

Estimations relatives à l'évolution du cours des devises

Avril 2017

Taux de change

Le point de vue des clients, du marché et du Credit Suisse



Enquête auprès de la clientèle
entreprises

**Budgétisation prudente
des PME**

Page 5

Baromètre du risque européen

**Des risques politiques
majeurs en Europe
marquent l'année 2017**

Page 9

Politique monétaire I
Analyse approfondie

**La BNS lutte contre
un franc**

structurellement fort
Page 14

Impressum

Éditeur: Investment Solutions & Products

Burkhard Varnholt

Vice Chairman IS&P

Tél. +41 44 333 67 63

E-mail: burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Oliver Adler

Chef économiste, CIO Office Suisse

Tél. +41 44 333 09 61

E-mail: oliver.adler@credit-suisse.com

Impression

Internal Copy Shop (ICS), Zurich

Clôture de rédaction

29 mars 2017

Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source.

Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés.



Chères lectrices, chers lecteurs,

Ces dernières années, la vigueur du franc suisse a mis de nombreuses entreprises exportatrices helvétiques à rude épreuve. Grâce à des caractéristiques suisses telles que l'innovation, la qualité et la capacité d'adaptation, de nombreux clients sont parvenus à faire face à la crise, et même à en ressortir renforcés.

Cette année, diverses élections en Europe sont en point de mire et les événements géopolitiques de ces derniers mois ont produit des effets parfois assez inattendus. Toutefois, les conséquences possibles des risques politiques restent difficiles à prévoir. En ces périodes d'incertitudes, le franc suisse devrait toutefois conserver sa vigueur encore un certain temps.

Le Credit Suisse est présent dans chaque région du pays avec une équipe de spécialistes en devises. Cette proximité nous permet de mener un dialogue intensif sur le thème des risques de change pour les entreprises. Au cours des nombreux entretiens réalisés avec nos clients, la montée des incertitudes quant à l'évolution du cours du franc suisse par rapport à l'euro, au dollar et à la livre reste toujours un point central. Cela nous a amenés à réaliser une enquête sur les estimations des entreprises suisses en matière de taux de change. Vous trouverez les résultats de plus de 500 retours reçus dans cette brochure.

Nous espérons que nous pourrons vous présenter ainsi quelques aspects et points de vue intéressants pour votre planification des changes.

Nous avons l'exigence d'être pour vous un interlocuteur fiable et compétent pour toutes vos questions relatives aux opérations sur devises. Nous mettons tout en œuvre pour trouver une solution optimale à chacune de vos demandes.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

Andreas Gerber
Responsable Affaires PME Suisse

Leif Woodtly
FX Sales Corporate & Institutional Clients

Rendez-vous sur notre site Internet www.credit-suisse.com/devises.

Contenu

Enquête PME	5
Les quelque 500 petites et moyennes entreprises (PME) interrogées tablent pour 2017 sur un taux de change EUR/CHF à 1.08. Les cours budgétisés sont plutôt conservateurs, notamment parmi les importateurs.	
Prévisions de change du Credit Suisse	7
Sur 12 mois, nous escomptons un cours EUR/CHF à 1.09. La GBP devrait progresser face au CHF.	
Contexte global	8
L'amélioration de la conjoncture mondiale se poursuit, et nous tablons pour 2017 sur une croissance plus rapide que l'année précédente. L'inflation devrait augmenter au premier trimestre 2017, et baisser faiblement ensuite.	
Baromètre du risque européen	9
En 2017, des décisions importantes seront prises en Europe, entraînant des risques politiques élevés dans l'UE. Le «Baromètre du risque européen» du Credit Suisse évalue dans quelle mesure ces risques sont déjà pris en compte par les marchés.	
Aperçu des risques-pays	11
Conjoncture suisse	13
L'économie suisse devrait croître de 1,5% en 2017, soit un peu plus qu'en 2016 (1,3%) et nettement plus qu'immédiatement après l'appréciation du franc de 2015 (0,8%). La BNS pourrait de nouveau tolérer une appréciation du franc suisse.	
Politique monétaire Analyse approfondie	14
Quelques secteurs très productifs sont responsables de l'excédent de la balance courante de la Suisse. Du fait de leur faible sensibilité aux taux de change, il est difficile d'appliquer des mesures compensatoires de politique économique.	

Enquête auprès de la clientèle entreprises

Budgétisation prudente des PME

Les quelque 500 petites et moyennes entreprises (PME) interrogées tablent pour 2017 sur un taux de change EUR/CHF à 1.08. Les cours budgétisés sont plutôt conservateurs, notamment parmi les importateurs.

Plus de 500 clients entreprises et leurs évaluations sur les cours de change

Vers fin 2016, début 2017, le Credit Suisse a interrogé plus de 500 clients entreprises à propos de leurs attentes en ce qui concerne l'évolution des cours de change en 2017. Un peu plus de 40% des participants à l'enquête sont orientés vers les exportations, tandis qu'un tiers sont surtout tournés vers les importations. Un quart des entreprises participantes opèrent aussi bien à l'import qu'à l'export. Cela reflète assez précisément les rapports de l'ensemble du commerce extérieur suisse, puisque les exportations représentaient en 2016 près de 55% (210 mrd de CHF) du volume du commerce extérieur suisse (384 mrd de CHF).

Des écarts parfois importants dans les prévisions de taux de change des entreprises

Les attentes et les opinions des chefs d'entreprise quant à l'évolution future des taux de change divergent fortement (voir illustration de gauche). Cela n'est guère étonnant – du moins dans le cas de l'euro – car, dans les prochains mois et semaines, des élections et des décisions politiques importantes sont prévues en Europe, mettant à nouveau la cohésion de l'Europe à l'épreuve après le Brexit, et impactant potentiellement l'évolution des monnaies (cf. chapitre «Baromètre du risque européen», p. 9). Malgré des prévisions de taux de change hétérogènes, les entrepreneurs sont toutefois d'accord sur un point: on ne devrait pas retrouver de sitôt un cours de 1.20 pour la paire EUR/CHF – soit la valeur du taux plancher abandonné début 2015 par la BNS. En moyenne, les participants à l'enquête tablent pour 2017 sur un cours de change EUR/CHF à près de 1.08. Ils estiment la valeur d'un dollar à 1.02 CHF en 2017, et celle d'une livre sterling à 1.25 CHF.

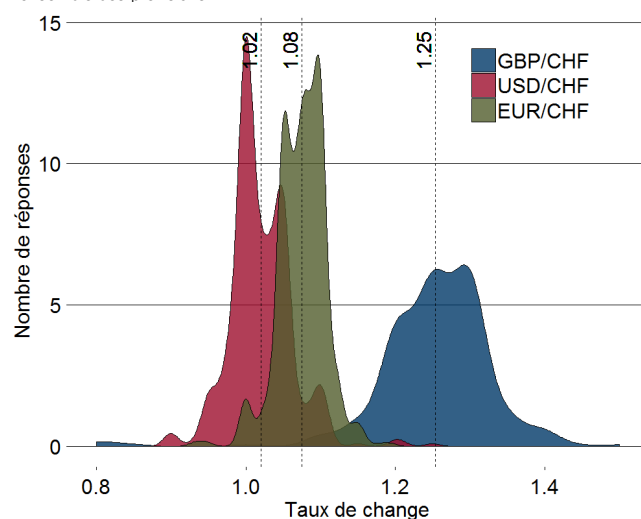
Budgétisation prudente du cours EUR/CHF par les entreprises

Une appréciation du franc constitue tout particulièrement un risque pour les exportateurs car leurs produits deviennent alors plus onéreux pour les clients étrangers. Et la situation est inversée pour les importateurs, dont les produits deviennent plus chers suite à une dépréciation du franc. En conséquence, les importateurs affichent une budgétisation prudente, avec un cours EUR/CHF tendanciellement plus élevé (1.10) que pour les exportateurs (1.07). Un autre signe d'une planification conservatrice réside dans la différence entre le cours budgétisé et les prévisions de rapport EUR/CHF des entrepreneurs: en particulier parmi les importateurs, le cours budgétisé moyen s'écarte considérablement des prévisions de taux de change (1.07) (cf. illustration de droite).

