

# Croissance robuste malgré les incertitudes

Moniteur Suisse | Septembre 2018

Conjoncture  
**Moins de soutien en 2019**

Page 5

Focus – Négociations salariales  
**Hausse salariale encore modérée**

Page 10

Politique monétaire  
**Le point sur la «fragilité»**

Page 14

# Impressum

---

## **Editeur, Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products**

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

Dr. Oliver Adler  
Chef économiste, CIO Office Suisse  
Tel. +41 44 333 09 61  
E-Mail: oliver.adler@credit-suisse.com

## **Commandes**

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

## **Impression**

GDZ print, Zürich

## **Clôture de rédaction**

10 septembre 2018

## **Copyright**

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

## **Auteurs**

Claude Maurer  
Andreas Christen  
Maxime Botteron  
Thomas Rieder  
Fabian Waltert

## **Participation**

Ewelina Krankowska

Chères lectrices, chers lecteurs,

Cette année marque le dixième anniversaire de l'effondrement de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers, ultime catalyseur de la crise financière internationale. Bien que cette crise ait fortement affecté la place financière suisse, nous semblons aujourd'hui l'avoir presque oubliée. C'est probablement lié au fait – à peine imaginable à l'époque – que la conjoncture helvétique connaît depuis lors un essor quasi ininterrompu.

À quoi devons-nous ce «miracle»? Les atouts structurels de l'économie du pays ont sans aucun doute joué un rôle: nous pouvons non seulement nous enorgueillir de solides multinationales, mais aussi de petites et moyennes entreprises (PME) qui s'imposent admirablement face à la concurrence internationale, comme le démontre une étude que nous avons récemment publiée. De plus, la Suisse se distingue par la grande flexibilité de son marché du travail. Notre tradition favorisant un partenariat social coopératif, ou la «non-exploitation de la marge de manœuvre disponible sur le plan de la répartition salariale» souvent observée dans notre pays (article page 10), permet aux entreprises de maintenir l'emploi à niveau relativement élevé même en cas de creux conjoncturels marqués.

Cela dit, il semble que les mesures de politique économique et les facteurs spéciaux ont plus pesé dans la balance. Citons d'abord les actions résolues des autorités en vue de stabiliser le secteur bancaire durant la première crise, puis les interventions non moins déterminées de la Banque nationale suisse (BNS) pour empêcher une nouvelle appréciation du franc dans le sillage de la crise de l'euro. Mentionnons pour terminer la stimulation du marché intérieur et surtout de l'activité de construction par les taux d'intérêt extrêmement bas et l'immigration particulièrement dynamique de main-d'œuvre étrangère.

Si nos prévisions se concrétisent un tant soit peu, le rebond mondial va se poursuivre l'année prochaine, et ce, en dépit des conflits commerciaux, de la fragilité de certains pays émergents et des incertitudes politiques en Europe. Cela va aussi soutenir la conjoncture helvétique. Au vu de la réduction progressive des capacités, nous tablons cependant également sur une accélération de l'inflation. Aux États-Unis, le renchérissement est d'ores et déjà conforme à l'objectif de la Fed et dans notre pays également, il se rapproche du niveau auquel il s'établissait pendant la décennie ayant précédé la crise financière. Par conséquent, les salaires (nominaux) devraient progresser un peu plus vigoureusement à moyen terme.

Conclusion: dix ans après la crise financière, la plupart des indicateurs de l'évolution économique semblent se stabiliser à un niveau plus ou moins normal. Avec une exception de taille: les taux d'intérêt! Les taux nominaux et réels en Suisse – comme ailleurs – se révèlent nettement négatifs, et donc largement inférieurs à leur moyenne historique. La question de savoir si et quand les taux repartiront à la hausse fait l'objet de débats passionnés, marqués par la forte incertitude des prévisions. Nous pensons qu'une année supplémentaire va s'écouler avant que la BNS ne procède au premier relèvement. Ce scénario «modéré» s'inscrit d'ailleurs en soutien de notre pronostic d'un essor durable. Cependant, il accroît aussi le risque d'une accentuation des déséquilibres dans l'économie et sur les marchés financiers, et notamment sur le marché immobilier.



Thomas Gottstein  
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler  
CIO Office Suisse

<b>Conjoncture</b>	<b>5</b>
<b>Croissance robuste malgré les incertitudes</b>	
L'économie suisse traverse un «mini-boom», qui s'explique cependant par la parfaite conjonction de plusieurs facteurs peu susceptibles de se reproduire en 2019. La croissance devrait donc s'affaiblir et repasser en deçà de 2%.	
<b>Conjoncture   Moniteur</b>	<b>7</b>
<b>Branches   Moniteur</b>	<b>8</b>
<b>Focus – Négociations salariales</b>	<b>10</b>
<b>Hausse salariale encore modérée</b>	
La situation conjoncturelle parle en faveur d'une croissance plus marquée des salaires. Le marché suisse de l'emploi fait cependant montre d'une certaine prudence sur le plan salarial – néanmoins les actifs perçoivent une part importante du PIB.	
<b>Politique monétaire</b>	<b>14</b>
<b>Le point sur la «fragilité»</b>	
La situation «fragile» sur le front des taux de change a maintenu la BNS en alerte, mais certains indicateurs suggèrent que cette «fragilité» potentielle n'est pas propre au CHF.	
<b>Politique monétaire   Moniteur</b>	<b>15</b>
<b>Placements</b>	<b>16</b>
<b>Valeurs des Millennials – un supertrend à fort potentiel</b>	
Dans les prochaines décennies, les baby-boomers vont transmettre des ressources financières à hauteur de plusieurs milliards à leurs descendants – les Millennials –, dont les valeurs gagnent par conséquent en importance aux yeux des investisseurs.	
<b>Immobilier   Moniteur</b>	<b>17</b>
<b>Indicateurs avancés du Credit Suisse</b>	<b>18</b>
<b>Prévisions et indicateurs</b>	<b>20</b>

# Croissance robuste malgré les incertitudes

**L'économie suisse traverse un «mini-boom», qui s'explique cependant par la parfaite conjonction de plusieurs facteurs peu susceptibles de se reproduire en 2019. La croissance devrait donc s'affaiblir et repasser en deçà de 2%.**

## L'économie suisse en plein boom

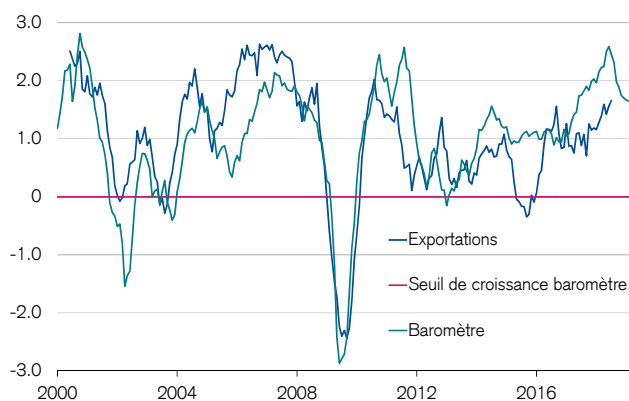
Une fois encore, l'économie suisse a connu une croissance réjouissante au 2<sup>e</sup> trimestre 2018. Le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 0,7% en glissement trimestriel – après une augmentation atteignant même 1% au 1<sup>er</sup> trimestre. La dernière hausse aussi marquée remonte à 2010, année du boom de reprise après la crise financière. Cependant, environ un quart de la croissance enregistrée au cours des deux derniers trimestres est imputable à des événements sportifs internationaux, comme les Jeux olympiques d'hiver. De nombreuses fédérations sportives internationales, comme le Comité International Olympique (CIO) ou encore la Fédération Internationale de Football Association (FIFA), ont leur siège en Suisse et leurs recettes entrent dans le calcul du PIB helvétique, même si les activités se déroulent en dehors du pays. Dans le même temps, certaines révisions statistiques des années précédentes ont accentué la courbe de croissance. Par conséquent, nous relevons nos prévisions de croissance du PIB pour 2018 de 2,2% à 2,7%.

## Absence d'effets spéciaux et soutien réduit en 2019

En comparaison, la croissance que nous anticipons pour 2019 (1,7%) peut sembler modeste à première vue. Une partie de ce tassement est liée à l'absence d'événements sportifs internationaux l'an prochain. Simultanément, la situation initiale pour l'industrie d'exportation n'est plus aussi avantageuse que durant les deux années précédentes. En effet, le baromètre des exportations, qui mesure le potentiel de demande de produits helvétiques à l'étranger, s'est sensiblement replié récemment (fig.). En parallèle, la situation se révèle aussi différente sur le front des cours de change par rapport à 2017 et 2018. Pour 2017, les entreprises interrogées dans le cadre de nos enquêtes avaient ainsi budgétisé un cours de change EUR/CHF de 1.08. La dépréciation du CHF qui a suivi a donc été une agréable surprise. Le cours budgétisé pour 2018 s'élevait à 1.17, et une fois encore, les entreprises ont vécu une réjouissante surprise sur les cinq premiers mois de l'année (fig.). Or, les événements positifs de ce type réveillent les fameux «animal spirits», donc le courage si souvent déterminant de faire des investissements. Toute dépréciation du CHF se traduit en outre par une hausse des marges et bénéfices des entreprises exportatrices, ce qui élargit leur marge de manœuvre pour le financement des investissements. C'est d'ailleurs l'une des raisons expliquant l'activité d'investissement supérieure à la moyenne.

