

# Craintes de récession exagérées

Moniteur Suisse | Septembre 2019

Conjoncture Suisse  
**La consommation soutient  
la croissance**

Page 6

Focus  
**Vague de départs à la retraite**

Page 12

Politique monétaire  
**Inflation et vieillissement  
démographique**

Page 16

# Impressum

---

## **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

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

## **Commandes**

Directement auprès de votre conseiller ou dans toutes les succursales  
du Credit Suisse

## **Clôture de rédaction**

11 Septembre 2019

## **Copyright**

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

## **Participation**

Ewelina Krankowska-Kedziora

Chère lectrice, cher lecteur,

Nous espérons que vous avez passé un été reposant, que ce soit sous le soleil méditerranéen, arpentant des sentiers de randonnée traversant des prés en fleurs dans les Alpes suisses ou en tout autre endroit loin des tracasseries quotidiennes. Quel qu'ait été votre lieu de villégiature, vous avez certainement entendu parler des nombreuses turbulences politiques qui agitent la planète. Citons à titre d'exemple l'escalade du conflit commercial sino-américain, les manifestations à Hong Kong, la crise gouvernementale en Italie, le Brexit ainsi que – en Suisse – les querelles autour de l'accord-cadre avec l'Union européenne ou encore la suspension de l'équivalence boursière par l'UE. Si en plus vous avez jeté un œil sur les chiffres conjoncturels, vous avez peut-être remarqué la chute rapide des indices des directeurs d'achat (PMI) dans l'industrie manufacturière, qui ont récemment atteint des niveaux dignes d'une récession chez nos voisins du Nord. Et si vous avez suivi l'évolution des marchés financiers, vous avez sans doute constaté que les rendements des emprunts de la Confédération à 10 ans ont touché de nouveaux plateaux historiques en territoire négatif – un autre signe de ralentissement conjoncturel.


Nous avons été contraints de revoir nos prévisions à la baisse pour la Suisse et de nombreux autres pays, bien qu'une réelle récession nous semble toujours improbable. Les récessions sont généralement le fruit de chocs violents, comme une forte hausse des taux d'intérêt ou des prix des matières premières, ou une contraction du crédit provoquée par des déséquilibres financiers. Aucun choc de ce genre n'est pour l'heure discernable. Le volume des droits de douane que Washington et Pékin s'infligent mutuellement semble peser bien peu au vu de l'importance de ces deux économies. L'enquête auprès des petites et moyennes entreprises (PME) suisses que nous avons publiée récemment révèle en outre que celles-ci ne pâtissent guère de la montée du protectionnisme. De fait, il nous semble plutôt invraisemblable qu'une récession puisse être déclenchée par une vague de tweets en provenance de la Maison-Blanche. Même les marchés financiers montrent des signes que le pessimisme actuel est peut-être exagéré. Après l'atteinte de nouveaux sommets au début de l'été par le Swiss Market Index (ainsi que par d'autres marchés d'actions), nous ne serions donc pas surpris de voir tomber d'autres records cet automne.

Outre le pessimisme conjoncturel, les évolutions à plus long terme donnent régulièrement lieu à des discussions empreintes d'inquiétude. Nous abordons d'ailleurs l'une des thématiques importantes dans notre Focus: l'imminence de la vague de départs à la retraite des baby-boomers. Notre analyse comporte non seulement des estimations d'ordre général, mais identifie aussi les branches de l'économie helvétique qui seront impactées par ce phénomène, et dans quelles proportions. Dans certains secteurs, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée devrait certes s'aggraver. Dans les discussions teintées de pessimisme, on oublie toutefois souvent que cette pénurie est aussi la conséquence d'une forte demande – et donc d'une robuste croissance du pouvoir d'achat de la population –, et que les nouvelles technologies qui permettront d'y remédier constituent autant d'opportunités pour beaucoup d'entreprises.

Nous vous souhaitons une agréable lecture et un automne plein de réussite.



Thomas Gottstein  
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler  
Chef économiste Suisse

<b>Contexte mondial</b>	<b>5</b>
<b>Conjoncture suisse</b>	<b>6</b>
<b>Consommation: pilier de l'essor</b>	
La croissance économique helvétique a nettement ralenti en glissement annuel et les perspectives se sont assombries pour une grande partie de l'industrie. Aucune véritable récession ne semble toutefois se profiler.	
<b>Conjoncture   Moniteur</b>	<b>9</b>
<b>Branches   Moniteur</b>	<b>10</b>
<b>Focus – Démographie et marché du travail</b>	<b>12</b>
<b>Vague de départs à la retraite</b>	
Les générations du baby-boom partent à la retraite. Cette vague de départs va marquer le marché du travail helvétique pour les dix années à venir, et ce d'autant plus que le nombre de nouveaux actifs sera bientôt inférieur à celui des sortants.	
<b>Politique monétaire</b>	<b>16</b>
<b>Inflation et vieillissement démographique</b>	
De récentes études, qui se sont penchées sur le lien entre inflation et démographie pour tenter d'expliquer le faible renchérissement observable dans les pays développés, ont abouti à des résultats contradictoires.	
<b>Politique monétaire   Moniteur</b>	<b>17</b>
<b>Immobilier   Moniteur</b>	<b>18</b>
<b>Indicateurs avancés du Credit Suisse</b>	<b>19</b>
<b>Prévisions et indicateurs</b>	<b>21</b>

# Contexte mondial

## Europe

Les nombreux conflits commerciaux et le ralentissement de la conjoncture mondiale ont freiné l'économie européenne au 2<sup>e</sup> trimestre 2019. L'Allemagne, la Suède et la Grande-Bretagne ont même enregistré un repli de leur performance économique, l'Italie une stagnation. Et les perspectives pour le 2<sup>e</sup> semestre se révèlent mitigées. La consommation toujours robuste grâce à la vigueur du marché de l'emploi, les mesures de soutien monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et la faiblesse de l'EUR devraient cependant limiter le tassement conjoncturel.

claude.maurer@credit-suisse.com

## États-Unis

Contrairement à la plupart des autres grandes économies, la situation conjoncturelle reste relativement robuste aux États-Unis. La conjoncture industrielle s'y est certes également repliée, mais il n'existe pour l'heure guère de signes d'une propagation de l'atonie industrielle au marché du travail et donc au principal moteur de la croissance économique qu'est la consommation. La Fed a en outre abaissé son taux directeur et d'autres mesures du même acabit devraient suivre, ce qui aura un impact positif sur la dynamique économique.

claude.maurer@credit-suisse.com

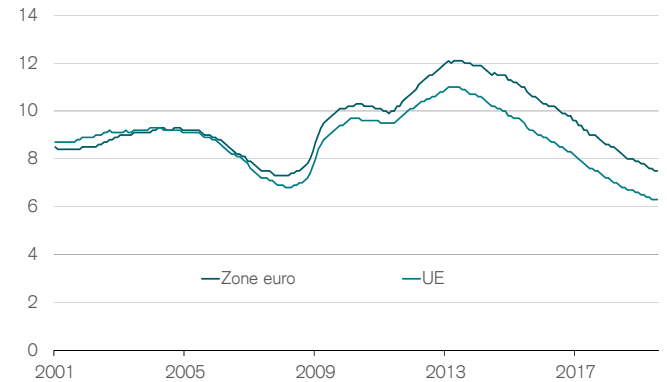
## Chine

La guerre commerciale avec les États-Unis et le tassement général de la conjoncture ont entraîné la croissance chinoise en nouvelle baisse au 2<sup>e</sup> trimestre 2019. Elle atteint désormais 6,2% – un taux qui n'a plus été aussi faible depuis plusieurs décennies et se révèle même inférieur à celui enregistré pendant la récession mondiale de 2009. Les mesures des autorités chinoises, comme l'assouplissement des conditions de crédit ou encore la dépréciation de la monnaie, devraient soutenir l'industrie et dynamiser la consommation intérieure et la construction, ce qui va sans doute endiguer la perte d'élan conjoncturel.

claude.maurer@credit-suisse.com

## Taux de chômage encore bas

Taux de chômage, corrigés des effets saisonniers, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

## Optimisme toujours au beau fixe chez les PME

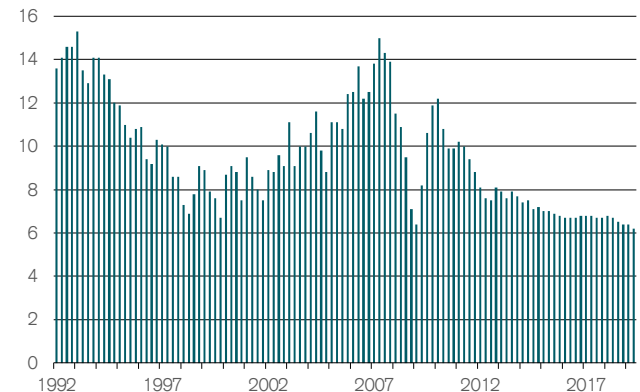
NFIB Small Business Sentiment Index



Source: Datastream, Credit Suisse

## Nouveau ralentissement de la croissance

Croissance du produit intérieur brut réel en glissement annuel, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

# Consommation: pilier de l'essor

**La croissance économique helvétique a nettement ralenti en glissement annuel et les perspectives se sont assombries pour une grande partie de l'industrie. Aucune véritable récession ne semble toutefois se profiler.**

