance portugaise, la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C, qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé. **Royaume-Uni:** Ce document est distribué par Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited est un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Lorsque ce document est distribué au Royaume-Uni par une entité offshore non exemptée en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, les dispositions suivantes s'appliquent: dans la mesure où il est communiqué au Royaume-Uni («UK») ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une promotion financière approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, qui est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités de placement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, Londres, 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. **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 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 Levazim Mahallesi, Koru Sokak n° 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas / Istanbul-Turquie.

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 © 2019 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

19C013A_IS