### Baromètre des exportations: plongeon de son sommet

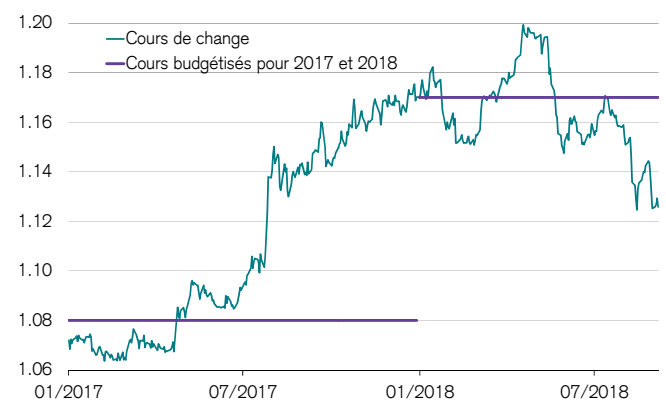
En écarts types, exportations nominales, moyenne mobile sur 6 mois



Source: PMIPremium, Datastream, Credit Suisse

### Cours de change: fin des bonnes surprises

EUR/CHF, cours budgétisés selon les enquêtes menées par le Credit Suisse



Source: Datastream, enquêtes monétaires 2017 et 2018 du Credit Suisse

## Exportations et investissements en perte de dynamique

Le CHF a maintenant traversé plusieurs poussées d'appréciation et la bonne surprise s'est muée en son opposé, ce qui devrait peser sur la propension à investir. Dans le même temps, la surexploitation des capacités observée jusqu'à récemment dans l'industrie semble s'atténuer. C'est en tout cas ce que suggère le rapport entre les deux sous-indices «délais de livraison» et «production» de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) (fig.). Les entreprises ont en effet tellement augmenté leur production que les délais de livraison – qui signalent des insuffisances – se sont éloignés de leurs niveaux records du début d'année. Les incitatifs pour une nouvelle expansion des capacités ont donc diminué. En 2019, tant les exportations que les investissements dans les machines et les équipements devraient rester dynamiques, mais baisser par rapport à 2018. Si ces deux domaines ont encore progressé de 4,0% chacun cette année, nous n'anticipons plus que des hausses de 3,5% pour les exportations et de 3,0% pour les investissements d'équipement en 2019. Nous attendons également un recul de 1,6% à 0,5% sur le front des investissements de construction, notamment sous l'effet de la suroffre sur le marché résidentiel et de la diminution progressive des entrées de commandes dans le bâtiment et le génie civil.

## Rebond du marché du travail: une base solide pour la croissance économique

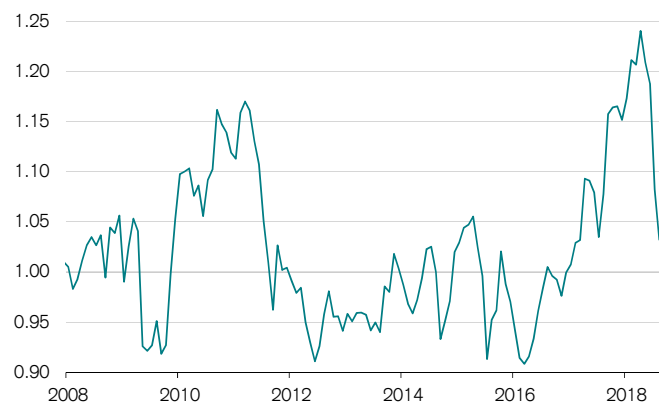
La consommation privée devrait rester solide bien que toujours relativement modérée en 2019. Par rapport à l'année en cours, nous tablons ici sur une dynamique de croissance inchangée (+1,4%). Quatre facteurs s'inscrivent en soutien de la consommation privée: la croissance démographique – donc surtout l'immigration –, la situation sur le marché du travail, le climat de consommation et le pouvoir d'achat des consommateurs. L'immigration s'est aujourd'hui stabilisée à niveau plus faible et il ne faut donc pas s'attendre à des impulsions supplémentaires de cet ancien moteur de la croissance (page 7). La situation sur le marché de l'emploi a récemment connu une rapide amélioration, qui se révèle aujourd'hui généralisée. L'emploi devrait continuer à progresser en 2019 et le chômage encore reculer, ce qui constitue une base solide pour une belle évolution économique. Cependant, la perception subjective de la sécurité de l'emploi n'augmente que lentement – et reste généralement à la traîne de la conjoncture globale (fig.). Les annonces de crises venant de l'étranger devraient en outre plomber le moral des ménages, ce qui limite toute embellie du climat de consommation. Dans le même temps, les salaires réels n'augmentent que timidement, comme nous le démontrons dans notre article focus en page 10.

## Surprises plutôt positives que négatives

La solidité même des fondations de la croissance du PIB suisse le rend résistant jusqu'à un certain point aux perturbations politiques internationales. Cela dit, l'économie particulièrement ouverte de notre pays ne resterait pas insensible à un éventuel effondrement de la conjoncture mondiale. Toutefois, la probabilité de mauvaises surprises semble pour l'heure inférieure à celle de bonnes surprises. Nous pensons néanmoins que le taux de croissance de cette année de «mini-boom» ne sera plus atteint en 2019. La parfaite conjonction de croissance mondiale extrêmement dynamique, de surprenante dépréciation du CHF, de faibles taux d'intérêt, de rebond du marché du travail et d'effets spéciaux liés aux événements sportifs observée fin 2017/début 2018 restera donc sans doute une constellation unique.

### Moins d'insuffisances grâce à l'expansion des capacités

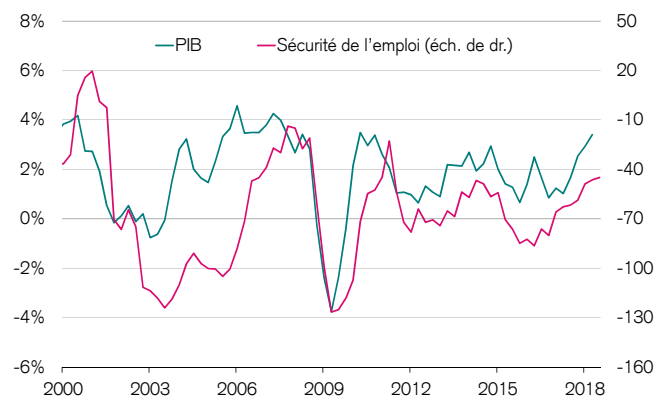
Rapport entre les sous-indices «délais de livraison» et «production» du PMI



Source: procure.ch, Credit Suisse

### Pas d'euphorie s'agissant du marché du travail

Croissance du PIB réel, en glissement annuel. Sondage auprès des consommateurs, indice



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

## Inflation

L'inflation a augmenté à un peu plus de 1% ces derniers mois. Près de la moitié de cette hausse est cependant attribuable à l'envolée des prix du pétrole. Cela dit, le renchérissement s'est aussi accéléré dans d'autres domaines et le temps des prix en baisse semble révolu. Le niveau des prix des services de communications s'est par exemple stabilisé après plusieurs années de repli des tarifs. Une tendance similaire se dessine dans le mobilier et les articles ménagers. Au vu de ces évolutions, nous relevons nos prévisions d'inflation pour 2018 à 1,0% (contre 0,8% précédemment), mais les maintenons inchangées à 0,7% pour 2019.

## Marché du travail

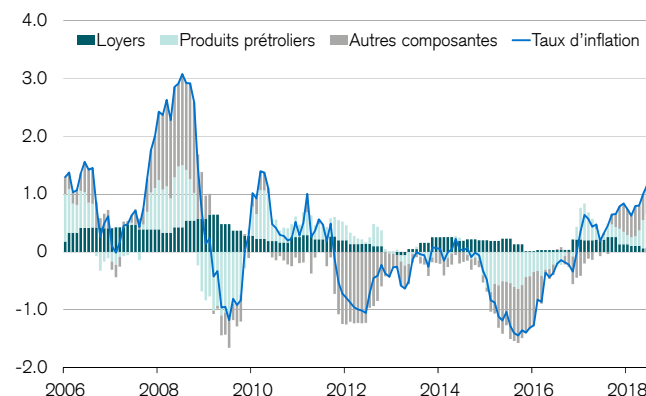
La baisse du nombre de chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement (ORP) se poursuit, ce qui permet au Secrétariat d'État à l'économie de publier de bons chiffres depuis maintenant deux ans. Selon la définition de l'Organisation internationale du travail (OIT), qui recense également les personnes non inscrites auprès des ORP et donc les chômeurs de longue durée, le taux de chômage a cependant diminué nettement moins vigoureusement, et même légèrement augmenté sur les quatre derniers trimestres. L'on peut alors se poser la question de savoir si le chômage structurel, qui ne se résorbe guère même en phase d'essor économique, n'aurait pas progressé suite au choc monétaire de 2015.

## Immigration

Après avoir atteint un plancher depuis 2007 à l'été 2017, l'immigration dans notre pays semble lentement se stabiliser. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2018, l'immigration nette était encore inférieure de 10% à son niveau de l'année précédente, mais a rebondi de 3,3% au 2<sup>e</sup> trimestre. Le solde migratoire des ressortissants portugais demeure négatif, tandis que celui des Allemands et des Italiens est récemment reparti à la hausse. Pour l'année en cours, nous anticipons un solde migratoire (ressortissants suisses et étrangers) d'environ 50 000 personnes.