## Croissance en berne au 2<sup>e</sup> trimestre 2019

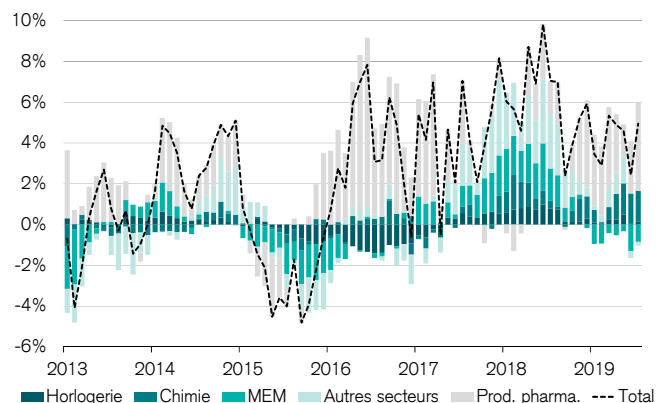
Avec +0,3% en glissement trimestriel, l'économie suisse a certes signé une nouvelle progression au 2<sup>e</sup> trimestre 2019, mais moins vigoureuse qu'au trimestre précédent. Le produit intérieur brut (PIB) n'a été que légèrement supérieur à son niveau d'il y a un an. Les perspectives se révèlent aussi plus mitigées, surtout pour une grande partie de l'industrie: l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour l'industrie que nous établissons en collaboration avec procure.ch pointe depuis presque six mois en dessous du seuil de croissance. De même, notre baromètre des exportations signale que la conjoncture industrielle dans les pays de débouché des biens et marchandises suisses n'a plus été aussi atone depuis sept ans. Le franc s'est en outre apprécié face à l'euro.

## Les exportations de biens de consommation profitent de la croissance toujours soutenue de la consommation mondiale

Les volumes d'exportation de l'industrie MEM (machines, équipements électriques et métaux) diminuent depuis près d'un an, tandis que les exportations de montres stagnent (les récents troubles sur le débouché si important que constitue Hong Kong ont sans doute pesé). Les exportations pharmaceutiques poursuivent en revanche leur avancée (fig. en bas à gauche). De manière générale, la forte part des biens de consommation dans les exportations helvétiques est un atout, puisque deux tiers des marchandises exportées profitent ainsi de la solide croissance de la consommation mondiale (fig. en bas à droite). Pour assister à un effondrement du volume des exportations suisses, il faudrait donc une nette dégradation du climat de consommation mondiale – qui ne nous semble pas à l'ordre du jour (cf. «Contexte mondial», p. 5). Au vu de la difficile situation des exportateurs de biens d'investissement, nous ne tablons toutefois pas non plus sur une accélération marquée de la croissance des exportations. Et parce qu'une demande modérée à l'exportation va généralement de pair avec une faible propension aux investissements d'équipement, nous n'attendons pas d'impulsions supplémentaires sur ce front.

### Pharmacie: principal pilier de la croissance des exportations

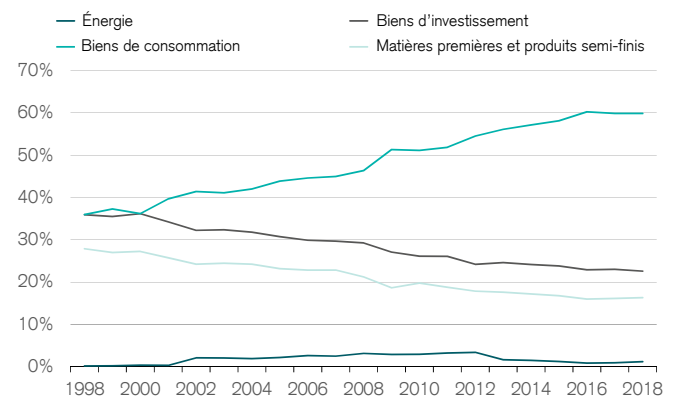
Croissance en glissement annuel, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

### Forte part de biens de consommation dans les exportations

Parts dans les exportations de marchandises



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse  
 À partir de 2002: électricité, marchandises retournées et trafic de perfectionnement inclus  
 À partir de 2012: lingots d'or et d'argent ainsi que pièces de monnaie inclus

## La consommation intérieure profite de la vigueur du marché du travail

La situation actuelle se révèle plus confortable pour la consommation privée en Suisse. Certes, l'indice du climat de consommation dans la figure en bas à gauche est également «rouge» et donc inférieur à la moyenne, mais ce sont surtout les questions relatives à la situation financière passée/anticipée qui ont ici reçu des réponses négatives. Le pessimisme quant à la situation financière passée s'explique sans doute par le repli boursier de la fin 2018 (désormais surmonté), tandis que celui concernant l'avenir est lié au nouveau recul des taux d'intérêt – c'est du moins ce que suggère l'évolution très similaire des réponses et des marchés financiers. L'expérience a cependant montré que la sécurité du propre poste de travail influe bien davantage sur les décisions de consommation que les fluctuations des marchés financiers. Or, les enquêtes auprès des consommateurs font toujours état d'un optimisme prudent, tant sur le front du marché du travail que sur celui de la future évolution conjoncturelle.

## Pour l'heure, même l'industrie ne réduit pas ses effectifs

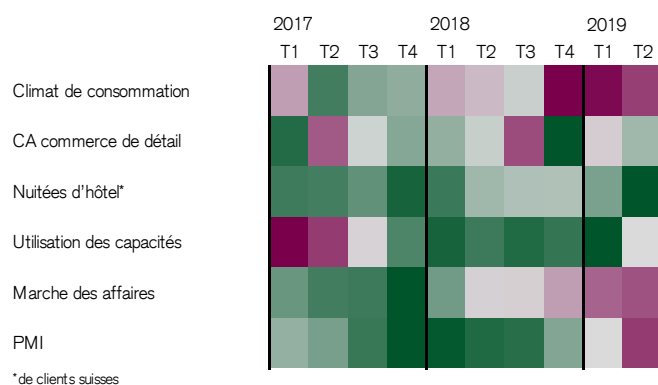
Et la situation actuelle sur le marché du travail se révèle effectivement robuste. Le taux de chômage est à son plus bas niveau en plus de dix ans et la croissance de l'emploi n'a que légèrement fléchi (cf. «Emploi» p. 9). Même l'industrie MEM, pourtant sous forte pression cyclique, semble n'avoir réduit que ses effectifs temporaires récemment. Le sous-indice «emploi» de l'enquête PMI dans l'industrie pointe néanmoins sous le seuil de croissance – bien que très légèrement – pour la première fois depuis 2017 (à l'exception de mars 2019). Si une valeur mensuelle négative ne doit certes pas être surinterprétée, elle alimente toutefois les craintes d'une phase peut-être prolongée et plus généralisée de réductions de postes, qui pourrait avoir un impact sur le climat de consommation.

## Faible risque de propagation au marché du travail

L'analyse des corrélations présentée dans la figure en bas à droite permet d'évaluer le risque d'une propagation de l'atonie industrielle au reste de l'économie et au marché du travail. Selon les chiffres, le PMI pour l'industrie est apparemment un bon indicateur avancé du PIB, puisque sa corrélation avec le PIB du semestre précédent est relativement élevée (plus le vert est foncé, plus la corrélation est marquée). Un examen plus approfondi montre cependant qu'une récession de l'ensemble de l'économie ne devient probable qu'à un niveau du PMI industrie inférieur à 44,9 points, et non dès le passage sous le seuil de croissance de 50 points. L'activité industrielle doit donc afficher un net repli pour que le PIB se contracte. La figure indique également qu'une faiblesse sur le front des exportations entraîne généralement un ralentissement immédiat de la croissance du PIB, alors que des investissements en baisse peuvent tout à fait être une répercussion du tassement du PIB. De son côté, l'emploi tend à suivre l'évolution économique avec un certain décalage, voire à afficher des courbes similaires – comme la théorie le voudrait. Donc, même si l'emploi industriel venait à diminuer plus fortement qu'anticipé, il ne faudrait pas encore s'attendre à une détérioration généralisée de la conjoncture helvétique.

### Les ménages achètent et sortent

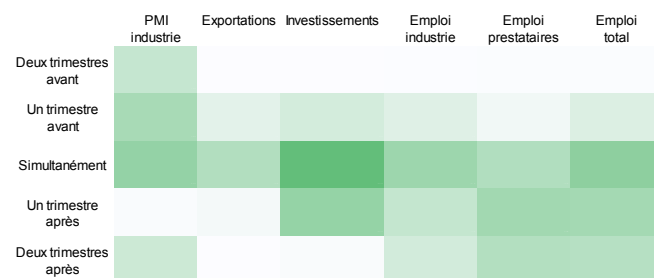
Heatmap; vert = supérieur à la moyenne; rouge = inférieur à la moyenne



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

### L'évolution du marché du travail suit celle du PIB

Moment de l'interaction avec le PIB. Plus le vert est foncé, plus la corrélation est élevée (interaction)



Source: Datastream, Credit Suisse

**Consommation privée et investissements de construction soutiennent la croissance, ...**

La robuste situation sur le marché du travail est l'une des principales raisons pour lesquelles la consommation privée devrait encore augmenter d'après nos prévisions pour 2019 et 2020. N'oublions pas non plus que la nouvelle hausse des dépenses de santé et l'accélération progressive de celles dans l'habitat (surtout loyers et intérêts hypothécaires) devraient également contribuer à l'essor de la consommation, tout comme le solide pouvoir d'achat lié à la faible inflation et l'immigration toujours vive, ou pour le formuler plus simplement: la croissance démographique. Cela dit, la progression de la consommation devrait selon nos prévisions se révéler modeste sur les deux prochaines années (env. 1 % par an). Après un tassement temporaire de la conjoncture de la construction cette année (+0,6%), 2020 devrait voir une accélération des investissements de construction (+1,2%). Les carnets de commandes restent en effet bien remplis en dépit d'une baisse du nombre de permis de construire octroyés et de suroffres régionales, les taux d'intérêt à niveau plancher incitant à investir dans la pierre.