sascha.jucker@credit-suisse.com

Large dispersion des prévisions de taux de change

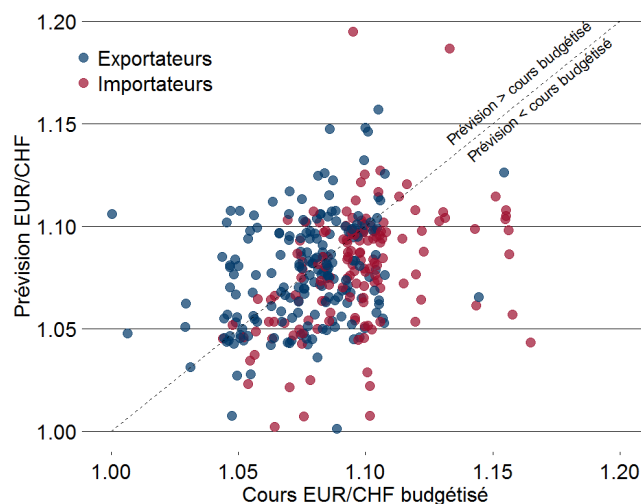
Prévisions de change 2017 des PME interrogées; ligne en pointillé = moyenne sur l'ensemble des prévisions



Source: Enquête PME du Credit Suisse

Budgétisation prudente du rapport EUR/CHF

Prévisions et cours budgétisés EUR/CHF 2017 des importateurs et exportateurs



Source: Enquête PME du Credit Suisse

Résultats détaillés de l'enquête auprès des PME

Prévisions du marché pour 2017

Les entreprises ne sont pas seules avec leurs estimations de taux de change: selon le consensus Bloomberg, qui établit les prévisions moyennes de quelque 80 banques dans le monde entier, les principaux taux de change s'inscriront en 2017 à 1.07 (EUR/CHF), 1.03 (USD/CHF) et 1.25 (GBP/CHF). Ces prévisions ne diffèrent chacune que d'environ un demi-point de pourcentage. Les estimations des entrepreneurs et du marché sont donc largement conformes.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Couverture contre les risques de change

Les PME suisses très orientées vers les exportations et/ou les importations et affichant une grande part de coûts en francs suisses (personnel, immobilier, etc.) se sont vues confrontées ces dernières années à de fortes fluctuations de change, qui leur ont parfois occasionné d'importantes pertes de marges. Au vu des incertitudes politiques qui règnent actuellement en Europe, il est d'autant plus surprenant que nettement plus d'un tiers des entreprises interrogées ne couvrent pas leurs risques de change. Seul un exportateur sur neuf et un peu plus d'un importateur sur six se protègent complètement par des opérations de couverture.

sascha.jucker@credit-suisse.com

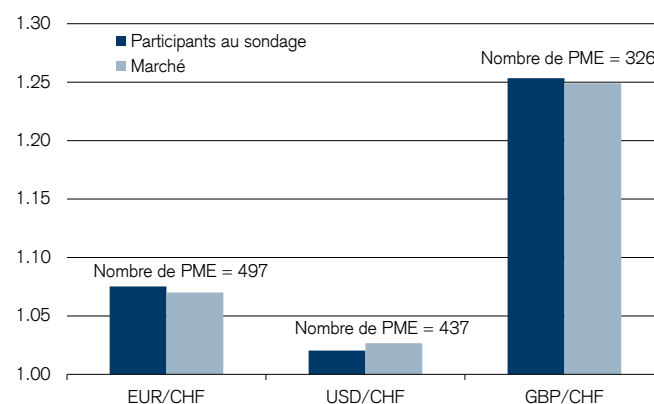
Industrie d'exportation

Les entreprises qui couvrent leurs risques de change ont l'avantage de pouvoir planifier efficacement leur budget avec les taux de change qu'elles anticipent. Ainsi, au sein de l'industrie d'exportation, le taux de change EUR/CHF moyen budgétisé par les entreprises interrogées possédant une stratégie de couverture a même légèrement dépassé les prévisions de change correspondantes (-0,8%). Les entreprises sans mesures de couverture calculent le risque dans le cours budgétisé qui, dans le cas de l'industrie d'exportation, se situe près de 2,5% au-dessous du cours attendu par les entreprises.

sascha.jucker@credit-suisse.com

La clientèle entreprises et le marché au diapason

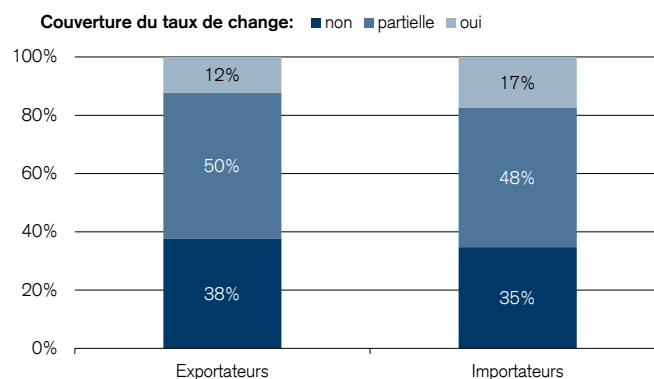
Pronostics de taux de change du marché et des PME interrogées pour 2017



Source: Bloomberg, Enquête PME du Credit Suisse

L'entreprise assume généralement elle-même les risques de change

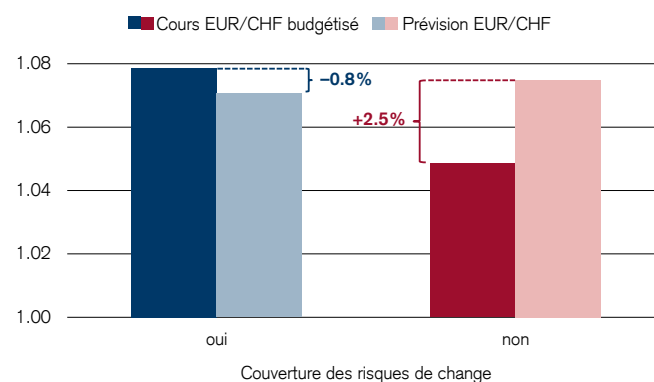
Part des PME interrogées couvrant les risques de change; en %



Source: Enquête PME du Credit Suisse

Budgétisation plus prudente des entreprises sans couverture

Prévisions et cours budgétisés EUR/CHF 2017 de l'industrie d'exportation



Source: Enquête PME du Credit Suisse

Prévisions de change du Credit Suisse

L'EUR devrait s'apprécier par rapport au CHF

Sur 12 mois, nous escomptons un cours EUR/CHF à 1.09. Les prévisions du Credit Suisse ne se situent donc que légèrement au-dessus de celles des PME et du marché. L'euro devrait être soutenu par sa sous-évaluation, et la hausse à long terme des taux d'intérêt hors de Suisse devrait peser sur la demande en valeurs refuges. Mais l'absence de sorties de capitaux de Suisse limite le potentiel haussier de la monnaie européenne. Par ailleurs, étant donné la persistance des risques politiques en Europe et la vigueur modérée du franc que la BNS devrait tolérer, nous continuons de recommander une protection contre les risques baissiers de l'euro.

tim.sprissler@credit-suisse.com

L'USD devrait encore se renforcer

Sur 12 mois, nous escomptons un rapport USD/CHF autour de 1.09. Nos perspectives pour le dollar face au franc suisse sont nettement plus positives que celles des PME et du marché. Les données macroéconomiques solides aux États-Unis et le durcissement constant de la politique monétaire américaine soutiennent selon nous le billet vert. Dans la phase actuelle du cycle, où les écarts de taux d'intérêt ont atteint un niveau critique par rapport au franc suisse, de nouveaux relèvements des taux de la Réserve fédérale américaine sont généralement favorables au dollar, d'autant plus que les évaluations ne laissent pas entrevoir de limitation à un éventuel regain de vigueur du dollar.