## Hausse de l'inflation surtout liée aux prix du pétrole

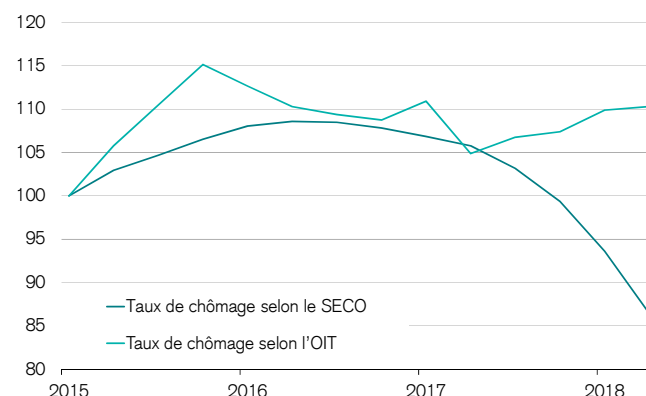
Variation en rythme annuel, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

## Chômage structurel plus élevé qu'avant 2015?

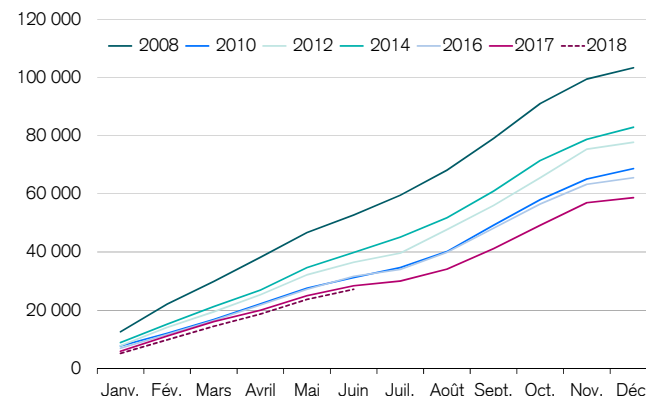
Taux de chômage suisse indexé, 1<sup>er</sup> trimestre 2015 = 100



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Stabilisation de l'immigration

Solde migratoire de la population résidente permanente étrangère, cumulé depuis le début de l'année



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

## Industrie chimico-pharmaceutique

Au 2<sup>e</sup> trimestre 2018, les exportations de l'industrie chimique ont augmenté de 10%, celles de l'industrie pharmaceutique de presque 8% (en glissement annuel). Dans la chimie surtout, cette progression s'accompagne d'une évaluation très positive de la marche des affaires. Pour les prochains mois et 2019, la branche devrait rester sur la voie de la croissance, mais celle-ci devrait ralentir sous l'effet du léger essoufflement de la conjoncture mondiale. L'industrie pharmaceutique profite certes toujours de la hausse de la demande liée à l'évolution démographique, mais l'expiration de brevets et la pression sur les prix devraient s'inscrire en frein dans les années à venir.

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

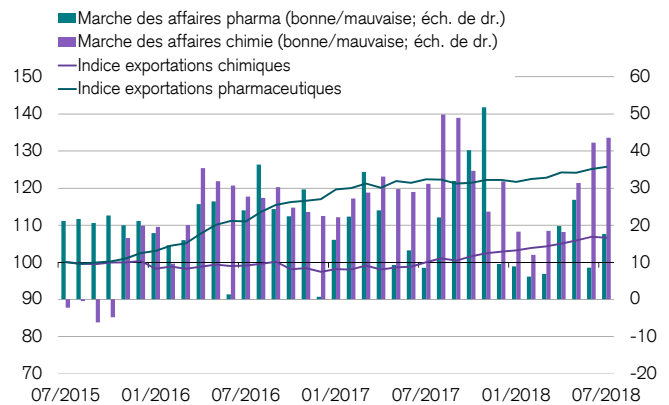
L'industrie MEM est parvenue à poursuivre son essor de début d'année au 2<sup>e</sup> trimestre 2018 et a vu ses exportations augmenter de presque 12% (par rapport à la même période de l'année précédente). La plupart des entreprises continuent donc de juger la marche de leurs affaires bonne ou satisfaisante. Nous estimons que la marche des affaires dans la branche restera réjouissante sur les prochains mois et en 2019. La croissance devrait cependant se révéler plus faible qu'au cours des derniers mois en raison du léger tassement de la dynamique conjoncturelle mondiale et des incertitudes politiques.

## Industrie horlogère

Les exportations de l'industrie horlogère se sont envolées au 2<sup>e</sup> trimestre 2018 (+10% en glissement annuel). En conséquence de quoi, la plupart des entreprises interrogées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) évaluent la marche de leurs affaires comme bonne voire au moins satisfaisante. En juin et juillet, la dynamique des exportations s'est toutefois affaiblie et nous anticipons que cette évolution va se poursuivre dans les mois à venir et en 2019. L'année prochaine, un léger tassement de la croissance économique dans les principaux débouchés de la branche (Hong Kong, Chine et États-Unis) pourrait notamment peser sur l'évolution des chiffres d'affaires.

## Croissance dynamique au 2<sup>e</sup> trimestre 2018

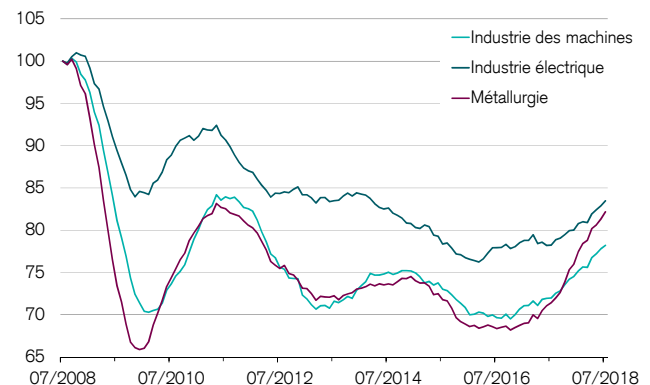
Exportations: moyenne mobile sur 12 mois; indice: juillet 2015 = 100; marche des affaires; part d'entreprises interrogées, solde en points de pourcentage



Source: Administration fédérale des douanes, KOF de l'EPFZ, Credit Suisse

## Exportations toujours dynamiques

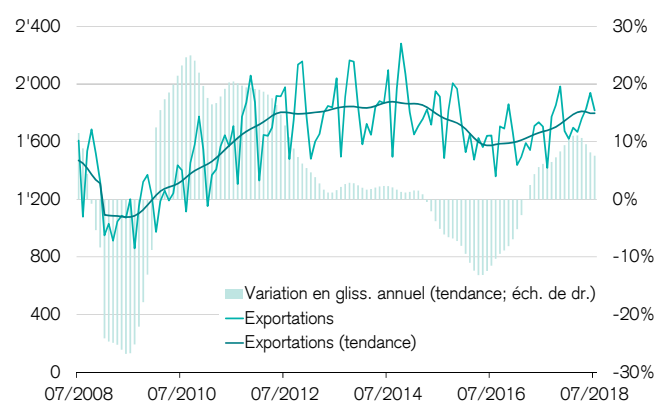
Exportations: moyenne mobile sur 12 mois; indice: juillet 2008 = 100



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

## Robuste 1<sup>er</sup> semestre 2018, mais dynamique en berne

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



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse



## Commerce de détail

Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé de 2% au 2<sup>e</sup> trimestre 2018 (en glissement annuel). Outre une hausse marquée de 2,9% dans l'alimentaire, le segment non alimentaire a aussi enregistré une croissance de 0,6%, en dépit de chiffres encore en repli dans le commerce de vêtements. La croissance globalement robuste (d'une ampleur inégalée depuis 2012) est aussi attribuable à certains effets spéciaux positifs pour le commerce tels que la Coupe du monde de football ou la météo favorable. L'évolution des chiffres d'affaires pourrait donc s'essouffler légèrement sur les prochains mois, d'autant plus que le climat de consommation devrait se détériorer quelque peu.

## Tourisme

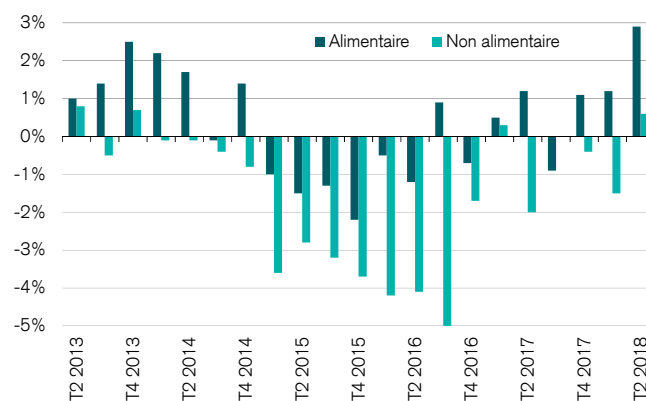
La croissance dynamique des nuitées depuis la mi-2017 s'est poursuivie au début de l'été 2018. L'arc alpin a notamment profité du temps ensoleillé et chaud. Entre mai et juillet, les remontées mécaniques ont ainsi enregistré une hausse de presque 10% de leurs chiffres d'affaires en glissement annuel. En conséquence, il y a bien longtemps que le climat n'avait plus été aussi positif dans la branche. Toute répétition de cette forte croissance en 2019 semble cependant peu probable puisque cela nécessiterait tant un hiver très enneigé qu'un été chaud. Par ailleurs, la dynamique conjoncturelle, bien que toujours solide, devrait légèrement ralentir en 2019.