**... et rendent peu probable une véritable récession**

Une récession digne de ce nom, qui se propagerait également au secteur tertiaire, reste donc peu probable malgré l'atonie régnant dans de nombreuses branches industrielles. Si la conjoncture globale ne se dégrade pas davantage – hypothèse qui nous semble plausible au vu de la situation actuelle favorable à la consommation presque partout dans le monde –, le PIB suisse devrait signer une croissance d'un peu plus de 1 % sur les deux années (2019: 1,1%; 2020: 1,4%\*). Cela dit, il est tout à fait possible que le cycle des stocks et le conflit commercial sino-américain, qui ont tous deux contribué au creux industriel mondial, s'apaisent au 2<sup>e</sup> semestre 2019 et en 2020, ce qui entraînerait une stabilisation, voire une légère accélération de la conjoncture suisse.

[claude.maurer@credit-suisse.com](mailto:claude.maurer@credit-suisse.com)

\* En 2020, des événements sportifs internationaux (Jeux olympiques d'été et Championnat d'Europe de football) devraient doper le PIB suisse de près de 0,3 point de pourcentage. De nombreuses fédérations sportives internationales, comme le Comité International Olympique (CIO) ou la Fédération Internationale de Football Association (FIFA), ont en effet leur siège en Suisse et leurs recettes entrent dans le calcul du PIB helvétique, même si les activités se déroulent en dehors du pays. Aucun événement de cette portée n'a eu lieu en 2019.



## Inflation

Le taux d'inflation actuel est un peu plus faible qu'anticipé, ce qui s'explique surtout par le repli des prix du pétrole. En outre, toute appréciation du franc entraîne généralement une baisse des prix à l'importation. Ces derniers (hors produits pétroliers) ont certes légèrement augmenté ces derniers mois, mais seulement de façon mesurée et en se limitant aux biens ménagers, et notamment aux meubles. Le taux d'inflation devrait rester modérément positif jusqu'en fin d'année (nous tablons sur une moyenne annuelle de 0,5%) et en 2020 (prévision également de 0,5%).

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Marché du travail

La faible demande dans le domaine des exportations n'a pour l'heure guère affecté le marché du travail. La croissance de l'emploi a certes perdu de son élan au 2<sup>e</sup> trimestre 2019, mais reste vigoureuse avec une progression de 1,2% en glissement annuel. Et les signes avant-coureurs d'un ralentissement marqué demeurent rares. Les enquêtes révèlent que le nombre de postes vacants atteint un niveau record. Beaucoup d'entreprises prévoient d'étoffer leurs effectifs dans les mois à venir dans le secteur tertiaire en particulier. Dans l'industrie en revanche, un nombre croissant de sociétés anticipe des réductions de postes.

emilie.gachet@credit-suisse.com

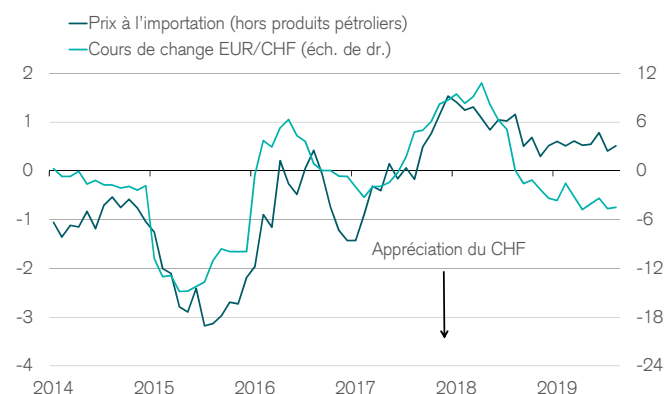
## Immigration

L'immigration nette a légèrement fléchi au 2<sup>e</sup> trimestre 2019 dans notre pays. Pour le 1<sup>er</sup> semestre, le chiffre reste néanmoins positif avec une progression de 1,1% par rapport à l'année précédente. La baisse concerne surtout les ressortissants des États de l'UE8, d'Afrique et dernièrement aussi d'Italie. Le solde migratoire des ressortissants portugais est demeuré négatif. L'immigration en provenance de Roumanie et de Bulgarie a en revanche nettement augmenté suite à la levée de la clause de sauvegarde en mai dernier. Pour 2019, nous tablons toujours sur un solde migratoire positif de 55 000 personnes (Suisse et ressortissants étrangers).

sara.carnazzi@credit-suisse.com

## Prix à l'importation en hausse en dépit d'un franc plus fort

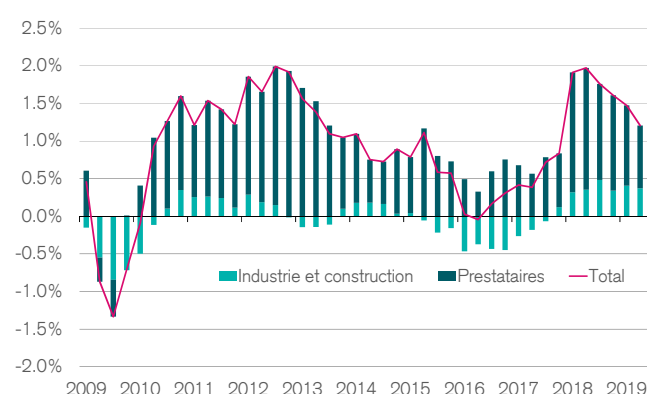
Évolution en glissement annuel, en %



Source: Datastream, Banque nationale suisse, Credit Suisse

## Recul à niveau élevé de la croissance de l'emploi

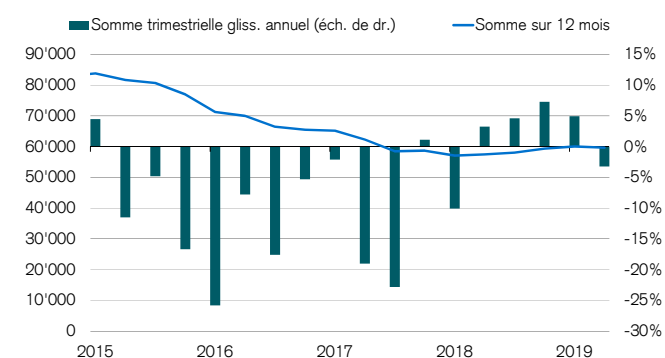
Emploi (EPT): variation en glissement annuel, en % et contributions à la croissance



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Immigration au 1<sup>er</sup> semestre un peu supérieure à 2018

Immigration nette de la population résidente permanente (Suisse et étrangers, hors corrections des registres); somme trimestrielle en gliss. annuel et somme sur 12 mois



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

## Industrie pharmaceutique

Les exportations de produits pharmaceutiques suisses ont poursuivi leur évolution dynamique, surtout grâce à leur progression vers l'Allemagne et les États-Unis. À +7,1% par rapport au même trimestre de l'année précédente au 2<sup>e</sup> trimestre 2019, la croissance s'est certes révélée légèrement plus faible qu'au début 2019 et qu'à la fin 2018. Le commerce extérieur helvétique devrait toutefois continuer de profiter d'impulsions positives en provenance de l'industrie pharmaceutique, d'autant plus que celle-ci demeure relativement épargnée par le ralentissement de la conjoncture mondiale.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Machines, équipements électriques et métaux (MEM)

Toujours aux prises avec l'atonie de la demande européenne, l'industrie MEM a vu ses exportations diminuer de presque 7% par rapport au 2<sup>e</sup> trimestre 2018. Ces dernières ont reculé non seulement en Europe, mais aussi à Hong Kong et en Chine. Au 2<sup>e</sup> trimestre 2019, seules les exportations destinées aux États-Unis affichaient une croissance positive. Au regard des incertitudes persistantes autour du conflit commercial et du Brexit ainsi que du tassement conjoncturel en Europe, le contexte reste difficile pour les exportations du secteur MEM.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

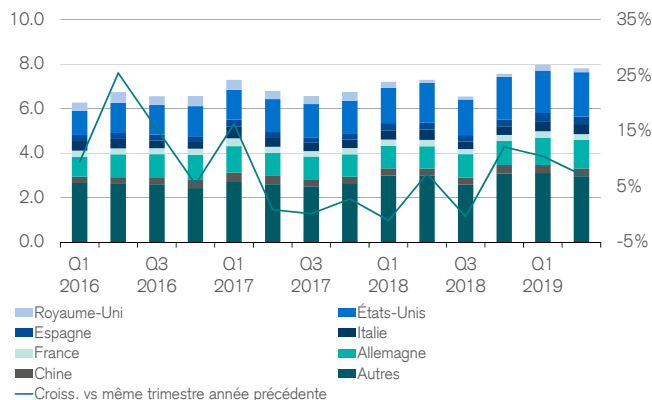
## Industrie horlogère

Après un début d'année dynamique, les exportations de montres ont fait du surplace au 2<sup>e</sup> trimestre (+0,17% par rapport au 2<sup>e</sup> trimestre 2018). Elles se sont même effondrées à Hong Kong en juin 2019, en partie au moins sous l'effet des turbulences politiques que traverse ce débouché si important pour l'horlogerie. Les touristes chinois, qui généralement voyagent de Chine continentale vers Hong Kong pour y acquérir des montres suisses, sont demeurés largement absents en juin. Rien ne permet d'affirmer que la situation va s'améliorer sur ce front. Les exportations de montres helvétiques pourraient donc rester sous pression.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Croissance toujours dynamique des exportations

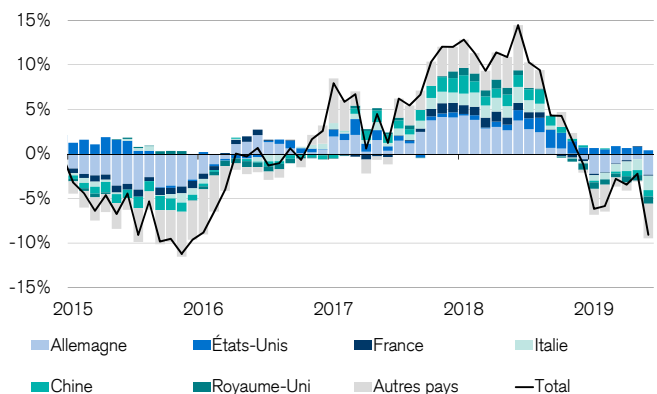
Exportations par trimestre en mrd CHF (éch. de g.), croissance par rapport au même trimestre de l'année précédente (éch. de dr.)