tim.sprissler@credit-suisse.com

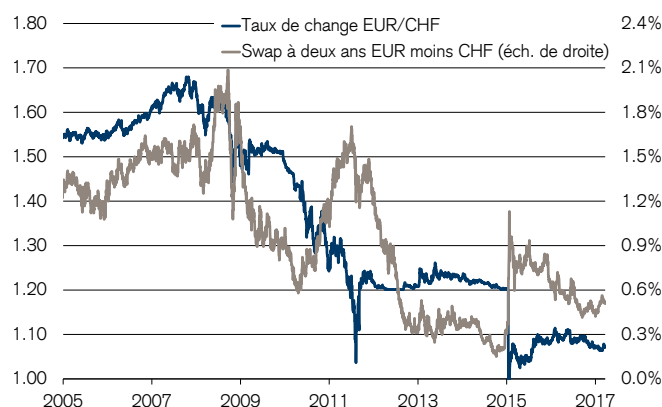
La GBP devrait progresser face au CHF

Nous adoptons un positionnement très favorable vis-à-vis de la livre en raison d'une sous-évaluation. Selon nous, un Brexit «dur» est intégré dans les cours et le risque d'une nouvelle faiblesse est limité pour autant que les données britanniques ne soient pas nettement négatives ou que la Banque d'Angleterre ne passe pas à une attitude accommodante. Si les perspectives concernant le Brexit devaient apparaître plus positives, nous verrions un potentiel de reprise, notamment face au franc suisse, car c'est face à la monnaie helvétique que la livre est la plus sous-évaluée. À 12 mois, nous escomptons un cours GBP/CHF de 1.42.

tim.sprissler@credit-suisse.com

Avantage de taux toujours faible de l'EUR

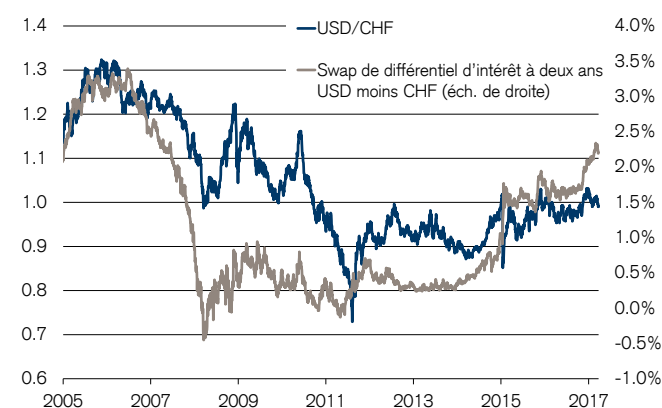
Rapport EUR/CHF et swap sur 2 ans (axe de droite)



Source: Bloomberg, Credit Suisse; dernières données au: 20.03.2017

L'avantage de taux se creuse en faveur de l'USD

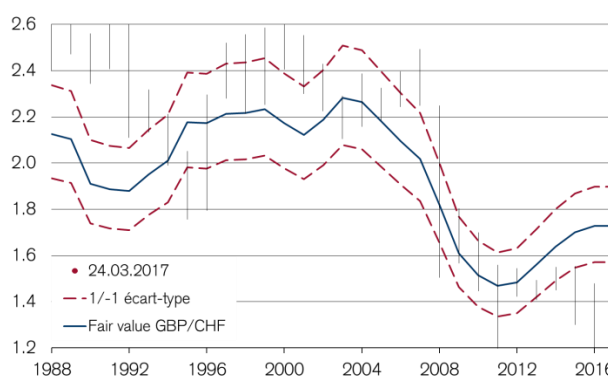
Rapport USD/CHF et swap de différentiel d'intérêt à deux ans



Source: Bloomberg, Credit Suisse; dernières données au: 24.03.2017

La GBP est particulièrement sous-évaluée face au CHF

Fair value GBP/CHF



Source: Bloomberg, Credit Suisse; dernières données au: 24.03.2017

Contexte global

Accélération plus étendue de la croissance mondiale

L'amélioration de la conjoncture mondiale se poursuit, et nous tablons pour 2017 sur une croissance plus rapide que l'année précédente. L'inflation devrait augmenter au premier trimestre 2017, et baisser faiblement ensuite.

La bonne santé de l'économie américaine offre la base pour d'autres mesures de taux de la Fed

Bien que peu de détails concrets aient été communiqués sur le programme politique budgétaire du nouveau gouvernement américain, les données économiques restent solides depuis le début de l'année. Les indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs, en particulier, se maintiennent à des niveaux très élevés. Dans le même temps, le taux d'inflation a lentement augmenté. Par conséquent, la Réserve fédérale américaine (Fed) a déjà relevé ses taux directeurs en mars et signalé que d'autres hausses suivraient cette année. Nous estimons que deux autres relèvements des taux d'intérêt se produiront encore en 2017.

Rebond plus durable en vue dans la zone euro; la BCE pourrait se montrer moins expansionniste

Dans la zone euro également, la conjoncture s'annonce robuste malgré tous les risques politiques. Et cette reprise semble de plus en plus autonome, à l'exception du poids lourd qu'est l'Italie ainsi que de la Grèce. Pour les mois à venir, nous tablons sur la poursuite d'une croissance solide, qui devrait permettre une nouvelle diminution du chômage et, partant, un nouveau soutien à la consommation privée. Des facteurs positifs tels que les faibles taux d'intérêt, l'extension graduelle de l'octroi de crédit, la relative stabilité des prix des matières premières et l'euro très bas constituent la base d'un tel scénario. Dans un tel environnement, la question de savoir à partir de quand et à quel rythme la Banque centrale européenne (BCE) réduira ses achats obligataires devrait de plus en plus monopoliser les débats parmi les acteurs du marché.

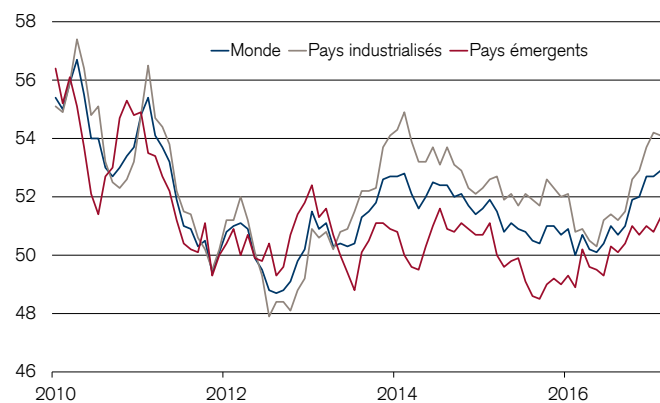
La reprise mondiale soutient également les pays émergents, mais la dynamique est plus modérée

Dans les pays émergents aussi, l'accélération mondiale est visible, même si l'évolution n'est pas aussi marquée. Cela tient notamment au fait que la croissance de la Chine se stabilise plutôt qu'elle n'accélère, tandis que l'Inde continue de lutter contre les conséquences de la dépréciation des espèces et semble ne s'en remettre que progressivement. En Russie, la conjoncture s'améliore rapidement actuellement, et le moral des entreprises a renoué avec son niveau de 2011. Ce qui n'est cependant pas encore le cas au Brésil, où la confiance des entreprises reste mitigée. Quoi qu'il en soit, le gouvernement avance dans ses réformes et la banque centrale peut assouplir les rênes de la politique monétaire grâce à la baisse de l'inflation.

bjjoern.eberhardt@credit-suisse.com

L'économie mondiale à nouveau en expansion

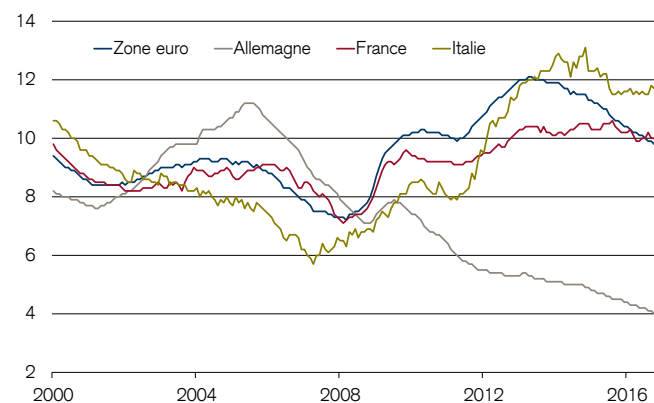
Niveau de l'indice, indice PMI des directeurs d'achat pour l'industrie de transformation



Source: Datastream, Credit Suisse

Recul global du taux de chômage dans la zone euro

En % de la population active



Source: Datastream, Credit Suisse

Baromètre du risque européen

Des orientations majeures en Europe marquent l'année 2017

En 2017, des décisions importantes seront prises en Europe, entraînant des risques politiques élevés dans l'UE. Le «Baromètre du risque européen» du Credit Suisse évalue dans quelle mesure ces risques sont déjà pris en compte par les marchés.