## Technologies de l'information (TI)

La marche des affaires s'est quelque peu ralentie à un niveau élevé dans les TI. L'indice TIC Swico, qui recense les attentes des entreprises informatiques suisses en termes d'évolution des chiffres d'affaires, des commandes et des marges pour le trimestre en cours, s'est légèrement replié au 3<sup>e</sup> trimestre 2018, tout en se maintenant à un haut niveau. Pour l'heure, la branche profite de la bonne marche des affaires dans ses principales industries de débouché. La tendance durable à la numérisation devrait en outre continuer de doper la demande de services informatiques en 2019. La pénurie de main-d'œuvre qualifiée s'inscrit cependant toujours en frein.

## Croissance renforcée par des effets spéciaux

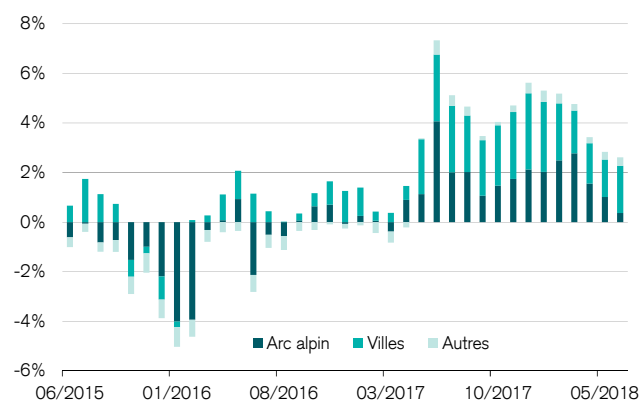
CA nominaux du commerce de détail, variation par rapport au trimestre précédent, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## L'été chaud s'inscrit en soutien

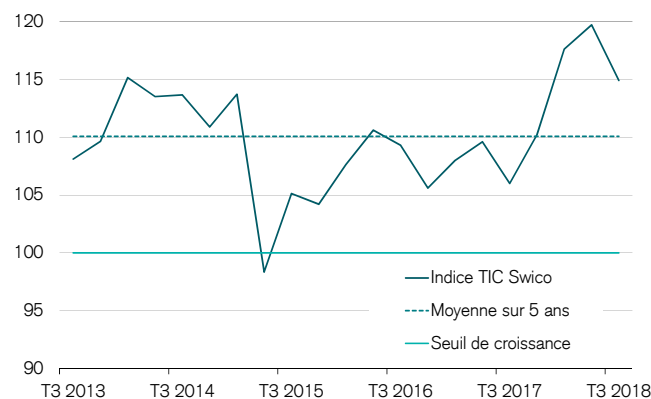
Nuitées, moyenne mobile sur 3 mois, variation en glissement annuel, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Climat à niveau élevé en légère détérioration

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



Source: Swico, Credit Suisse

# Hausse salariale encore modérée

**La situation conjoncturelle parle en faveur d'une croissance plus marquée des salaires. Le marché suisse de l'emploi fait cependant montre d'une certaine prudence sur le plan salarial – néanmoins les actifs perçoivent une part importante du PIB.**

**Faible croissance nominale des salaires après la crise, mais forte progression réelle**

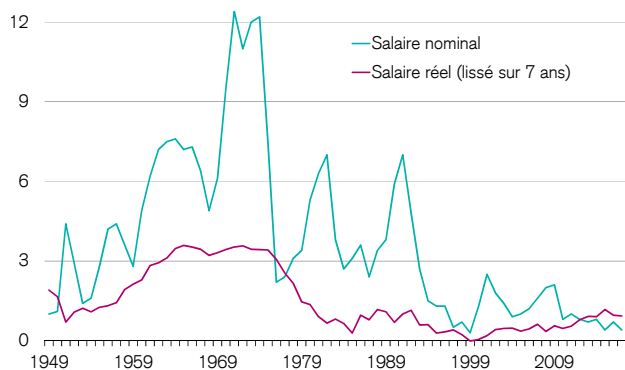
Les porte-monnaie ne se sont remplis que lentement ces derniers temps: depuis la crise financière, les salaires nominaux suisses ont en moyenne augmenté de moins de 1% par an. En 2017, cette hausse n'a même atteint que 0,4%. Depuis 1943 – début du recensement – seule l'année 1999 a enregistré une croissance plus faible (fig. de gauche). La croissance des salaires nominaux est tout aussi modeste dans l'Union européenne et aux États-Unis depuis la crise financière, où elle a presque été divisée par deux. La situation est différente lorsque l'on examine le pouvoir d'achat, qui a jusqu'à récemment davantage augmenté (surtout en Suisse) qu'au cours des 30 années précédentes, pendant lesquelles il a généralement marqué le pas à l'instar de la croissance économique. Dans notre pays, les salaires réels (corrigés de l'inflation) ont connu entre 2009 et 2016 leur plus forte progression depuis la fin des années 1970 – grâce au recul du niveau des prix suite à la crise financière et de l'euro. Les prix repartent cependant à la hausse depuis 2017 et le salaire réel moyen a de ce fait un peu baissé en 2017 (-0,1%). Pour des salaires réels plus élevés, il faudrait donc une accélération de la croissance des salaires nominaux – évolution observable aux États-Unis et en Europe, bien que modérément.

**La baisse du chômage n'est pas synonyme de hausse plus rapide des salaires**

Pour apporter notre pierre à l'édifice des futures négociations salariales qui ne manqueront sans doute pas de s'intensifier dans notre pays, nous allons examiner certains facteurs susceptibles d'influer sur l'évolution des salaires à plus long terme. L'un des outils souvent utilisés pour les analyses cycliques à moyen terme est la courbe de Phillips (fig. de droite), qui établit une relation entre évolution des salaires et pénuries sur le marché de l'emploi. Cette courbe s'est progressivement rapprochée de l'origine depuis le milieu des années 1990 pour s'aplatir sensiblement ces derniers temps. Cela indique que les salaires nominaux sont aujourd'hui moins sensibles au recul du taux de chômage que durant les périodes précédentes. Pour expliquer ce phénomène qui s'observe également dans d'autres pays, nous privilégions deux hypothèses. Premièrement, les salariés ont davantage confiance dans la capacité de la politique monétaire à juguler l'inflation – voire se sont désormais «habitué» à une stagnation ou même à une baisse du niveau des prix. Deuxièmement, les salariés ne parviennent pas à faire valoir leurs revendications salariales en dépit d'une «pénurie» plus marquée, parce que leur pouvoir de négociation a diminué. Le nombre en berne d'adhérents aux organisations syndicales, ainsi que d'autres facteurs comme l'automatisation, la délocalisation et l'immigration facilitée sont ici souvent cités comme motifs possibles.

## Salaires nominaux: nouveau tassement de la croissance

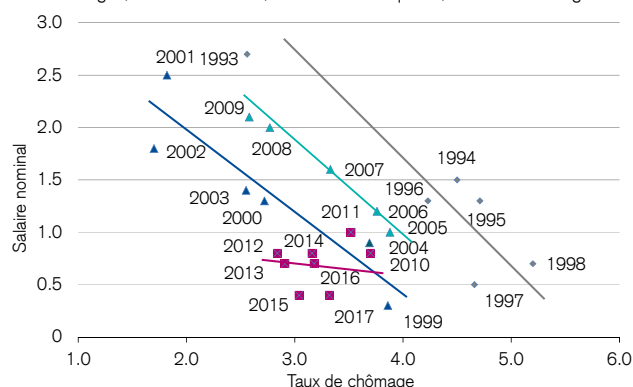
Croissance des salaires nominaux en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## La courbe de Phillips s'est aplatie

Variation salaire nominal par rapport au taux de chômage en %. Courbes de Phillips: 1993-1998 gris, 1999-2004 bleu, 2005-2009 turquoise, 2010-2017 magenta



Source: Office fédéral de la statistique, Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Credit Suisse

**L'impact des mutations structurelles comme l'automatisation, la numérisation ...**

L'influence réelle et durable des mutations structurelles sur l'évolution cyclique des salaires se révèle très difficile à évaluer. La thèse selon laquelle l'automatisation et la numérisation entraînent une pression à la baisse continue sur les salaires reste notamment à vérifier. Certes, nous avons calculé sur la base d'une étude menée par l'institut allemand de recherche sur le marché du travail et la formation professionnelle (Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung) que le potentiel d'automatisation pour la Suisse est théoriquement «moyen» pour près de 50% des salariés et même «élevé» pour 6% des actifs, mais cela ne signifie pas obligatoirement qu'une grande partie de ces postes est directement menacée par une rationalisation. Cela semble d'ailleurs peu faisable sur le plan économique, notamment parce que des dépenses d'investissement considérables des entreprises seraient nécessaires. En outre, cette thèse ne tient pas compte des nouveaux profils de postes à salaires élevés créés dans le sillage du progrès technologique. La numérisation devrait donc effectivement accroître la pression s'exerçant sur certains emplois, mais aussi entraîner les salaires en hausse.