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

## Accélération du recul des exportations

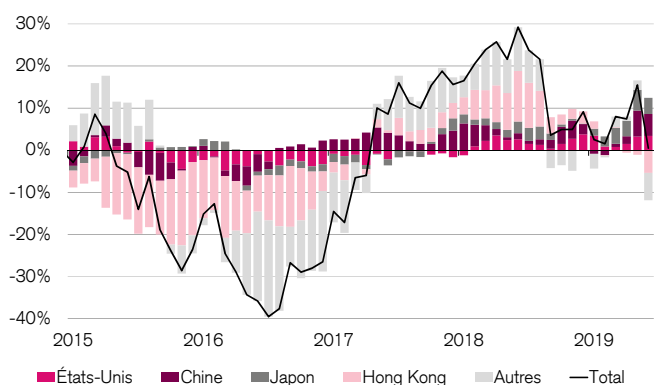
Exportations: contributions à la croissance par régions, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

## Exportations pénalisées par les émeutes à Hong Kong

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



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

## Commerce de détail

Après un début 2019 hésitant, les chiffres d'affaires nominaux du commerce de détail ont légèrement augmenté par rapport au même trimestre de l'année précédente au 2<sup>e</sup> trimestre (+0,13%). Outre l'alimentation, cette progression est à porter au crédit des segments des soins personnels et de la santé, de l'électronique grand public et des loisirs. Comme l'atteste aussi l'indicateur de marche des affaires du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), la plupart des détaillants jugent leur situation actuelle favorable. La vigueur du marché de l'emploi national et la croissance démographique positive devraient pour l'heure encore soutenir les chiffres d'affaires du commerce de détail suisse.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Tourisme

Après un repli assez marqué des nuitées de clients européens au 1<sup>er</sup> trimestre 2019, la situation s'est améliorée dans le secteur du tourisme helvétique au 2<sup>e</sup> trimestre. Au total, les nuitées ont augmenté d'un peu plus de 4% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Les touristes européens, qui au 2<sup>e</sup> trimestre ont davantage séjourné en Suisse que l'année passée, ont largement contribué à cette hausse. Au vu du ralentissement conjoncturel en Europe, cette tendance repose cependant sur des bases fragiles.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

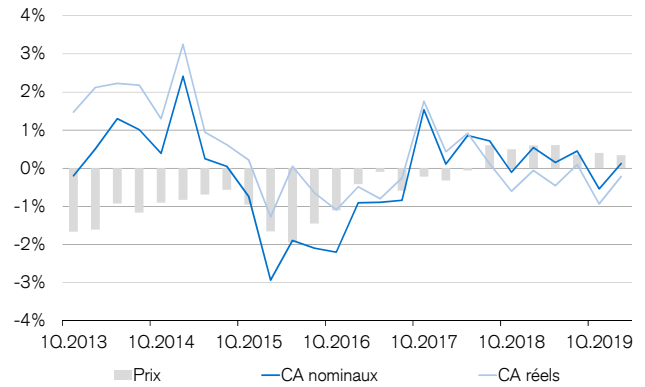
## Technologies de l'information (TI)

La marche des affaires s'est de nouveau améliorée au 2<sup>e</sup> trimestre 2019 dans la branche des TI et la majorité des prestataires interrogés l'estime toujours bonne ou au moins satisfaisante. Cette évolution reflète le climat positif qui, selon l'indicateur de marche des affaires du KOF, continue de régner dans les secteurs axés sur le marché intérieur suisse. Ceci dit, toute détérioration de la situation dans les principales branches de débouché (industrie MEM p. ex.) devrait tôt ou tard affecter les TI.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Pas d'euphorie chez les consommateurs suisses

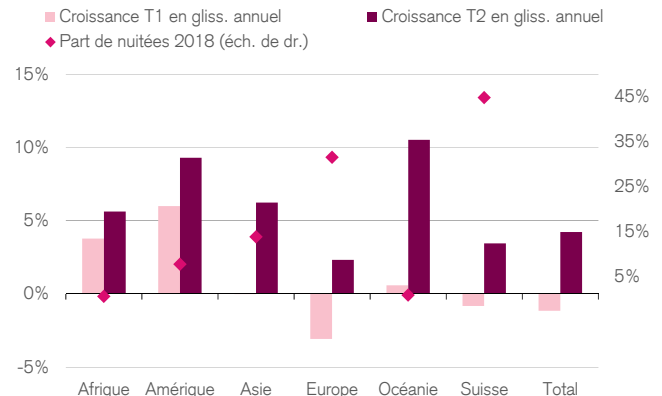
Commerce de détail: prix, CA nominaux et réels; croissance par rapport au même trimestre de l'année précédente



Source: GfK, Credit Suisse

## Stabilité du nombre de nuitées de clients suisses

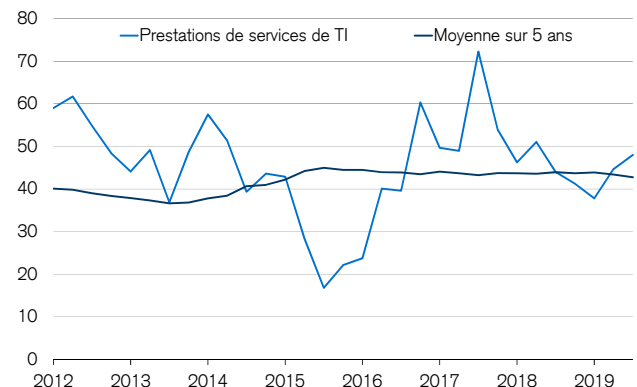
Nuitées par pays d'origine: croissance 2019 par rapport au même trimestre de l'année précédente et part dans le total



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Amélioration de la marche des affaires des prestataires

Marche 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

# Vague de départs à la retraite

**Les générations du baby-boom partent à la retraite. Cette vague de départs va marquer le marché du travail helvétique pour les dix années à venir, et ce d'autant plus que le nombre de nouveaux actifs sera bientôt inférieur à celui des sortants.**

## Les baby-boomers: une génération emblématique

Les démographes profitent d'un aspect bien connu dans leurs prévisions: les mécanismes démographiques se distinguent par une certaine inertie. Les événements du passé se perpétuent en effet d'année en année et influent ainsi de manière assez prévisible sur l'évolution de la population. L'un de ces événements, qui marque la pyramide des âges depuis maintenant près d'un demi-siècle, est le phénomène du baby-boom. De par leurs proportions, ces générations sont devenues un élément central de l'évolution tant économique que sociale de ces dernières décennies. Or, elles commencent à partir à la retraite.

## Qui sont les baby-boomers?

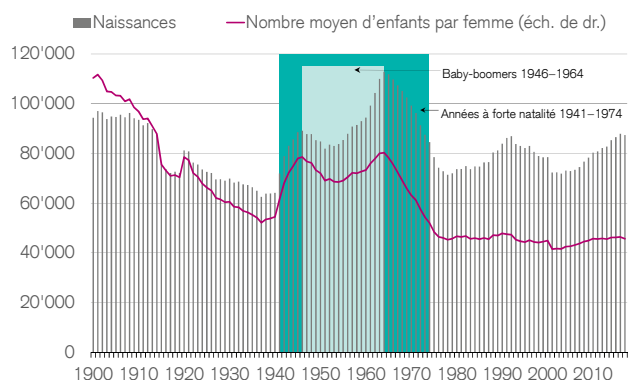
Selon la définition la plus répandue, les générations des baby-boomers englobent les personnes nées entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et le milieu des années 1960. En Suisse, la natalité a progressé en deux vagues: la première a commencé dès les années 1940 et la deuxième, plus vigoureuse, au milieu des années 1950 pour atteindre son zénith au milieu des années 1960. Dans notre pays, on considère que les baby-boomers sont nés entre 1946 et 1964, bien que la période de 1941 à 1974 affichant une natalité particulièrement forte en comparaison historique. L'évolution a été similaire en France et aux États-Unis, où la véritable phase de baby-boom a commencé immédiatement après la fin de la guerre. En Allemagne et sur fond de séquelles du conflit mondial, il a fallu attendre le milieu des années 1950 pour observer le début de ce phénomène, qui s'est ici poursuivi jusqu'à la fin des années 1960.