L'année 2017 sera ponctuée de choix politiques déterminants en Europe

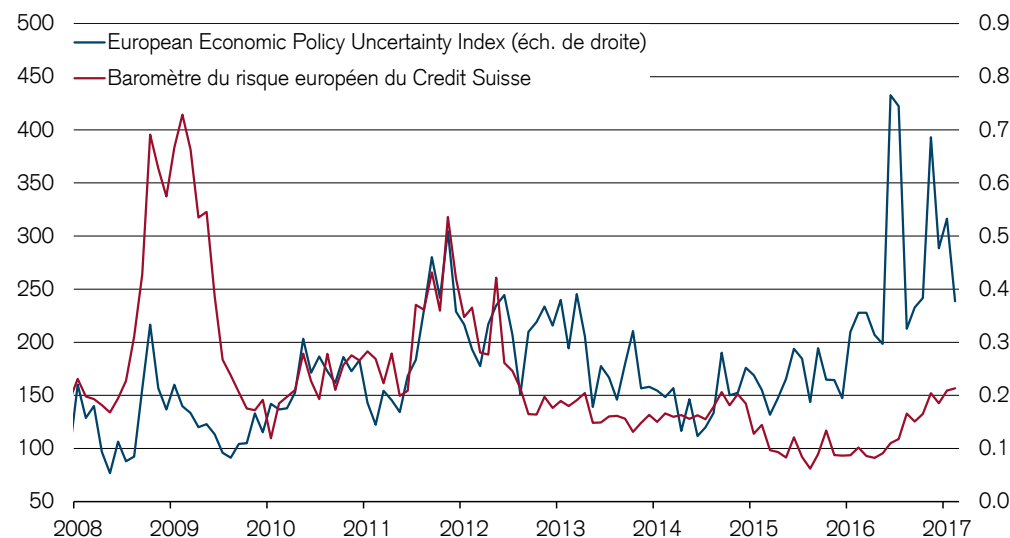
Malgré une situation macro-économique de plus en plus positive, les incertitudes politiques en Europe se renforceront en 2017. Cela s'explique par l'approche de nombreuses élections politiques et décisions de pays membres importants de l'Union européenne. Le 23 avril se tiendra le premier tour des élections présidentielles françaises, avec la candidate populiste et nationaliste Marine Le Pen. En avril, le remboursement par la Grèce des obligations à la BCE et à certaines banques centrales nationales sera échu, et de nouvelles élections pourraient avoir lieu en Italie en septembre.

«Ode à la joie», issue mitigée ou descente en enfer?

En raison de ces risques, nous avons développé trois scénarios concernant l'avenir politique et économique de l'Europe. Dans le scénario **«Ode à la joie»**, le prochain plan de sauvetage est accordé à la Grèce. La France élit un président orienté à droite (Macron ou Fillon), mais pas à l'extrême-droite (Le Pen). Les élections en Italie produisent un gouvernement mené par le Parti démocrate (PD) et de nouvelles réformes, bien que lentement mises en place, permettent aux banques d'améliorer leurs fonds propres et de poursuivre l'assainissement de leurs bilans. Dans le scénario d'une **«Issue mitigée»**, la saga grecque se poursuit, Marine Le Pen réalise un bon résultat au premier tour des élections françaises avant d'être battue par Emmanuel Macron, mais la forme et la composition du gouvernement demeurent incertaines. Les données macroéconomiques sont stables, mais pas excellentes. Au sein de la BCE, le fossé s'accroît entre les faucons (qui veulent relever les taux d'intérêt) et les colombes (qui souhaitent les abaisser ou développer le programme d'achat d'actifs), car le mandat de Mario Draghi se dirige vers sa fin et on constate un écart nord/sud dans l'amélioration des données. L'Italie ne progresse guère. Dans le scénario **«Descente en enfer»**, la crise de l'UE/l'euro réapparaît et la Grèce a des difficultés à réunir les moyens financiers requis. Marine Le Pen gagne en France, mais se voit opposée à un Parlement hostile.

Les marchés n'ont pas entièrement saisi les risques politiques en Europe

Baromètre du risque européen et European Economic Policy Uncertainty Index



Source: Bloomberg, Barclays, Datastream, Economic Policy Uncertainty, Credit Suisse

**Le scénario «Issue mitigée»
en Europe très probable**

Même si l'«Ode à la joie» n'est pas notre scénario principal, nous évaluons sa probabilité de survenance à environ 30%. En dépit de la faiblesse actuelle de l'euro, les marchés européens y trouvent des affinités selon notre Baromètre du risque européen. Si nous nous retrouvions effectivement dans le monde qu'il décrit, un durcissement progressif de la politique monétaire par la BCE renforcerait l'euro et atténuerait donc nettement la pression sur le franc suisse. En cas d'«Issue mitigée» pour la politique européenne (scénario principal: 50%), le durcissement de la politique monétaire de la BCE surviendrait plus tard et n'occasionnerait qu'une faible pression haussière sur l'euro. Et dans le scénario pessimiste de «Descente en enfer», et donc de résurgence de la crise européenne, le franc devrait de plus en plus réapparaître comme une valeur refuge pour les investisseurs. La pression haussière sur le franc augmenterait alors fortement. Toutefois, nous jugeons ce scénario improbable.

**Le Baromètre du risque
européen inférieur à sa
moyenne sur dix ans**

Le «Baromètre du risque européen» que nous avons développé doit permettre de savoir dans quelle mesure les risques politiques et les scénarios évoqués sont déjà pris en compte par les marchés. À cet égard, nous utilisons des valeurs de référence sur la liquidité, les évaluations-pays à long terme et différents indicateurs des attentes du marché en matière de volatilité ainsi que de forme et de taille des risques extrêmes. Le niveau actuel du baromètre indique un risque de marché (implicite) légèrement inférieur à la moyenne. Cela tient en premier lieu aux écarts relativement faibles entre les taux du crédit et du marché monétaire et entre les prix vendeur et acheteur des emprunts d'État et d'entreprise, à la faible volatilité implicite des obligations d'entreprise et des actions, et à la baisse des taux d'intérêt pour la clientèle privée et les crédits commerciaux.

pierre.bose@credit-suisse.com

sandrine.perret@credit-suisse.com

Aperçu des risques-pays

Pays-Bas

Le 15 mars 2017, la population néerlandaise a majoritairement voté contre le populiste de droite Geert Wilders, son parti PVV (13% des voix) et sa politique hostile à l'encontre de l'Europe. Le parti libéral-conservateur VVD dirigé par Mark Rutte (21%) s'est démarqué en tant que vainqueur, bien que le VVD ait perdu plus de 5% de ses voix par rapport à 2012 et que les populistes de droite de Geert Wilders aient gagné près de 3%. Selon les résultats des élections, au moins quatre partis devront former une coalition pour réunir une majorité parlementaire de 76 sièges. Trouver un tel accord prendra un certain temps.