**... et les délocalisations sur l'évolution cyclique des salaires reste incertain**

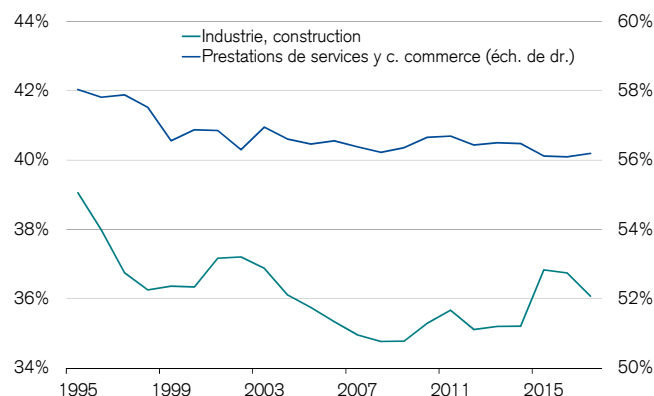
Même incertitude s'agissant du poids structurel des délocalisations sur l'évolution des salaires. Le taux de valeur ajoutée brute (quotient de la valeur ajoutée brute et de la valeur de production brute) peut être utilisé pour mesurer le degré de délocalisation des activités à l'étranger (fig. de gauche). Un taux en repli signale une augmentation de la consommation intermédiaire et donc un accroissement de la division du travail, qui va de pair avec une délocalisation d'activités (une brusque appréciation du CHF pouvant brièvement entraîner ce taux à la hausse). Cela dit, les salaires dans de nombreux pays cibles (p. ex. en Europe de l'Est) ont fortement augmenté ces dernières années, ce qui réduit l'attractivité des délocalisations. L'automatisation croissante permet en outre parfois de «rapatrier» la production. Un autre point est bien plus important: les délocalisations concernent généralement des postes pourvus de salaires assez modestes. A contrario, les postes à salaires élevés ont tendance à rester en Suisse.

**L'impact de la libre circulation des personnes semble tout aussi limité**

Les répercussions de l'immigration facilitée sur le niveau des salaires suisses suscitent la controverse depuis des années. Le rapport de l'Observatoire sur la libre circulation des personnes entre la Suisse et l'UE conclut certes à l'absence de pression généralisée et directe liée à l'immigration, mais cette dernière semble avoir empêché une progression plus marquée des salaires du segment supérieur. En outre, le poids des syndicats n'a guère évolué dans notre pays ces dernières décennies – contrairement à d'autres pays où il a eu tendance à diminuer. Dans l'ensemble, les relations entre le patronat et les organisations de travailleurs restent empruntes d'un réel esprit de compromis en Suisse. À nos yeux, le récent aplatissement de la courbe de Phillips n'est donc pas lié à ce genre de mutations structurelles, mais plutôt aux attentes inflationnistes en repli depuis la crise financière – et à leur maintien à faible niveau. Et tant les enquêtes (fig. de droite) que les taux d'intérêt extrêmement bas suggèrent que cette situation n'est guère susceptible d'évoluer prochainement.

**Division du travail: en hausse aussi chez les prestataires**

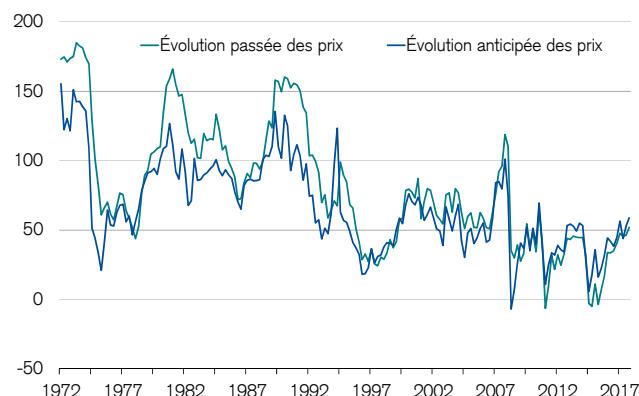
Taux de valeur ajoutée brute



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Stabilité des attentes inflationnistes**

Évaluation des consommateurs recensée au cours d'enquêtes, indice



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

## La marge de répartition en matière de politique salariale n'est pas pleinement exploitée en Suisse

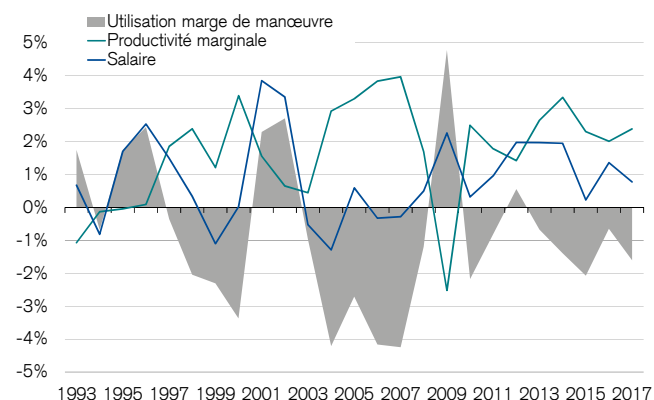
La courbe de Phillips s'est certes aplatie, mais elle n'est pas horizontale. Cela indique que – sur fond de poursuite attendue de l'essor économique et d'accentuation de la pénurie sur le marché de l'emploi qui en découle –, les salaires devraient progressivement commencer à augmenter. Nous tablons ici cependant sur une évolution très modérée, notamment en raison d'une certaine forme de retenue générale et fermement implantée en matière de salaires dans notre pays – ou pour le formuler autrement, une non-exploitation systématique de la marge de manœuvre disponible sur le plan de la répartition salariale. Pour illustrer cette thèse, une comparaison de l'augmentation des salaires et de l'accroissement de la productivité marginale du travail semble pertinente. Dans un monde économique modélisé, il devrait exister une corrélation entre ces deux valeurs – sous réserve que les facteurs de production que sont le travail et le capital soient utilisés de manière optimale. La figure en bas à gauche illustre dans quelle mesure les salaires ont selon nos estimations effectivement reflété la productivité (marginale) depuis les négociations salariales de 1993. Des valeurs positives signalent une surexploitation de la marge de répartition et des chiffres négatifs une sous-exploitation. De toute évidence, la marge de manœuvre disponible n'a généralement pas été exploitée – bien que nous ne soyons pas en mesure d'établir qu'il s'agit là d'une caractéristique consacrée du marché de l'emploi helvétique. Peut-être faut-il y voir une disposition des salariés suisses à renoncer à une augmentation maximale de leur salaire afin de réduire le risque de chômage, et ainsi de contribuer à la pérennisation à long terme du niveau de vie.

## Les salariés perçoivent une part très élevée du PIB

Qu'elle soit volontaire ou non, cette retenue en matière de salaires a un impact positif sur l'emploi. Ce n'est que pendant les phases de récession des années 1990, après le changement de millénaire et après la crise financière que la «surexploitation» de la marge de répartition a eu des répercussions négatives sur l'emploi – en d'autres termes, les salaires n'ont alors pas diminué assez rapidement pour maintenir le plein-emploi. Le reste du temps, l'approche générale en matière de salaires, la bonne disponibilité de main-d'œuvre qualifiée et l'offre cycliquement élevée de travailleurs étrangers ont sans doute contribué à ce que le nombre de salariés ait continué d'augmenter sensiblement dans notre pays – même après la crise financière et en dépit de la récession et du choc du franc. La croissance de l'emploi a ici non seulement été le principal moteur de la croissance supérieure à la moyenne, mais a aussi contribué à ce que la part globale de la performance économique redistribuée sous forme de salaires et de prestations sociales ait atteint un niveau record. La figure en bas à droite montre la répartition du PIB. La masse salariale globale (mesurée à l'aune de la rémunération des employés) a augmenté nettement plus vigoureusement que les bénéfices des entreprises (mesurés sur la base de l'excédent net d'exploitation). En moyenne à long terme, la part du PIB versée sous forme de salaires et de prestations sociales s'est élevée à environ 57%. En hausse depuis le début 2011, cette proportion a même atteint un niveau record de presque 60% au 4e trimestre 2016, pour ne diminuer que marginalement depuis.

### Marge de répartition salariale rarement exploitée

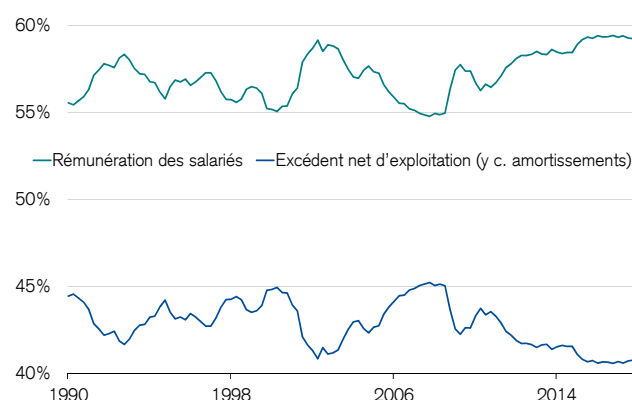
Productivité marginale du travail et indice salarial à l'heure, variation en % (réelle)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

### Part du PIB reversée aux salariés à un niveau record

Part du produit intérieur brut (PIB)



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Cette situation positive concernant l'ensemble des salariés place la Suisse dans une position presque unique à l'échelle internationale: le taux de rémunération des employés ne se révèle proche des niveaux helvétiques qu'en Islande. Et seule la Norvège affiche une progression plus soutenue en la matière depuis la crise financière. Dans le même temps, il a par contre sensiblement baissé aux États-Unis.