## Jusqu'à plus de 110 000 naissances par an pendant la période après-guerre

Pendant le baby-boom, le nombre moyen d'enfants par femme était de 2,7, soit un niveau nettement plus élevé qu'avant ou après cette période. En Suisse, entre 80 000 et plus de 110 000 enfants par année ont vu le jour (fig.). Il s'agissait des années du miracle économique: la haute conjoncture et le sentiment de nouveau départ régnant après la guerre ont dopé la natalité, car avoir de nombreux enfants était non seulement souhaité, mais aussi financièrement supportable. Les naissances se sont ensuite nettement repliées au milieu des années 1960, avec l'arrivée de nouveaux moyens de contraception (le fameux «effet pilule») et en raison de l'individualisation croissante de la société et de nouveaux modes de vie jugés plus souhaitables. Le taux de natalité s'est stabilisé à bas niveau à la fin des années 1970 et demeure aujourd'hui encore autour de 1,5 enfant par femme. Il se révèle par conséquent nettement inférieur au seuil de 2,1 nécessaire pour maintenir ou renouveler la population (hors mouvements migratoires).

### Le miracle démographique de l'après-guerre

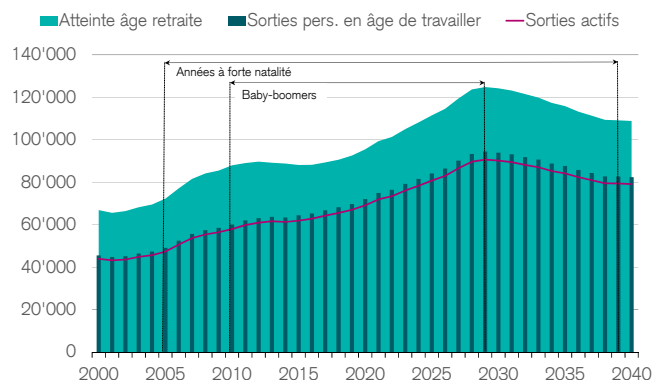
Naissances et taux de natalité, en nombre d'enfants par femme



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### Début des départs à la retraite des baby-boomers

Nombre de personnes atteignant l'âge ordinaire de la retraite (64/65 ans)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Les baby-boomers partent à la retraite

Les baby-boomers nés après la guerre commencent aujourd'hui à partir la retraite et le vieillissement démographique entre ainsi dans une phase déterminante. La constellation d'une cohorte d'âge importante à l'espérance de vie en hausse d'un côté et l'arrivée de générations aux effectifs nettement moins fournis du fait de taux de natalité plus faibles de l'autre va se traduire par des déséquilibres croissants. Le système des retraites est ici particulièrement touché: un nombre grandissant de retraités doit être financé par des actifs en baisse constante et qui doivent cotiser plus longtemps. Cela dit, la vague de départs à la retraite des baby-boomers va aussi avoir un impact sur le marché du travail.

## Quelque 1,1 mio. de personnes vont atteindre l'âge de la retraite dans les dix prochaines années ...

Le départ à la retraite des générations du baby-boom a commencé en 2010, et même dès 2005 si l'on se base sur l'ensemble des années à forte natalité. À ce jour, entre 70 000 et 90 000 personnes ont atteint chaque année l'âge ordinaire de la retraite, fixé à 64 ans pour les femmes et 65 ans pour les hommes (fig. de la page précédente). Miroir de l'évolution de la natalité pendant l'après-guerre, la seconde et principale vague de départs à la retraite reste cependant à venir. Dans les prochaines années, le nombre de nouveaux retraités va progressivement dépasser les 100 000 par an, avant d'atteindre son paroxysme à presque 125 000 personnes en 2029. Environ 1,1 mio. de personnes vont ainsi atteindre l'âge de la retraite dans les dix années à venir. Jusqu'en 2040, année à laquelle les dernières cohortes à forte natalité auront atteint l'âge de la retraite, le nombre de nouveaux retraités s'élèvera à plus de 100 000 par an.

## ... et plus de 800 000 actifs quitter le marché du travail

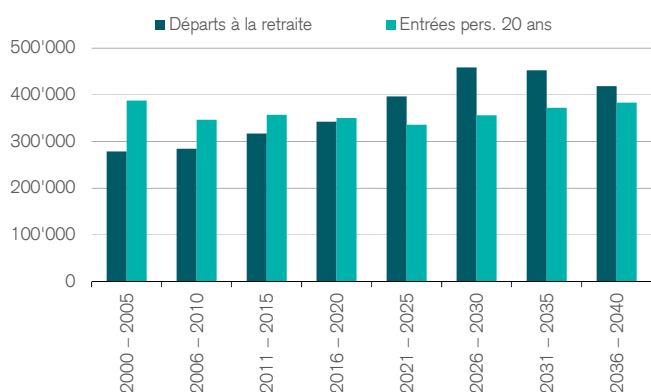
Parmi ces nouveaux retraités, tous n'ont cependant pas été des actifs. Pour évaluer l'impact sur le marché du travail, l'examen des personnes en âge de travailler (y compris au chômage) et des actifs permet de brosser une image plus précise. Si l'on se limite à la population active, quelque 833 000 personnes en âge de travailler et presque 800 000 actifs partiront à la retraite. Cette estimation repose sur l'hypothèse que le taux de participation au marché du travail reste stable à son niveau actuel et que le solde migratoire se stabilise autour de 45 000 personnes par an. Nous sommes en outre partis du principe que les cohortes concernées partent à la retraite à l'âge ordinaire de 64/65 ans. Les chiffres montrent toutefois qu'une part considérable de nouveaux retraités saute le pas plus tôt. En 2017, 48,9% des hommes et 43,5% des femmes ont ainsi opté pour une retraite anticipée. En tenant compte de cet état de fait, une partie de la vague de départs à la retraite évoquée ci-dessus interviendra sans doute plus tôt.

## Plus de sorties que d'entrées sur le marché du travail

Si l'on compare le nombre de départs à la retraite et celui de la cohorte des 20 ans, qui arrive sur le marché du travail, il devient évident que les sorties seront bientôt plus nombreuses que les entrées (fig.). Le nombre d'actifs partant à la retraite dépassera ainsi celui des jeunes adultes arrivant sur le marché de l'emploi dès 2021, et l'écart va se creuser dans les années à venir pour atteindre un niveau de 18 500 sortants au plus haut de la vague de départs à la retraite des baby-boomers en 2029.

### Bientôt davantage de sorties du marché du travail

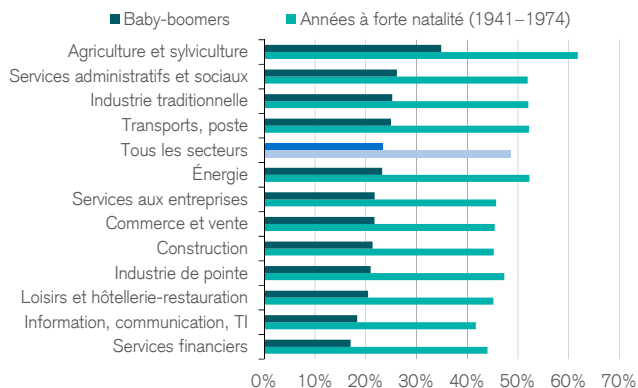
Nombre de personnes en âge de travailler



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### Dépendance vis-à-vis des baby-boomers variable selon les branches

Part dans les actifs à partir de 15 ans, en %, 2018



Source: Office fédéral de la statistique (ESPA), Credit Suisse

## La dépendance vis-à-vis des baby-boomers varie d'une branche à l'autre

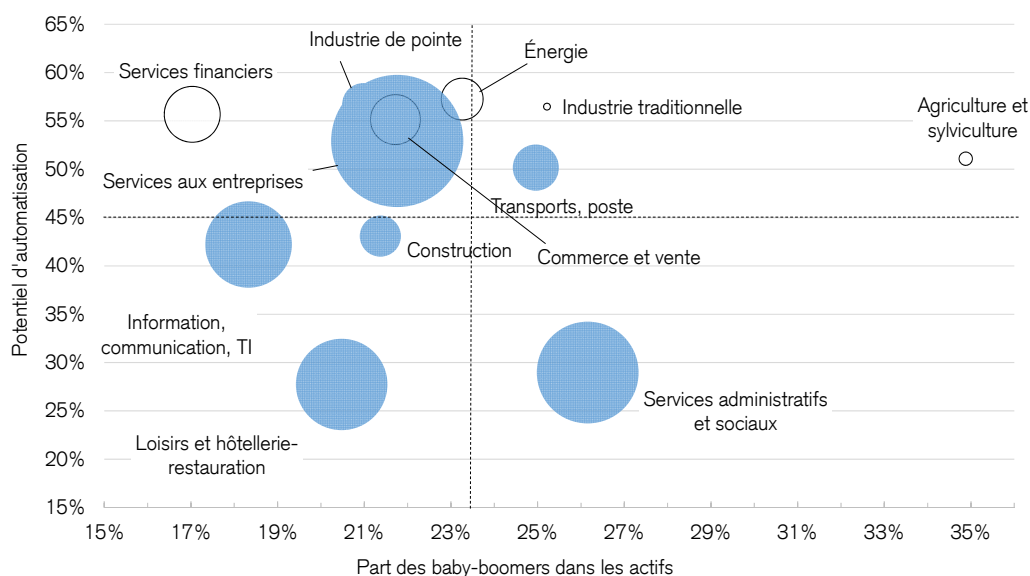
La vague de départs à la retraite ne touchera pas toutes les branches de la même manière. La dépendance vis-à-vis des générations de baby-boomers et des années à forte natalité jusqu'au milieu des années 1970 varie parfois considérablement d'un secteur à l'autre. L'agriculture et la sylviculture, regroupant presque 35% de baby-boomers et même 61,8% de personnes issues des années à forte natalité dans leurs effectifs, seront les plus impactées (fig. de la page précédente). Des parts supérieures à la moyenne sont également observables dans les services administratifs et sociaux (y compris la santé), l'industrie traditionnelle et les transports. Dans ces branches, un actif sur quatre est un baby-boomer et un sur deux est issu des années à forte natalité. À l'opposé, l'on retrouve les services financiers et le domaine de l'information, de la communication et des TI qui, avec seulement 17% et 18,3% de baby-boomers respectivement, emploient un personnel plus jeune.