sandrine.perret@credit-suisse.com

France

La campagne électorale présidentielle est lancée. La candidate du Front National (FN), Marine Le Pen, a tenu un discours de politique générale virulent. Les points clés de son programme à la présidence sont un retour à la monnaie nationale et des mesures protectionnistes drastiques. Divers sondages d'opinion placent Marine Le Pen en tête du premier tour, mais elle serait battue au second tour par le candidat indépendant Emmanuel Macron ou le candidat des Républicains François Fillon. Nous partageons cette estimation et voyons un tel scénario comme le plus probable.

sandrine.perret@credit-suisse.com

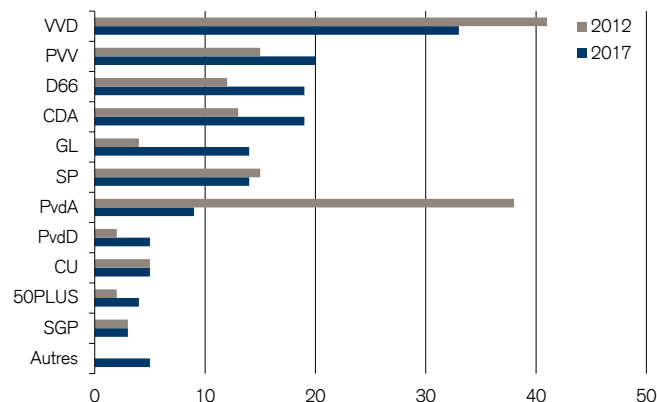
Italie

L'issue du référendum sur les réformes politiques en décembre a conduit à la démission du Premier ministre Matteo Renzi (PD). Le président du PD a appelé à un congrès pour la direction du parti, ce qui réduit le risque d'élections législatives anticipées au 2^e trimestre. De nouvelles élections pourraient toutefois avoir lieu en septembre. D'ici là, il est probable qu'aucune réforme structurelle d'envergure ne sera lancée. Compte tenu du niveau élevé de la dette, la faible dynamique de croissance devrait se poursuivre cette année.

pierre.bose@credit-suisse.com

Les Néerlandais votent pour l'Europe

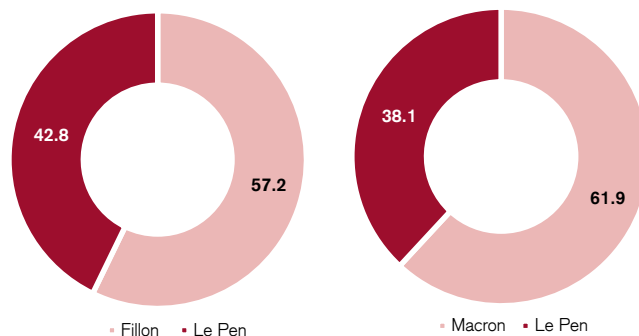
Sièges à la Deuxième Chambre, par parti (total: 150 sièges)



Source: Deuxième Chambre des États généraux

Défaite attendue de Le Pen au second tour

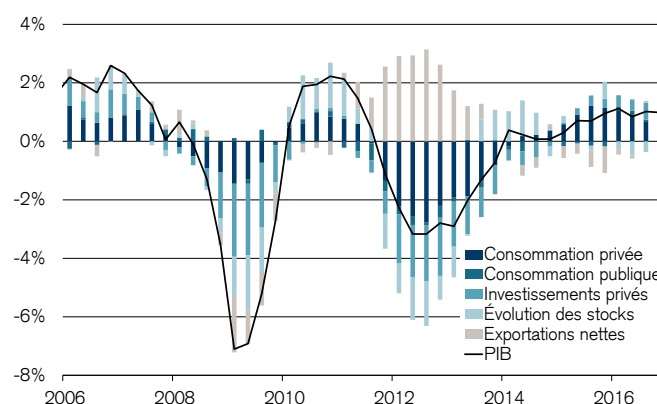
2^e tour: moyenne des sondages, en %



Source: OpinionWay, Ifop, Harris, Elabe, Credit Suisse; dernières données au: 24.03.2017

Faible croissance économique en Italie

Contribution à la croissance du PIB, en points de pourcentage



Source: Datastream, Credit Suisse

Aperçu des risques-pays

Grèce

Les créanciers ne sont pas sur la même longueur d'onde quant à la seconde négociation du troisième paquet de sauvetage pour la Grèce (86 mrd d'EUR). Le FMI a assujéti sa participation à des objectifs réduits pour l'excédent primaire et à des mesures d'allègement de la dette. L'Allemagne est contre les allègements de la dette et favorable à de nouvelles réformes économiques. Le prochain grand remboursement (6,1 mrd d'EUR) de la Grèce est exigible en juin, et un accord doit être trouvé au préalable sur la prochaine tranche du plan de sauvetage. Une solution rapide n'est pas en vue mais une escalade incontrôlée est également devenue peu réaliste.

pierre.bose@credit-suisse.com

Allemagne

La chancelière Angela Merkel brigue un quatrième mandat. Les sondages d'opinion montrent une course au coude-à-coude entre la CDU/CSU et le SPD, la popularité du SPD s'étant accrue après la nomination de Martin Schulz. Que ce soit le SPD ou la CDU/CSU qui remporte l'élection, le gouvernement serait pro-européen. Dans une coalition de centre-gauche, cependant, les dépenses intérieures pourraient augmenter et le gouvernement reviendrait sur une partie des réformes. Un gouvernement de centre-gauche est susceptible d'adopter une position plus accommodante en matière budgétaire vis-à-vis des pays périphériques.

sandrine.perret@credit-suisse.com

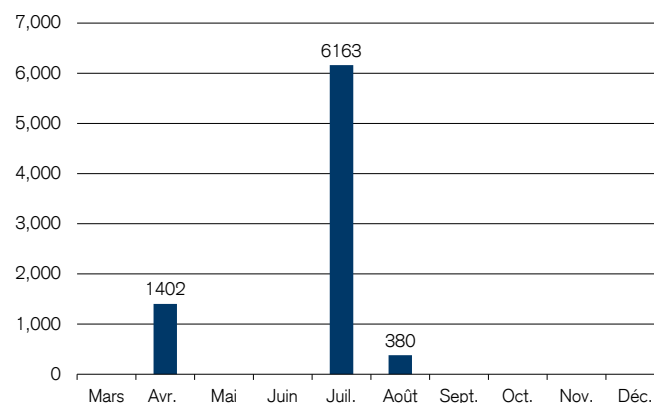
Grande-Bretagne

Après l'entrée en vigueur de l'article 50, la Grande-Bretagne doit quitter l'UE en l'espace de deux ans. En fonction de l'évolution du rapport GBP/CHF et de la conjoncture britannique, cela aura aussi des conséquences pour la Suisse. La livre est tout particulièrement sensible aux fluctuations. Nous ne prévoyons toutefois pas que le cours de change influencera très fortement le commerce entre la Suisse et la Grande-Bretagne car une grande partie des exportations helvétiques sont constituées de produits pharmaceutiques, dont les acheteurs ont tendance à être moins sensibles aux prix.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Une échéance de remboursement importante à venir cet été

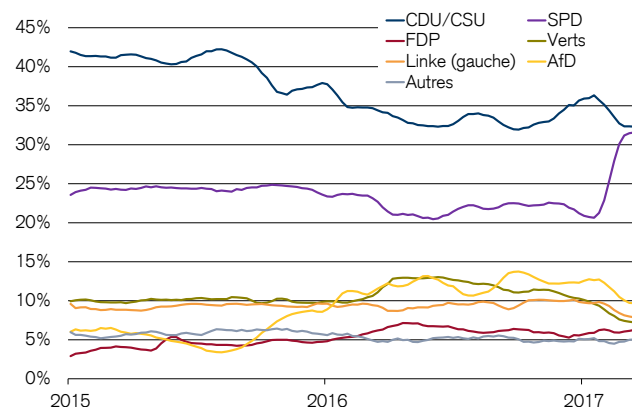
Remboursements mensuels d'obligations grecques 2017, en mio. d'EUR