**Tassement de la croissance de l'emploi et plus forte progression des salaires en vue, ...**

Plusieurs facteurs nous incitent à anticiper un tassement de la croissance de l'emploi dans notre pays. Premièrement, la Suisse – comme d'autres pays industrialisés – va devoir faire face au départ à la retraite de la génération du baby-boom. Deuxièmement, le taux d'emploi suisse se révèle déjà très élevé: environ 80% de la population active occupe actuellement – au moins partiellement – un poste. Et troisièmement, l'immigration de main-d'œuvre étrangère ne va plus s'accélérer significativement du fait de l'amélioration de la situation sur le marché du travail en Europe. La probable conjoncture robuste évoquée précédemment ne sera donc pas le seul facteur à favoriser la pénurie de main-d'œuvre. Au vu de cette pénurie annoncée, la croissance économique devra donc passer par une augmentation de la productivité. Si nous y parvenons, les salaires réels repartiraient durablement et sensiblement à la hausse. Considérant les obstacles non négligeables qui s'opposent en Suisse à une augmentation plus rapide de la productivité (dont la levée nécessiterait p. ex. une certaine libéralisation du marché intérieur), nous ne tablons cependant que sur une légère progression de la productivité dans les années à venir – en dépit de la pénurie de main-d'œuvre. Une augmentation légèrement supérieure à 1% des salaires réels nous semble ici réaliste, la progression pendant les années à faible inflation pouvant se révéler bien plus importante. Il est en outre difficile d'anticiper si la retenue systématique en matière de salaires perdurera même en cas d'intensification de la pénurie de main-d'œuvre.

**... mais la progression réelle devrait rester modérée en 2019**

Après avoir identifié les facteurs pesant sur la croissance des salaires, il semble plus aisé de pronostiquer l'évolution pour l'année à venir. La progression des salaires nominaux devrait certes se révéler un peu plus vigoureuse qu'en 2018, mais le renchérissement positif (+0,7% attendu) va limiter la hausse réelle. Dans l'ensemble, nous tablons sur une augmentation de 1% des salaires nominaux et de 0,3% des salaires réels en 2019.

# Le point sur la «fragilité»

**La situation «fragile» sur le front des taux de change a maintenu la BNS en alerte, mais certains indicateurs suggèrent que cette «fragilité» potentielle n'est pas propre au CHF.**

## La BNS se focalise sur la «fragilité» de la situation des changes

Depuis septembre 2017, la BNS allègue que la situation en matière de taux de change reste «fragile», ce qui, couplé au «niveau élevé» du CHF, justifierait selon elle la politique de taux négatifs et sa disposition à intervenir sur le marché des devises. Cela étant, la banque nationale n'a jamais officiellement expliqué ce qu'elle entendait par cette «fragilité». Nous avons examiné deux indicateurs qui montrent de fait que la situation a évolué sur le marché des changes, mais suggèrent aussi que ce phénomène ne se limite pas au seul CHF.

## Diminution des volumes sur le marché des changes

D'une part, les écarts cours offert/cours demandé (bid/ask, différence entre le prix le plus élevé qu'un acheteur est prêt à payer et le prix le plus bas auquel un vendeur est disposé à vendre) se sont élargis, non seulement pour l'EUR/CHF, mais aussi pour les devises du G-10<sup>1</sup> en général. Bien que le marché des changes soit très liquide, cela pourrait traduire une diminution de la liquidité. L'enquête triennale de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) a en effet révélé une baisse des volumes de transactions au comptant sur le marché des changes de presque 20% entre 2013 et 2016.

## Le marché des options indique que le CHF est plus susceptible de s'apprécier que de se déprécier

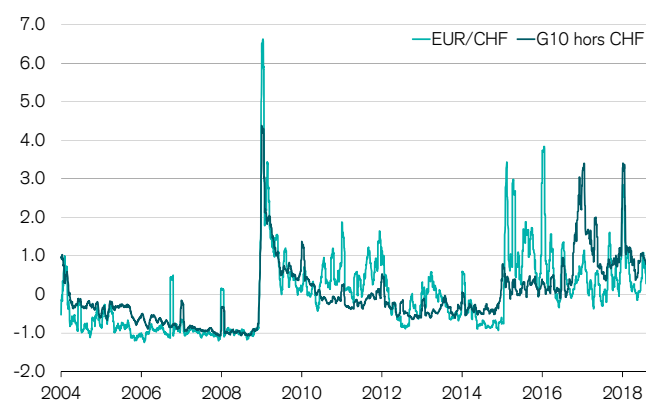
D'autre part, les «risk reversals» sont négatifs pour l'EUR/CHF depuis janvier 2015 (et l'ont été la plupart du temps jusqu'à la fin 2012). Les risk reversals sont dérivés du marché des options et une valeur négative signale qu'une option de vente est plus onéreuse qu'une option d'achat comparable ou, pour simplifier, que la probabilité d'un repli du taux de change est supérieure à celle d'une hausse d'amplitude similaire. Du point de vue de la BNS, un risk reversal négatif pour l'EUR/CHF ou l'USD/CHF constituerait probablement une situation «fragile» puisque cela indiquerait une probabilité plus forte d'appréciation que de dépréciation du CHF face à l'EUR ou à l'USD. Mais les risk reversals ont rarement été proches de 0 depuis la crise financière, non seulement pour l'EUR/CHF et l'USD/CHF mais aussi pour l'EUR/USD.

## Dans quelle mesure la BNS a-t-elle contribué à la «fragilité» de la situation des changes?

Cet article n'a pas pour vocation d'identifier les causes de ces changements. La BRI a néanmoins mentionné que la suppression du cours plancher EUR/CHF par la BNS en janvier 2015 avait alimenté l'aversion au risque sur le marché des changes et pourrait être à l'origine des tendances précitées. Ironiquement, la BNS pourrait avoir elle-même contribué à la «fragilité» de la situation en matière de taux de change – qui depuis lors la tient en alerte...

### Élargissement des écarts bid/ask sur le marché des changes

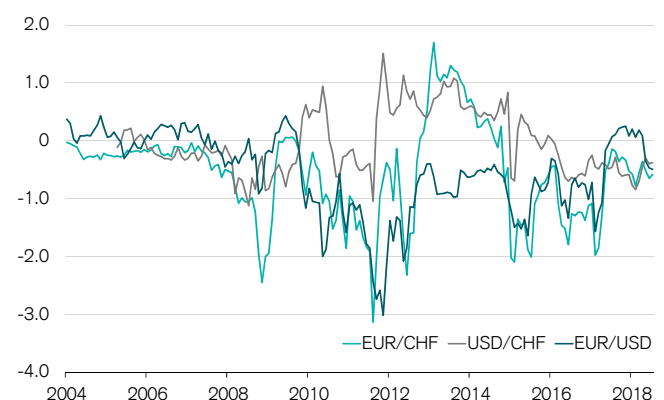
Moyennes mobiles sur 10 jours des écarts bid/ask, en écart-types



Source: Bloomberg, Credit Suisse

### Risk reversals actuellement négatifs pour l'EUR/CHF

Volatilité des risk reversals à 3 mois (delta 25)



Source: Bloomberg, Credit Suisse

<sup>1</sup> EUR, JPY, GBP, AUD, CAD, CHF, NZD, NOK, SEK, toutes par rapport à l'USD.

## Interventions monétaires

Nous n'avons constaté aucune indication d'achats significatifs de devises par la BNS depuis juillet 2017, ce qui pourrait avoir des implications politiques et faire rayer la Suisse de la liste de surveillance du Trésor américain concernant les possibles «manipulateurs» de taux de change. Le pays a été inclus à cette liste en octobre 2016 après avoir rempli deux des trois critères à cet effet, à savoir un excédent de la balance courante de plus de 3% du PIB et des interventions sur le marché des changes à hauteur de plus de 2% du PIB sur 12 mois. Si ce n'est attirer moins d'attention internationale sur la politique monétaire helvétique, être retiré de la liste de surveillance ne devrait cependant pas avoir d'implications concrètes.

## Allocation des réserves de devises

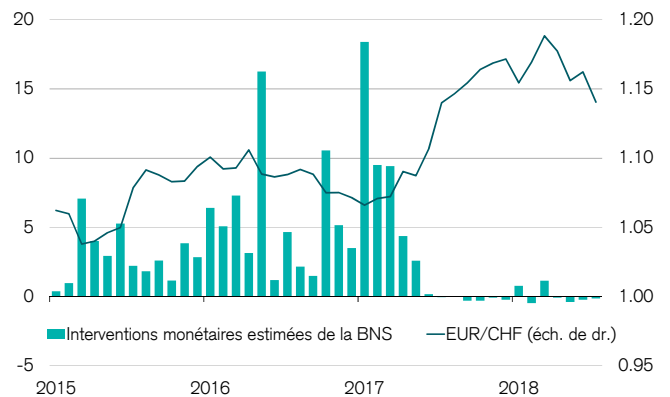
La BNS a réduit l'allocation de ses réserves de devises en EUR de 40,9% au T1 2018 à 39,9% (hors produits dérivés) au T2 2018. Il s'agit là du niveau le plus bas depuis le T4 1999. Simultanément, elle a relevé l'allocation en USD de 35,0% à 36,3% (hors produits dérivés), la portant à un sommet depuis le T2 2005. Les réserves restantes ont été réparties entre le JPY (7,7%), la GBP (6,3%), le CAD (2,9%) et d'autres devises (6,9%).

## Avoirs en CHF des banques étrangères

Les banques étrangères ont réduit leurs dépôts en CHF auprès d'établissements suisses et de la BNS en mars et en avril 2018, période durant laquelle le CHF s'est affaibli face à l'EUR. D'un autre côté, l'appréciation du CHF en mai 2018 ne semble pas résulter d'une fuite vers les valeurs-refuges en Suisse puisque les banques étrangères n'ont pas accru leurs avoirs en CHF sur ce mois. Elles détiennent néanmoins d'importants volumes de CHF dans notre pays, ce qui suggère que la demande mondiale pour la monnaie helvétique reste soutenue.