## Où la pénurie de main-d'œuvre qualifiée va-t-elle s'intensifier?

Pour les secteurs pâtissant d'ores et déjà d'un déficit de main-d'œuvre qualifiée, la vague de départs à la retraite des baby-boomers pourrait entraîner une réelle pénurie. Et cette problématique s'aggravera avec la dépendance d'une branche vis-à-vis de ces générations, la vigueur de la dynamique de croissance du secteur concerné et le manque de marge de manœuvre permettant de compenser la pénurie de main-d'œuvre qualifiée par des mesures d'augmentation de l'efficacité ou d'automatisation. Aujourd'hui déjà, 25% des petites et moyennes entreprises (PME) suisses misent expressément sur la numérisation et l'automatisation pour lutter contre la pénurie de spécialistes<sup>1</sup>. Cette approche se révèle cependant difficile à mettre en œuvre pour certains secteurs. Le graphique ci-après montre en effet que les services administratifs et sociaux ainsi que les loisirs et l'hôtellerie-restauration disposent d'un potentiel d'automatisation nettement inférieur à la moyenne<sup>2</sup>. Si les seconds peuvent s'appuyer sur du personnel plus jeune, les services administratifs et sociaux pâtiront davantage de la vague de départs à la retraite des baby-boomers – d'autant plus que la branche enregistre pour l'heure une dynamique de l'emploi supérieure à la moyenne. La situation devrait devenir épineuse surtout dans la santé, qui affiche – notamment grâce à des facteurs démographiques – de bonnes perspectives de croissance. L'industrie de pointe et les services aux entreprises semblent mieux lotis, puisque leur dépendance vis-à-vis des actifs issus de ces générations est moindre et que leur marge de manœuvre en termes d'automatisation est supérieure à la moyenne. La capacité de l'automatisation à empêcher une aggravation de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée dépend cependant aussi de la mesure dans laquelle elle va accroître les besoins en spécialistes, par exemple pour la mise en œuvre et le contrôle de processus informatiques, de machines et d'autres robots.

### Nouvelles technologies contre pénurie de main-d'œuvre

Part des baby-boomers dans les actifs à partir de 15 ans, en %, 2018; part des activités automatisables, en %, 2016; diamètre du cercle: croissance de l'emploi 2016–2018 (cercles de couleur = croissance positive); intersection en pointillés: valeur moyenne pour l'ensemble de l'économie



Source: Office fédéral de la statistique (ESPA), Credit Suisse

<sup>1</sup> Credit Suisse, «Facteurs de succès des PME suisses – Stratégies face à la pénurie de personnel spécialisé», 2017

<sup>2</sup> Notre estimation du potentiel d'automatisation dans les différentes branches repose sur l'hypothèse que la substitution d'activités par des processus automatisés interviendra surtout dans les professions présentant une part importante d'activités routinières, tant manuelles qu'analytiques. Le potentiel est ici déterminé par des technologies existant d'ores et déjà (cf. Dengler/Matthes (2018), «Substituierbarkeitspotenziale von Berufen: Wenige Berufsbilder halten mit der Digitalisierung Schritt».)

## **Maintenir les baby-boomers plus longtemps sur le marché du travail**

Pour réduire les carences découlant du départ des baby-boomers, les entreprises peuvent également tenter de les maintenir au sein de leurs effectifs au-delà de l'âge de la retraite. Dans la réalité, une minorité d'entreprises dans notre pays opte toutefois pour cette stratégie – seulement une sur quatre selon les résultats de notre enquête auprès des PME suisses<sup>3</sup>. Cela dit, les entreprises sondées s'attendant à une hausse des besoins de main-d'œuvre du fait de la vague de départs à la retraite misent davantage que la moyenne sur le maintien en activité des salariés plus âgés. Simultanément, il n'est pas certain que l'offre permette une hausse significative de la part des salariés plus âgés dans les effectifs. À l'heure actuelle, 14,9% des hommes et 8,6% des femmes poursuivent leur activité salariée au-delà de l'âge de la retraite dans notre pays, contre 20% et 11,2% respectivement au début des années 1990. Selon notre analyse des «réserves latentes» du marché du travail suisse, seuls 7% des seniors âgés de 66 à 74 ans se disent intéressés par un maintien en emploi au-delà de l'âge ordinaire de la retraite<sup>4</sup>. Pour l'heure, les incitatifs tant sur le front de la demande que de l'offre ne semblent donc guère propices à une meilleure exploitation du potentiel de main-d'œuvre des salariés plus âgés. La rente transitoire envisagée par le Conseil fédéral pour ces travailleurs est-elle la bonne approche pour répondre aux évolutions sur le marché de l'emploi? Rien n'est moins sûr.

[sara.carnazzi@credit-suisse.com](mailto:sara.carnazzi@credit-suisse.com)

<sup>3</sup> Credit Suisse, Facteurs de succès des PME suisses – Stratégies face à la pénurie de personnel spécialisé, 2017

<sup>4</sup> Credit Suisse, Les réserves inexploitées devraient le rester, Moniteur Suisse, T2 2018

# Inflation et vieillissement démographique

**De récentes études, qui se sont penchées sur le lien entre inflation et démographie pour tenter d'expliquer le faible renchérissement observable dans les pays développés, ont abouti à des résultats contradictoires.**

**Un rapport de dépendance élevé pourrait alimenter l'inflation...**

Les modifications de la structure d'âge d'une population affectent le ratio consommateurs/travailleurs. Un rapport de dépendance élevé (rapport entre l'effectif de jeunes/personnes âgées et la population en âge de travailler) implique que les consommateurs sont plus nombreux que les producteurs de biens et services. Le déficit de production en découlant pourrait générer une pression inflationniste. À l'inverse, un faible rapport de dépendance (nombre de producteurs de biens et services par rapport aux consommateurs plus élevé) pourrait avoir un effet déflationniste.

**...ce qui supposerait que le vieillissement démographique dopera l'inflation...**

Après avoir examiné l'effet sur l'inflation des différentes cohortes d'âge, les économistes de la BRI<sup>5</sup> ont constaté que les plus jeunes et les plus âgées tendent à être inflationnistes, celles en âge de travailler déflationnistes. La fig. de gauche montre l'impact estimé de la démographie sur l'inflation en Suisse, dérivé des résultats de la BRI et de nos prévisions démographiques. Le vieillissement de la population a fait augmenter le rapport de dépendance en Suisse – tendance qui devrait se poursuivre et toucher la plupart des grandes économies (fig. de droite), d'où une hausse de l'inflation mondiale sur les prochaines décennies si l'on en croit l'analyse empirique.

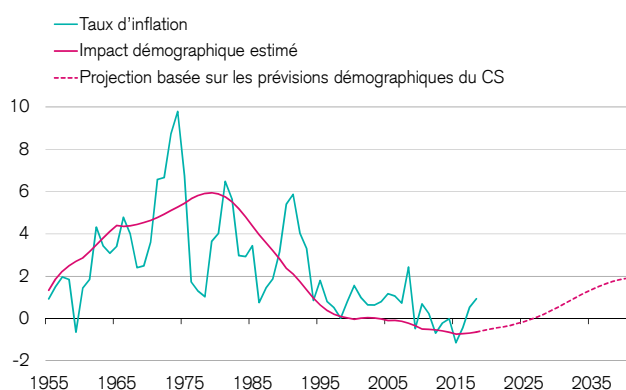
**...à moins que l'inverse soit vrai...**

Mais d'autres analyses<sup>6</sup> ont prouvé le contraire en reliant la progression de la population en âge de travailler et celle de l'inflation – ce qui s'explique aussi par la théorie. D'après le postulat de la stagnation séculaire, le vieillissement démographique a stimulé l'épargne dans le monde, d'où un repli des taux réels. L'assouplissement monétaire, supposé doper l'inflation, est donc plus malaisé puisque les taux ne peuvent pas être baissés trop largement sous zéro. Conclusion de manière convaincante que le vieillissement démographique est inflationniste ou déflationniste est ainsi compliqué au vu des résultats et théories contradictoires. Les deux hypothèses précitées, associant vieillissement de la population et hausse ou diminution de l'inflation, assument que les entreprises adaptent leurs capacités de production très progressivement, voire plus lentement que les tendances démographiques – ce qui est improbable à nos yeux. Aussi nous garderions-nous d'établir un lien entre vieillissement démographique et tendance à long terme de l'inflation.