Source: Bloomberg, Credit Suisse

La nomination de Martin Schulz accroît les chances du SPD

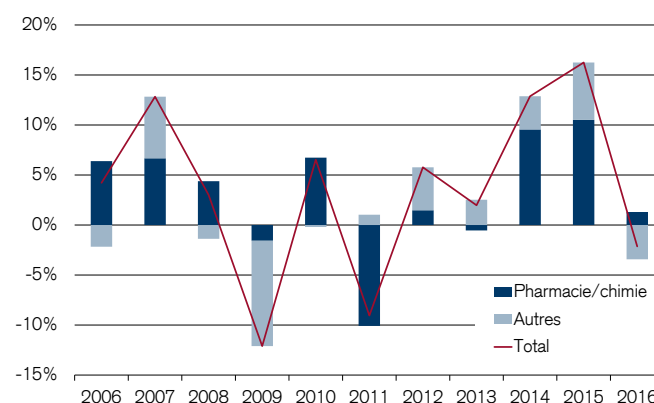
Part des voix par parti, en %



Source: divers sondages d'opinion, Credit Suisse

La Suisse exporte principalement des produits pharmaceutiques au Royaume-Uni

Contribution de l'industrie pharmaceutique à la croissance des exportations vers la Grande-Bretagne, en points de pourcentage



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Conjoncture suisse

La croissance économique va encore accélérer

L'économie suisse devrait croître de 1,5% en 2017, soit un peu plus qu'en 2016 (1,3%) et nettement plus qu'immédiatement après l'appréciation du franc de 2015 (0,8%). La BNS pourrait de nouveau tolérer une appréciation du franc suisse.

Le choc du franc de 2015 ne préoccupe plus vraiment début 2017...

L'année 2017 a démarré de façon prometteuse, avec une ambiance qu'on n'avait pas connue depuis longtemps. L'indice des directeurs d'achat (PMI), que nous établissons à partir d'une enquête réalisée auprès de l'industrie de transformation en collaboration avec procure.ch, a récemment atteint son plus haut niveau depuis avril 2011. Et la hausse de notre baromètre des exportations reflète une forte demande en biens d'exportation suisses dans les pays acheteurs. On peut donc supposer que de plus en plus de secteurs parviendront à développer leurs exportations malgré la surévaluation actuelle du franc face à l'euro, et investiront de plus en plus dans l'anticipation d'une meilleure évolution des commandes. Même le climat de consommation, prélevé trimestriellement par le SECO, avait renoué en début d'année avec son niveau de juillet 2014. Et il est surtout à noter que les estimations individuelles de la sécurité de l'emploi se sont améliorées. De toute évidence, le potentiel de contagion de la vigueur du franc suisse à l'économie intérieure reste modéré aujourd'hui. Par conséquent, nous maintenons notre prévision selon laquelle l'économie suisse progressera de 1,5% en 2017.

... mais certaines PME restent sous pression

Pour l'évaluation de la situation économique, l'indicateur de la marche des affaires du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ continue cependant d'afficher de nets écarts selon la taille des entreprises. Les PME jugent toujours la marche de leurs affaires moins bonne qu'avant la suppression du cours plancher, tandis que ce n'est plus le cas pour les grandes entreprises. De même, les statistiques du marché du travail font apparaître de plus grandes préoccupations au sein des PME, notamment en ce qui concerne le chômage partiel. En effet, les PME ont souvent moins de possibilités pour protéger leurs marges en achetant davantage à l'étranger, ce qui limite leur potentiel de croissance.

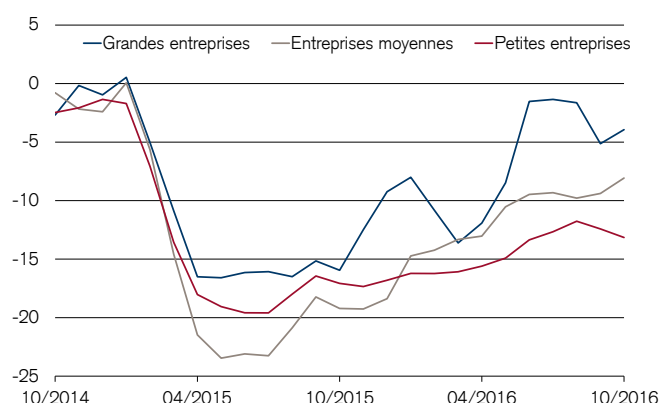
La BNS pourrait tolérer un franc plus fort

Le taux d'inflation devrait se maintenir en territoire positif et s'élever en moyenne à 0,5%. La hausse des niveaux de prix et la solide croissance de l'économie devraient permettre à la BNS de se montrer moins active. Cependant, la BNS semble encore intervenir de manière intensive sur le marché des changes. Nous estimons qu'elle reviendra à une politique monétaire moins expansionniste au plus tard au cours de l'été. Concrètement, elle devrait réduire ses interventions sur le marché des changes, mais une hausse des taux directeurs n'est pour l'instant pas au programme.

claudemaurer@credit-suisse.com

La Suisse présente un «fossé de taille»

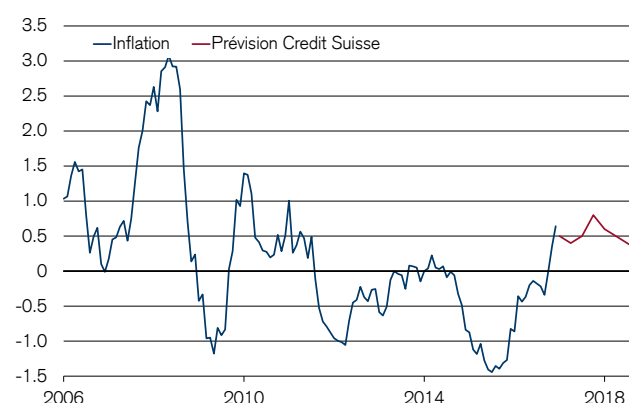
Marche des affaires, soldes en points de pourcentage, moyenne sur 3 mois



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

Hausse modérée de l'inflation

En % par rapport à l'année précédente



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Politique monétaire | Analyse approfondie

La BNS lutte contre un franc structurellement fort

Quelques secteurs très productifs sont responsables de l'excédent de la balance courante de la Suisse. Du fait de leur faible sensibilité aux taux de change, il est difficile d'appliquer des mesures compensatoires de politique économique.

Un secteur d'exportation très compétitif pourrait entraîner une désindustrialisation partielle

Après la découverte d'énormes gisements de gaz au Pays-Bas en 1959, les exportations néerlandaises se sont envolées dans les années 1960 et 1970. Les revenus des exportations de gaz ont entraîné d'importants afflux de capitaux étrangers vers les Pays-Bas, qui – après conversion – ont contribué à l'appréciation du florin (la monnaie néerlandaise de l'époque). Cette appréciation a eu un impact négatif sur la compétitivité d'autres biens et services négociables, mettant sous pression les bénéfices des secteurs exportateurs non liés au gaz et des secteurs domestiques concurrencés par les importations. En référence à ce phénomène, on appelle «maladie hollandaise» la combinaison d'un boom des exportations soutenu par un seul ou quelques rares secteurs et d'une appréciation de la monnaie concernée.