## Interruption des achats de devises

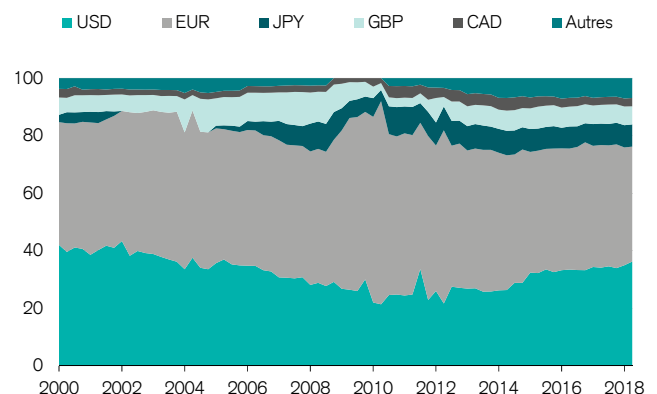
En mrd CHF; EUR/CHF (éch. de dr.)



Source: Datastream, BNS, Credit Suisse

## Moins d'EUR, plus d'USD

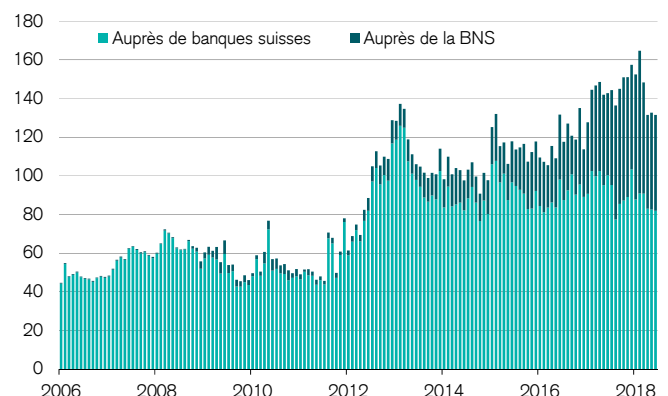
Allocation des réserves de devises, en %



Source: BNS, Credit Suisse

## Les banques étrangères détiennent moins de CHF en Suisse

Dépôts en CHF des banques étrangères, en mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

# Valeurs des Millennials – un supertrend à fort potentiel

**Dans les prochaines décennies, les baby-boomers vont transmettre des ressources financières à hauteur de plusieurs milliards à leurs descendants – les Millennials –, dont les valeurs gagnent par conséquent en importance aux yeux des investisseurs.**

## **Les jeunes prennent le pouvoir**

50% de la population mondiale a moins de 34 ans. Les valeurs de cette génération – les Millennials – devraient de plus en plus s'imposer. C'est pourquoi nous les avons intégrées à nos cinq supertrends, des thèmes qui, de notre avis, devraient jouer un rôle majeur dans les années à venir et offrir des opportunités de placement attrayantes.

## **Grande importance des pays émergents**

Les Millennials ont une approche numérique, mondiale, écologique et sociale. Les marques partageant leurs valeurs ont été en mesure de surperformer leurs marchés respectifs en 2017. Et cette tendance est selon nous appelée à se poursuivre. Particularité des Millennials liée à l'évolution démographique mondiale: une grande partie d'entre eux vit dans des pays émergents, et notamment en Chine. Une enquête menée par le Credit Suisse Research Institute auprès de consommateurs des pays émergents a récemment confirmé que ceux-ci apprécient des expériences et un style de vie favorisant le divertissement, la santé et les loisirs.

## **Les Millennials dominant la consommation en ligne**

Les Millennials jouent un rôle majeur en tant que consommateurs en ligne dans le monde entier. Ils tendent en outre à être plus conscients des questions environnementales. L'expansion progressive des véhicules électriques, de l'énergie verte ainsi que des équipements écologiques et sociaux est principalement attribuable à cette génération. La durabilité constitue une valeur centrale pour les Millennials. Les entreprises souhaitant les inciter à acheter leurs produits doivent de plus en plus prouver qu'elles ont un impact positif sur la société.

## **De véritables «digital natives»**

Les Millennials modifient la manière même dont sont menées les affaires. En tant que véritables «digital natives», ils ont grandi avec un accès immédiat à l'information et en attendent autant pour les biens et les services qu'ils acquièrent. Par conséquent, le potentiel pour une utilisation accrue de la numérisation dans la publicité, le commerce de détail et les médias reste ici important.

## **Propres valeurs en matière d'équilibre entre travail et vie privée**

Les Millennials ont non seulement leurs propres valeurs concernant l'équilibre entre travail et vie privée et l'épanouissement personnel, mais suivent aussi des approches spécifiques en matière de logement. Montrant peu d'intérêt pour les maisons de banlieue de leurs parents, ils privilégient les transports publics, les magasins accessibles à pied, la proximité avec le lieu de travail et un mode de vie urbain.



## Activité de construction de logements

L'activité de construction se maintient à un niveau très élevé sur le marché du logement suisse, principalement en raison de la demande toujours forte d'immeubles de placement. 29 000 logements locatifs ont reçu un permis de construire rien que sur les douze derniers mois. Un nombre particulièrement élevé de nouveaux logements arrivera par conséquent sur le marché de la location en 2019 et 2020. Le nombre de logements en propriété autorisés à la construction continue en revanche de baisser. Sur les douze derniers mois, des permis de construire ont été délivrés pour 13 600 appartements et 7200 maisons individuelles. L'expansion du logement en propriété se révèle ainsi inférieure à l'actuel potentiel de demande.

## Logements en propriété

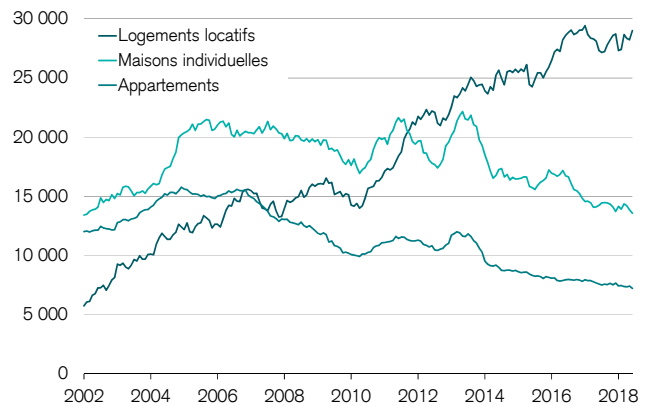
La croissance des prix des logements en propriété se poursuit, mais a légèrement perdu en vigueur récemment. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, les prix des appartements ont augmenté de 3,0%, tandis que la hausse n'a été que marginalement moins élevée pour les maisons individuelles (2,6%). Grâce à la conjoncture très favorable, aux taux hypothécaires toujours faibles et au ralentissement de l'activité de construction, nous anticipons de nouvelles augmentations pour les prochains trimestres, mais à un rythme un peu moins soutenu que récemment.

## Logements locatifs

Sous l'effet du repli de l'immigration couplé à l'activité de construction soutenue, les loyers proposés dans les annonces immobilières en ligne sont en baisse depuis près de trois ans déjà – ce que les baux effectivement conclus reflètent désormais aussi. Pour la première fois en presque douze ans, les loyers à la conclusion ont reculé de 1,2% en glissement annuel au 2<sup>e</sup> trimestre 2018. Toute personne souhaitant signer un bail aujourd'hui en Suisse doit cependant en moyenne compter sur des loyers en hausse d'environ 17% par rapport à 2005, voire de 23% dans les grands centres.

## Construction toujours dynamique de logements locatifs

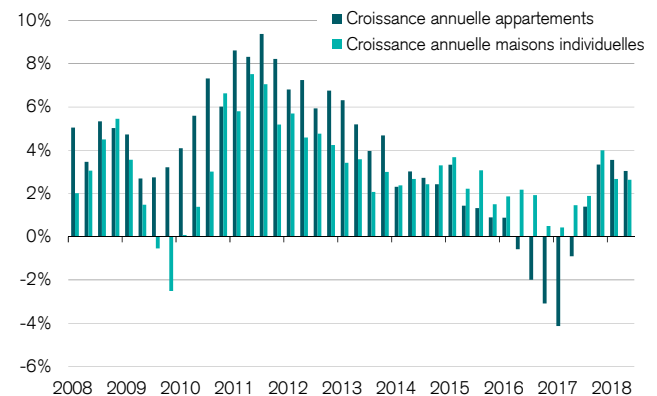
Permis de construire en unités d'habitat, somme mobile sur 12 mois



Source: Batimag, Credit Suisse

## Les prix continuent de progresser

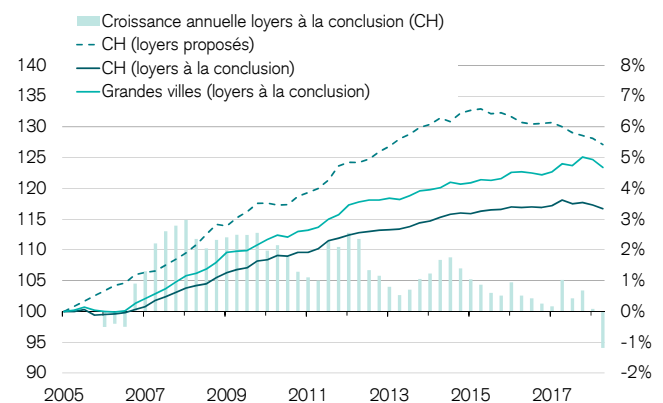
Taux de croissance annuels



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

## La pression à la baisse sur les loyers s'intensifie

Indice loyers proposés et loyers à la conclusion (éch. de g.), taux de croissance annuel des loyers à la conclusion (éch. de dr.)