[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)

## Tendances démographiques et inflation en Suisse

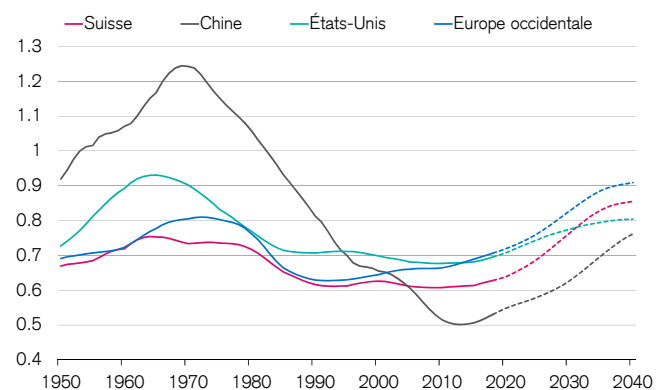
Taux d'inflation, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

## Vieillesse démographique et rapport de dépendance

Rapport de dépendance



Source: projections de la Division de la population des Nations Unies, Credit Suisse

<sup>5</sup> Juselius, M. et Takats, E. (2015). Can demography affect inflation and monetary policy? Document de travail de la BRI, n° 485.

<sup>6</sup> P. ex. Bobeica, E. et al. (2017). Demographics and inflation. Série de documents de travail de la BCE, n° 2006.



## Billets de banque en circulation

La plupart des billets de banque en circulation ont continué de croître à un rythme très lent en juin 2019 et les coupures de 1000 CHF ont diminué de presque 4% en glissement annuel. Tout abaissement du taux directeur de la BNS en territoire encore plus négatif pourrait inciter les banques commerciales à le répercuter sur davantage de dépôts de clients, ce qui dopera sans doute la demande de billets de banque. Ceci dit, toute hausse de cette demande consécutive à une baisse de taux d'intérêt serait probablement temporaire, conférant ainsi à la BNS une marge de manœuvre supplémentaire pour réduire les taux si besoin.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Réserves de devises

À la fin juin, la BNS détenait pour 780 mrd CHF de réserves de devises, dont près de 40% étaient investis dans des actifs libellés en EUR. La BNS a repris ses achats de devises depuis la mi-juillet, après que le CHF s'est affermi face à l'EUR. L'appréciation du CHF réduira certes la valeur des actifs en EUR, mais un rebond des emprunts d'État détenus par la BNS devrait partiellement compenser toute perte liée aux fluctuations des cours de change. La BNS pourrait aussi subir des pertes sur ses positions en actions au T3 2019.

maxime.botteron@credit-suisse.com

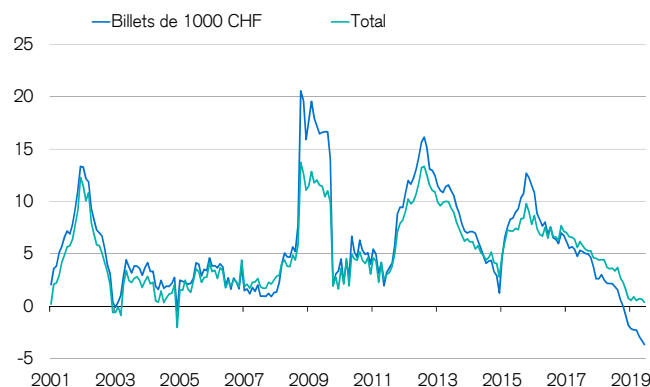
## Octroi d'hypothèques aux entreprises

La croissance des hypothèques octroyées aux entreprises s'est accélérée en Suisse depuis le T4 2018. Les sociétés de services financiers ainsi qu'une vaste catégorie de services, dont les opérations immobilières, ont été les principaux moteurs de cette progression. Couplée à la hausse des prix des immeubles résidentiels de rapport, cette accélération est sans doute à l'origine de la surveillance accrue du segment de l'immobilier de rendement par la BNS et la FINMA. L'Association suisse des banquiers a proposé des mesures, parmi lesquelles l'instauration d'un taux d'avance réduit, en vue de contrer les risques que de telles évolutions pourraient faire peser sur la stabilité des marchés financiers.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Diminution des billets de 1000 CHF en circulation

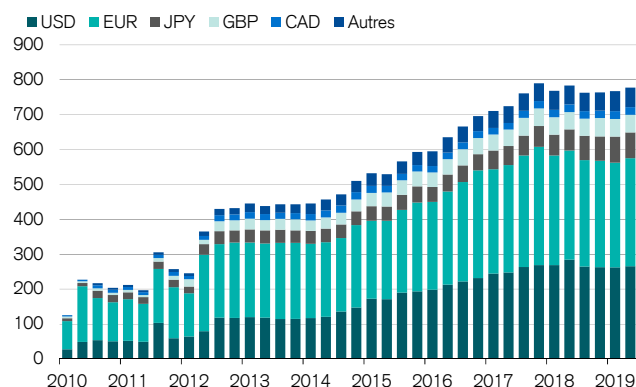
Billets de banque en circulation, taux de croissance, % en glissement annuel



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

## Env. 40% des réserves de devises de la BNS libellés en EUR

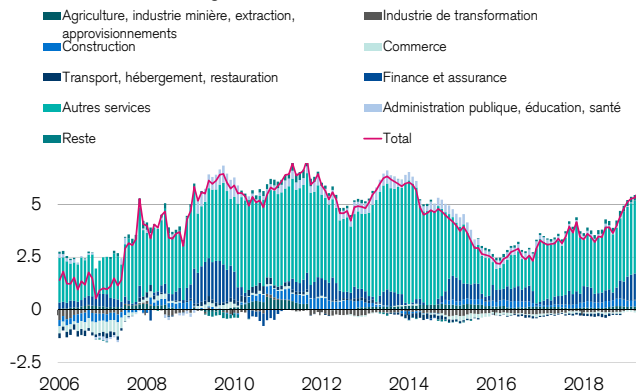
Réserves de devises de la BNS, en mrd CHF



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

## Accélération de l'octroi d'hypothèques aux entreprises

Taux de croissance, % en glissement annuel



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

## Logements en propriété

Grâce aux taux d'intérêt plancher et à la faible activité de construction, les prix des logements en propriété à usage personnel ont poursuivi leur forte croissance. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, les prix des appartements ont augmenté de 2,7% au 2<sup>e</sup> trimestre 2019. À l'instar des trimestres passés, ceux des maisons individuelles ont signé une progression bien plus importante (+4,4%). Le fait que les prix immobiliers n'aient pas enregistré une hausse encore plus marquée s'explique sans doute par leur niveau déjà très élevé, requérant davantage de fonds propres des acheteurs, ainsi que par les exigences réglementaires applicables à l'octroi de crédits. Ces dernières continuent de freiner sensiblement la demande.

thomas.rieder@credit-suisse.com

## Logements locatifs

Selon la société de conseil en immobilier CIFI, les prix de transaction des immeubles de rapport à usage résidentiel et mixte ont augmenté de 80% depuis 2002. Les revenus locatifs n'ont pas suivi ce rythme: la composante «loyers» de l'indice des prix à la consommation (IPC) n'a progressé que de 22% sur cette période. Au cours des trois années passées, les loyers des logements proposés par voie d'annonce ont même légèrement diminué. Les investisseurs immobiliers doivent ainsi se contenter de rendements de cash-flows en repli, qui n'en demeurent pas moins attractifs dans l'environnement de taux négatifs. Ils ont en outre pu profiter de plus-values conséquentes ces dernières années.

fabian.waltert@credit-suisse.com

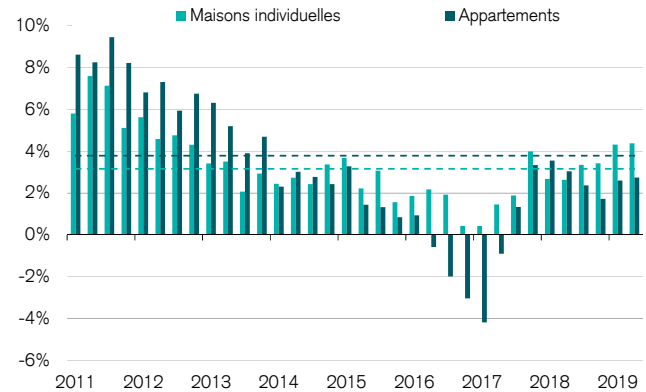
## Surfaces de bureaux

L'activité de construction s'est nettement ralentie sur le marché de l'immobilier de bureau. Sur les 12 derniers mois, la somme des permis de construire s'est établie à 1675 mio. CHF, soit 14% en deçà de la moyenne à long terme (1953 mio. CHF) – atteignant ainsi son plus bas niveau depuis 2009. Cette évolution reflète la prudence accrue des investisseurs, surtout due aux taux de vacance élevés sur les marchés extérieurs et périphériques. Dans les centres en revanche, l'immobilier de bureau a connu un fort rebond, désormais encore soutenu par le recul de l'activité de construction.

alexander.lohse@credit-suisse.com

## Dynamique des prix intacts

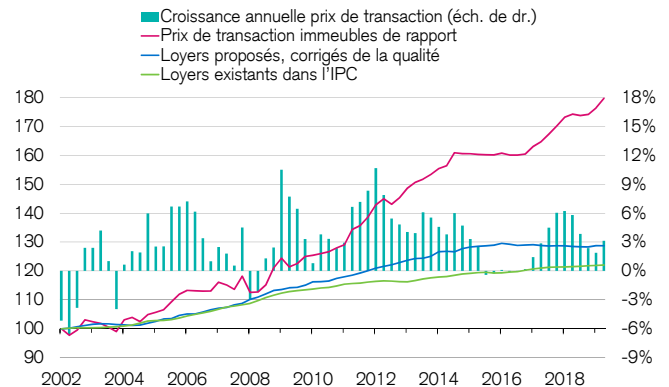
Taux de croissance annuels; lignes en pointillés: moyenne 2000–2018



Source: Wüest Partner, Credit Suisse; dernières données: 2<sup>e</sup> trimestre 2019

## Large écart entre prix immobiliers et loyers

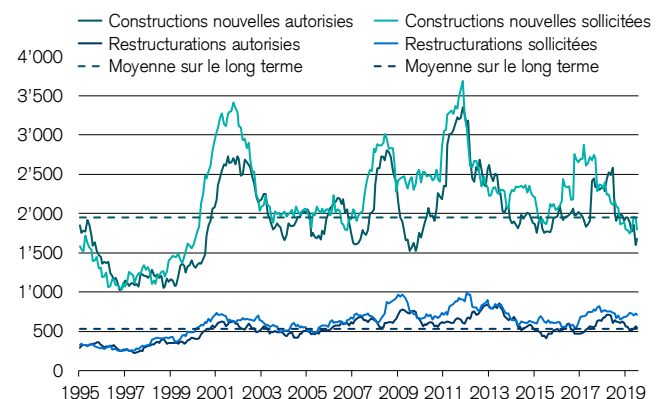
Immeubles de rapport résidentiels: évolution des prix de transaction et des loyers; indice: 1<sup>er</sup> trimestre 2002 = 100



Source: CIFI, Homegate, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse; dernières données: 2<sup>e</sup> trimestre 2019

## Activité de construction d'immobilier de bureau en déclin

Demandes et permis de construire, somme mobile sur 12 mois; en mio. CHF



Source: Baublatt, Credit Suisse; dernières données: juillet 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.