La Suisse présente des symptômes de la «maladie hollandaise»

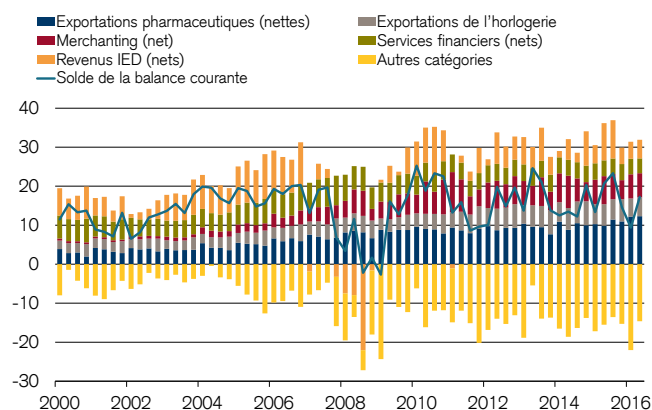
Avec son franc fort et les revenus élevés obtenus à l'étranger, la Suisse affiche certaines caractéristiques des Pays-Bas des années 1970. La balance des opérations courantes de la Suisse, qui comprend les revenus de capitaux nets du commerce international et de la position extérieure nette du pays, enregistre actuellement un excédent de près de 65 milliards de CHF par an, soit 10% du produit intérieur brut (PIB). En outre, cet excédent est resté largement inchangé depuis 2008 en dépit de la forte appréciation du franc suisse. Dans ce contexte, la politique de la Banque nationale suisse (BNS) pourrait être de plus en plus remise en question. Si la BNS s'attache depuis un certain temps à affaiblir le franc avec des taux d'intérêt négatifs et de fréquents achats de devises, l'excédent élevé de la balance courante de la Suisse implique cependant que le franc suisse n'est pas vraiment surévalué à l'heure actuelle.

Un excédent dû à quelques rares secteurs extrêmement productifs

Toutefois, cet excédent élevé, comme à l'époque aux Pays-Bas, tient principalement à quelques rares secteurs, à savoir la pharmacie, l'horlogerie, le négoce de matières premières (commerce de transit, ou *merchandising*) et les services financiers. Ces branches représentent environ 20% du PIB, mais uniquement 8% de l'emploi. Sans surprise, les secteurs affichant un tel excédent extérieur sont extrêmement productifs, c'est-à-dire qu'ils génèrent une grande valeur ajoutée par employé.

L'excédent de la balance courante soutenu par quelques catégories

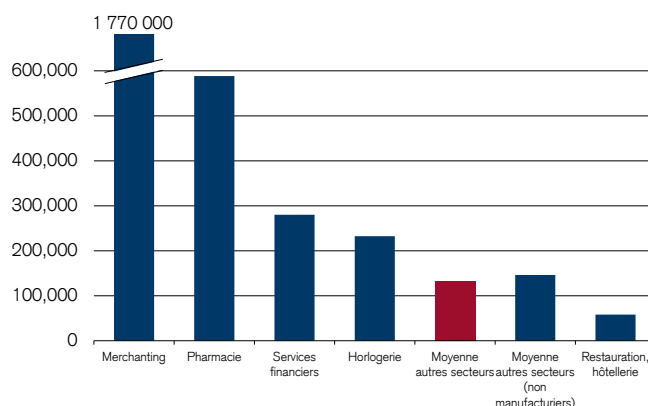
en mrd de CHF



Source: Banque nationale suisse, Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Les secteurs en excédent sont extrêmement productifs

En CHF par employé



Source: Office fédéral de la statistique, Association suisse de négoce de matières premières et de transport maritime, Credit Suisse

La création de valeur moyenne dans ces secteurs s'élève à près de 640 000 CHF par employé (en équivalents plein temps), le *merchanting* atteignant le plafond avec 1 770 000 CHF. À titre de comparaison, la création de valeur dans d'autres secteurs de fabrication également très orientés à l'exportation s'élève en moyenne à moins de 150 000 CHF par employé. Et si l'on tient également compte des prestations axées sur l'économie domestique, cette valeur tombe à 130 000 CHF en moyenne. Le tourisme (hôtellerie et restauration), autre secteur tourné vers l'exportation, génère une création de valeur moyenne encore plus faible, à moins de 60 000 CHF par an.

Les branches moins compétitives nettement plus sensibles aux taux de change

Si nous excluons les quatre secteurs avec excédents (ainsi que les revenus des investissements étrangers directs [IED]; pour plus d'informations, voir ci-après), les autres catégories de la balance courante (barres jaunes dans la figure à gauche sur la page précédente) ont plus ou moins évolué comme on pouvait le prévoir suite à l'appréciation du franc. La perte (nette) de ces catégories était relativement faible jusqu'à la crise financière mondiale de 2008, et a progressé depuis lors en parallèle de l'appréciation du franc suisse. Cette tendance peut certes être interprétée comme le signe d'une surévaluation du franc, mais le creusement de ce déficit n'est pas particulièrement drastique, puisque la perte s'est établie à près de 1,5% du PIB avant 2008 et a progressé à environ 2,5% du PIB jusqu'en 2016.

Une appréciation fondamentalement justifiée ne devrait pas être contrée par des achats de devises

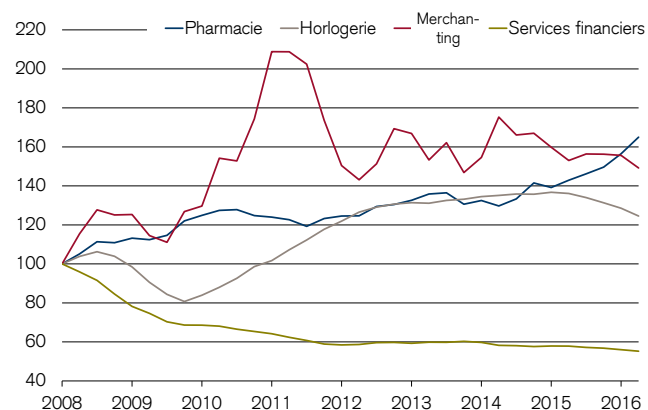
On peut donc se demander si la Suisse souffre vraiment de la maladie hollandaise. À l'exception de l'industrie pharmaceutique, les trois autres secteurs n'affichent pas de véritable boom, bien qu'ils continuent à générer des revenus substantiels. En outre, on peut se demander si l'appréciation de la monnaie suite à une maladie hollandaise serait inévitablement mauvaise pour la croissance économique. Tant que le cours de change ne s'écarte pas de sa valeur d'équilibre (c'est-à-dire que la monnaie n'est ni surévaluée, ni sous-évaluée), l'appréciation ne devrait pas avoir d'effet (à long terme) sur la croissance, selon certains économistes. Dans le cadre d'une analyse des études de recherche sur le sujet, le Fonds monétaire international (FMI) n'a effectivement trouvé aucune preuve attestant que la maladie hollandaise freinait la croissance. La politique économique ne devrait donc pas s'efforcer d'empêcher une appréciation de la monnaie à la suite d'un boom du secteur d'exportation (ou d'un large excédent de la balance courante), même si cette appréciation entraîne une désindustrialisation dans d'autres secteurs de l'économie nationale.

Les achats de devises sont toutefois de mise en cas de taux de change temporairement excessifs

Est-ce que cela signifie que les achats de devises de la BNS de ces dernières années ont raté leur cible? Pas forcément. Les interventions sur le marché des changes sont justifiées lorsqu'elles visent – comme dans le cas actuel – la réduction d'une surévaluation temporaire au lieu d'intervenir en réaction à une appréciation fondamentale. Toutefois, il est difficile d'évaluer la surévaluation lorsque cela concerne des branches exportatrices qui sont en grande forme et très peu sensibles aux fluctuations des taux de change. L'excédent de la balance courante qui en résulte est généralement interprété comme étant l'expression d'une monnaie évaluée de manière adéquate, voire sous-évaluée.