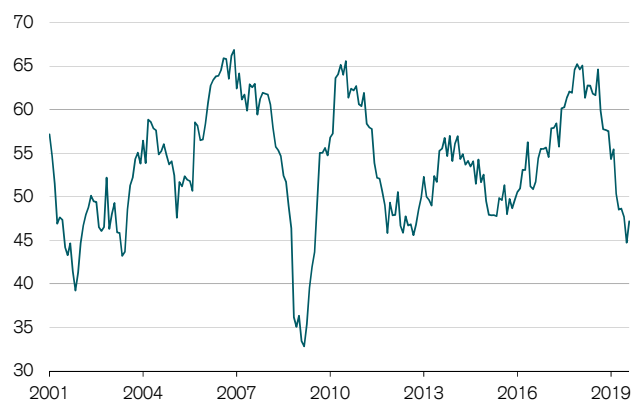
## Indice CS-CFA Society Suisse

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 Switzerland<sup>1</sup>. 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.

<sup>1</sup> publié de 2006 à 2016 sous le nom d'indice Credit Suisse ZEW

## Conjoncture industrielle

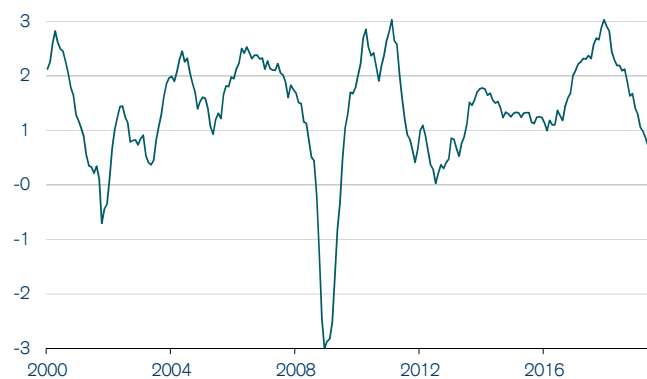
Indice PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

## Exportations

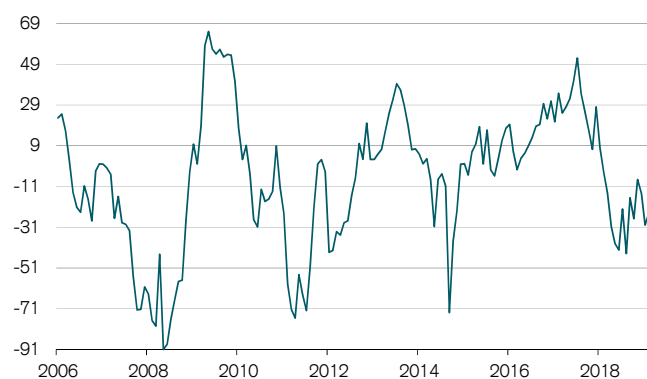
En écarts types, valeurs > 0 = croissance



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

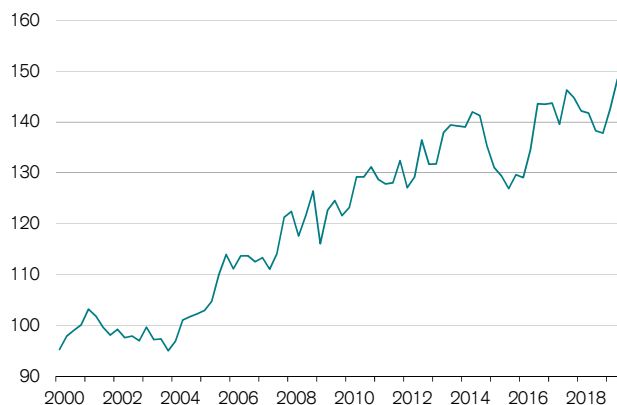
Procure.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent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

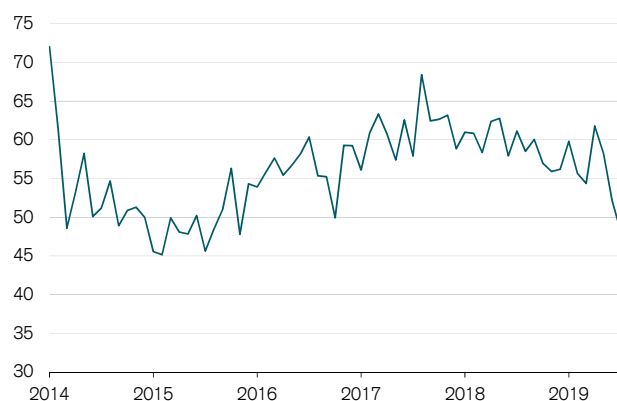
1er trimestre 1996 = 100



Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

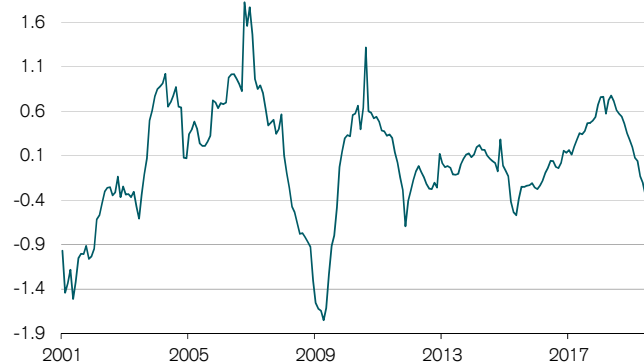
## Conjoncture des services

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 T1	2019 T2	2019P T3	2019P T4	2020P T1	2020P T2	2020P T3	2020P T4	2019P	2020P
PIB (comparaison annuelle, en %)	1.0	0.2	1.1	1.7	1.6	1.6	1.3	1.2	1.1	1.4
Consommation privée	0.6	0.9	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3
Consommation publique	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Formation brute de capital fixe	-0.5	-0.9	1.7	2.0	1.3	1.1	1.1	1.1	0.6	1.1
Investissements de construction	1.4	0.2	0.2	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.6	1.2
Investissements d'équipement	-1.5	-1.6	2.5	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0
Exportations (marchandises et prestations)	2.7	2.3	2.5	0.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.0	2.5
Importations (marchandises et prestations)	-0.9	-1.7	3.2	3.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.0	2.0
Inflation (en %)	0.6	0.6	0.3	0.3	0.5	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5
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	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	1.2	0.9
Immigration nette (en milliers)									55	55
Croissance nominale annuelle des salaires (en %)									0.7	0.7
Balance des opérations courantes (en % du PIB)									6.9	7.2

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

## Prévisions pour l'économie mondiale

Prévisions	Prévisions				Structure		Importance pour la Suisse	
	PIB glissement annuel, en %		Inflation glissement annuel, en %		Population en mio	PIB en mrd USD	Part dans les exportations en %	Part dans les impor- tations en %
	2019	2020	2019	2020	2018	2018	2018	2018
Monde	2.7	2.7	2.6	2.5	7'530	84'740	100	100
Etats-Unis	2.3	2.1	1.9	2.0	327	20'494	16.3	6.2
Zone euro	1.1	1.4	1.2	1.2	341	13'669	44.3	61.7
Allemagne	0.5	0.9	1.5	1.6	83	4'000	18.8	27.1
France	1.2	1.4	1.3	1.5	65	2'775	6.5	8.0
Italie	0.1	0.7	0.8	1.1	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	0.5	0.6	0.2	126	4'972	3.3	1.7
Chine	6.2	6.0	2.5	2.2	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 précédente
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 %)	-0.92	-1.0	-0.9	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 stratèges 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 stratèges en investissement d'assurer une formation à la stratégie multi classes d'actifs et la mise en œuvre qui en résulte dans le cadre des affaires discrétionnaires et consultatives du CS. Les portefeuilles modèles ne sont fournis qu'à titre indicatif, le cas échéant. L'allocation de vos actifs, la pondération de votre portefeuille et ses performances paraissent très différentes selon les circonstances particulières dans lesquelles vous vous trouvez et votre tolérance aux risques. Les opinions et les points de vue des stratèges en investissement peuvent se démarquer de ceux des autres divisions du CS. Les points de vue des stratèges en investissement peuvent évoluer avec le temps sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention.

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