Les années de boom sont révolues dans la plupart des secteurs en excédent

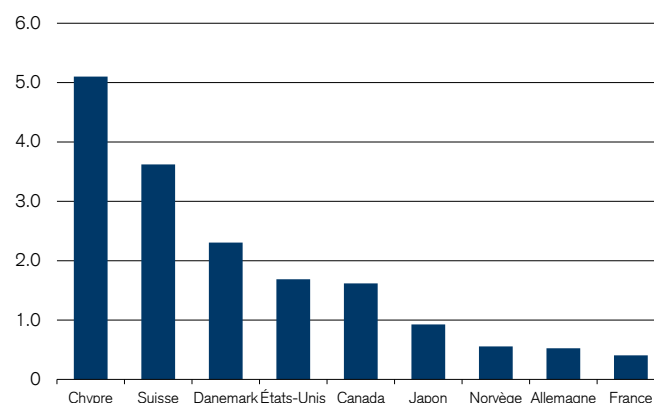
Exportations nominales nettes (hors horlogerie), moyenne sur quatre trimestres, base 100 au 1^{er} trimestre 2008)



Source: Banque nationale suisse, Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Réserves en bénéfice élevées des filiales étrangères

en % du PIB



Source: Fonds monétaire international, Credit Suisse

Pour la BNS, cela signifie que ses interventions sur le marché des changes doivent être orientées vers la prévention d'une augmentation excessive du taux de change, c'est-à-dire d'un choc temporaire à la hausse. Quoiqu'il en soit, il est a priori très difficile de déterminer si un tel choc est de nature permanente ou temporaire. Ainsi, les achats de devises de la BNS en 2009 et 2010 ne se justifient guère du point de vue actuel, car l'appréciation du franc suisse dans cette phase était conditionnée par des facteurs fondamentaux, selon notre modèle d'évaluation. Toutefois, ces facteurs étaient difficiles à identifier à l'époque.

Une politique budgétaire attrayante devrait encore renforcer la balance extérieure de la Suisse

La politique budgétaire peut atténuer les conséquences de la maladie hollandaise. En économisant (c'est-à-dire en imposant) les bénéfices réalisés par l'industrie d'exportation en plein boom et en les réinvestissant à l'étranger, elle peut contribuer à la réduction de la pression haussière sur la monnaie. Cette stratégie est suivie par divers exportateurs de matières premières tels que la Norvège et l'Arabie saoudite, qui ont constitué des fonds de placement étatiques avec leurs revenus pétroliers. Dans le cas de la Suisse, l'État aurait toutefois du mal à imposer les gains de secteurs spécifiques afin de financer un tel fonds. En effet, les entreprises sont (plus ou moins) mobiles et pourraient tourner le dos au pays en cas d'imposition défavorable (les exceptions à cet égard concernent l'industrie horlogère et le secteur des services financiers, dont la «suisstitude» est déterminante pour la réputation et la valeur de leurs produits et services). En particulier dans le cas du merchanting, c'est surtout la faible imposition qui a attiré les entreprises du secteur et ainsi contribué à l'augmentation des revenus de la Suisse réalisés à l'étranger.

La part proportionnellement élevée des bénéfices non distribués des multinationales contribue à l'excédent de la balance extérieure

Dans ce contexte, il est intéressant d'étudier de plus près une dernière caractéristique de l'excédent de la balance courante helvétique, à savoir les revenus des investissements étrangers directs (IED). La Suisse est le site d'implantation de nombreuses grandes multinationales possédant des filiales étrangères. Les revenus dégagés par ces sociétés affiliées contribuent à l'augmentation de l'excédent de la balance courante helvétique, notamment lorsqu'ils sont détenus sous la forme de réserves en bénéfice (une sous-catégorie des revenus d'IED). Mais étant donné que ces multinationales sont très souvent détenues par des investisseurs étrangers, les bénéfices des filiales appartiennent effectivement aux investisseurs étrangers de ces entreprises et sont par conséquent attribués «par erreur» aux revenus suisses du capital. Afin d'illustrer ce phénomène, nous établissons une comparaison internationale (dans la mesure où les données sont disponibles) qui montre que les réserves en bénéfice des filiales étrangères en Suisse représentent une part relativement élevée du PIB. Les taux d'imposition suisses relativement faibles pour les entreprises étrangères devraient également jouer un rôle important à cet égard puisqu'ils incitent les multinationales à comptabiliser leurs gains en Suisse afin de réduire leur charge fiscale. Toutefois, la proposition de réforme de l'imposition des entreprises en Suisse devrait atténuer cet effet.

Plus le franc suisse se maintiendra longtemps au niveau actuel, moins les achats de devises paraîtront justifiés

Une double conclusion s'impose: premièrement, le franc suisse restera une monnaie fondamentalement forte à long terme, soutenue par les gains substantiels d'un petit groupe de secteurs en excédent, tant qu'aucune modification fondamentale négative ne surviendra, comme par exemple une hausse durable du taux d'inflation ou une baisse de la productivité dans ces branches. Contrairement à des pays possédant une gamme complète de ressources naturelles, la Suisse peut difficilement contribuer, par sa politique budgétaire, à atténuer la pression à la hausse générée par ces secteurs en excédent. En effet, la politique fiscale attrayante pourrait même avoir encouragé l'apparition de ces secteurs. Deuxièmement, le franc pourrait ne pas descendre beaucoup plus bas qu'actuellement lorsque la BNS aura commencé à normaliser sa politique monétaire, d'autant plus que la surévaluation due aux gains continus générés par ces branches ne devrait s'affaiblir que progressivement. Cependant, certains des secteurs d'exportation les moins productifs pourraient ne jamais se redresser du récent choc de l'appréciation du franc. Mais sur le long terme, des mesures ciblées destinées au soutien des secteurs les plus concernés par la vigueur du franc contribueraient dans le meilleur des cas à retarder un ajustement économique incontournable.

Les Pays-Bas ont aujourd'hui récupéré de leur «maladie» en intégrant une grande union monétaire à laquelle appartiennent également leurs principaux partenaires commerciaux. Une leçon pour la Suisse?

maxime.botteron@credit-suisse.com

Avertissement sur les risques

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

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

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

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

Risques inhérents aux marchés financiers

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

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

Marchés émergents

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

Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux

gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

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

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

Risques de taux d'intérêt de crédit

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

Département Investment Strategy

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

Les stratèges en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Tous les articles et rapports de Research relatifs aux changements de recommandations et de notations des entreprises et/ou des différents instruments financiers peuvent être consultés sur le site suivant: <https://investment.credit-suisse.com>

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

Pour toute information complémentaire y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de Credit Suisse Global Research Disclosure sous: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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

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

<http://www.credit-suisse.com>

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

Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:**

Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. succursale Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernesey Financial Services Commission. Des copies des derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Jersey:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, dont les activités d'investissement sont réglementées par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du

présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Arabie saoudite:** Ce document ne peut pas être distribué dans le Royaume sauf aux personnes autorisées conformément aux réglementations relatives aux fonds de placement. Credit Suisse Saudi Arabia porte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document et confirme avoir fait toutes les vérifications raisonnablement nécessaires avec le plus grand soin et en toute bonne foi, et qu'il n'y a pas d'autres faits dont l'omission pourrait rendre toute déclaration contenue dans le présent document comme trompeuse. L'Autorité des marchés financiers n'assume aucune responsabilité quant au contenu de ce document, ne saurait être tenue responsable ni de l'exactitude ni de son exhaustivité et décline expressément tout responsabilité quant aux pertes qui pourraient résulter ou être induites par l'utilisation d'une partie quelconque de celui-ci. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **EAU:** Ce document et les informations qu'il contient ne constituent en aucune façon une offre publique de valeurs mobilières aux Émirats Arabes Unis, et ils ne doivent par conséquent pas être interprétés comme tels. Les services ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs sophistiqués aux EAU qui (a) sont désireux et capables d'effectuer un examen indépendant des risques associés à l'investissement dans lesdits services et (b) y procèdent sur demande expresse de leur part. Les services n'ont pas été approuvés ou agréés par, ni enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, l'Autorité de supervision des marchés financiers ou toute autre autorité compétente ou agence gouvernementale des EAU. Ce document est réservé exclusivement à l'usage du destinataire nommé; il ne doit donc pas être remis ou montré à quiconque (à l'exception des employés, agents ou conseillers impliqués dans l'étude de l'investissement par le destinataire). Aucune transaction ne sera conclue aux EAU. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et

la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

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

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

17C010A_IS



CREDIT SUISSE SA

Case postale

CH-8070 Zurich

credit-suisse.com

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.