Source: Wüest Partner, Credit Suisse

## Indice des directeurs d'achat (PMI)

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

## Conjoncture industrielle

Indice PMI > 50 = croissance



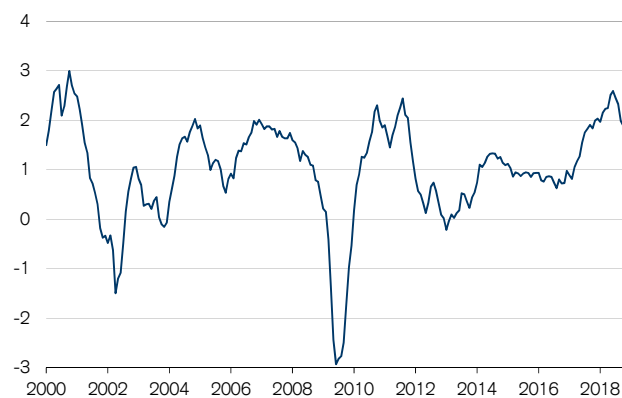
Source: procure.ch, Credit Suisse

## Baromètre des exportations du Credit Suisse

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

## Exportations

En écarts types, valeurs > 0 = croissance



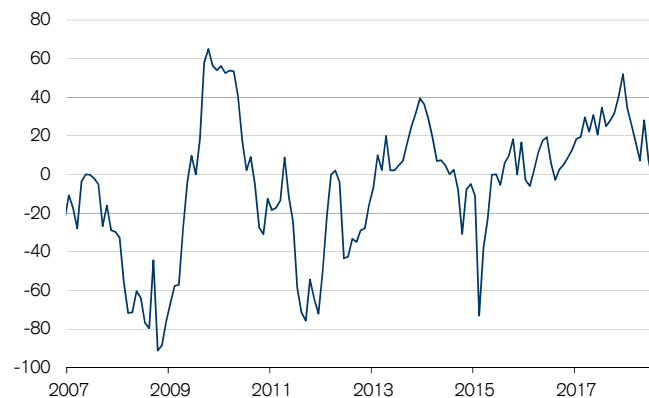
Source: PMIPremium, Credit Suisse

## Indice CS-CFA Society Suisse

Les analystes financiers mesurent les pulsations même de l'économie. En collaboration avec la CFA Society Switzerland, le Credit Suisse mène depuis 2017 un sondage mensuel auprès de ces observateurs privilégiés: le Financial Market Survey Switzerland<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.

## Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



Source: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

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

## Indice de la construction Suisse

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

## PMI des services

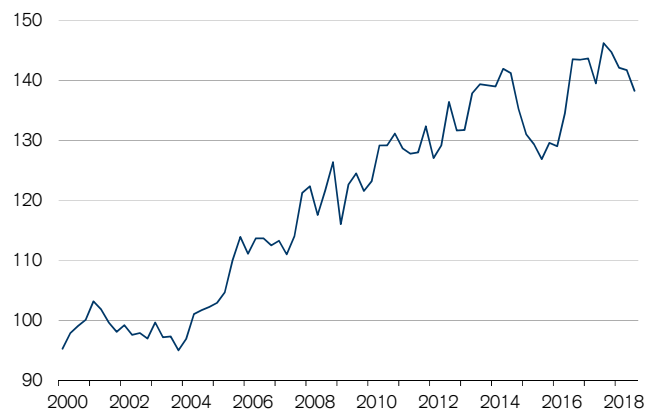
Procure.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent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

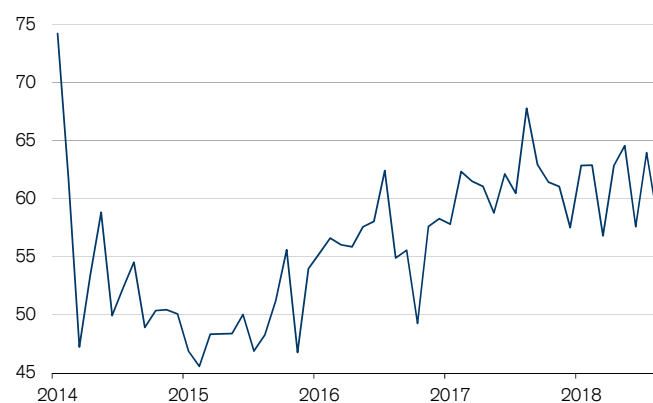
1er trimestre 1996 = 100



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

	2018 T1	2018 T2	2018P T3	2018P T4	2019P T1	2019P T2	2019P T3	2019P T4	2018P	2019P
PIB (comparaison annuelle, en %)	2,9	3,4	2,6	1,9	1,5	1,3	1,8	2,1	2,7	1,7
Consommation privée	1,2	1,3	1,4	1,7	1,5	1,5	1,2	1,3	1,4	1,4
Consommation publique	1,3	1,2	1,0	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9
Formation brute de capital fixe	3,4	3,3	2,6	3,2	2,5	2,2	2,1	2,1	3,1	2,2
Investissements de construction	0,9	2,6	1,8	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	1,6	0,5
Investissements d'équipement	4,8	3,7	3,0	4,3	3,0	3,0	3,0	3,0	4,0	3,0
Exportations (marchandises et prestations)	2,3	5,3	4,0	4,6	3,5	3,5	3,5	3,5	4,0	3,5
Importations (marchandises et prestations)	4,9	3,3	3,3	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	3,0
Inflation (en %)	0,7	1,0	1,2	0,9	0,9	0,7	0,5	0,5	1,0	0,7
Chômage (en %)	2,9	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,6	2,3
Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %)	1,9	2,0	2,0	1,8	1,3	1,2	1,2	1,2	1,9	1,2
Immigration nette (en milliers)									50	50
Croissance nominale annuelle des salaires (en %)									0,7	1,0
Balance des opérations courantes (en % du PIB)									6,8	7,2
Solde des comptes publics (en % du PIB)									0,0	.
Taux d'endettement (en % du PIB)									40,9	.

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 %
	2018	2019	2018	2019	2016	2017	2017	2017
Monde	3,3	3,1	2,6	2,4	7 530	79 865	100	100
Etats-Unis	2,9	2,5	2,4	2,0	326	19 391	15,3	6,8
Zone euro	2,1	2,0	1,8	1,7	341	12 607	44,1	63,4
Allemagne	2,1	2,0	1,8	1,9	83	3 685	18,9	28,2
France	1,7	1,7	2,1	1,5	65	2 584	6,4	7,9
Italie	1,2	1,2	1,4	1,6	61	1 938	6,2	9,7
Royaume-Uni	1,3	1,5	2,5	2,2	66	2 625	5,2	3,3
Japon	1,3	1,0	0,7	0,8	127	4 872	3,3	1,9
Chine	6,5	6,2	1,9	2,0	1 390	12 015	5,2	7,0

Source: Datastream, Fonds Monétaire International, Credit Suisse

### Taux d'intérêt et informations de politique monétaire

	Actuel	3 mois	12 mois		Actuel	Mois précédent	Année précé- dente
LIBOR à 3 mois (en %)	-0,73	-0,8 à -0,6	-0,6 à -0,4	Masse monétaire M0 (mrd CHF)	552,1	544,6	557,0
Marge de fluctuation BNS (en %)	-1,25 à -0,25	-1,25 à -0,25	-1,00 à 0,00	Masse monétaire M1 (% , comparaison annuelle)	5,1	5,0	6,2
Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %)	-0,06	0,1-0,3	0,3-0,5	Masse monétaire M2 (% , comparaison annuelle)	2,7	2,7	4,2
				Masse monétaire M3 (% , comparaison annuelle)	2,4	2,3	3,9
				Réserves en devises (mrd CHF)	776,9	783,8	745,3

Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

## Information importante

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

## Avertissement sur les risques

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

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

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

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

### Risques inhérents aux marchés financiers

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

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

### Marchés émergents

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

les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

### Placements alternatifs

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

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

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

### Risques de taux d'intérêt de crédit

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

## Département Investment Strategy

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

Les stratégies en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Les recommandations contenues dans le présent document sont des extraits des recommandations précédemment publiées par Credit Suisse Research et/ou des références à celles-ci. Pour les actions, il s'agit de la note relative à la société ou du résumé relatif à la société de l'émetteur. Les recommandations relatives aux obligations peuvent être consultées dans la publication Research Alert (bonds) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland respective. Ces documents sont disponibles sur demande ou sur <https://investment.credit-suisse.com>. Les notifications sont disponibles sur [www.credit-suisse.com/disclosure](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 Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

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

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

## NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION

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

## Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. succursale Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment

autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arion, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment 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 une quelconque autre personne. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 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. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies des derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia 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:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C, qui 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 expé-

rience 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. **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 Arabie sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est

distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10<sup>th</sup> Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited, un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

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

---

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

18C011A\_IS

## Autres publications du Credit Suisse

---

---

### Immeubles de logistique 2018

Le rapport sur les immeubles logistiques 2018 du Credit Suisse met en lumière le marché suisse des immeubles logistiques et son développement.

**20 août 2018**

---

### Étude PME 2018

Étude annuelle interrogeant plus de mille PME helvétiques quant à leurs facteurs de succès sur le site suisse. Cette année, l'accent thématique est placé sur la compétitivité.

**30 août 2018**

---

### Moniteur immobilier 3e trimestre 2018

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

**27 septembre 2018**

---

### Indice de la construction 4e trimestre 2018

L'Indice de la construction suisse publié chaque trimestre vous informe sur la conjoncture actuelle de la branche de la construction et présente des estimations et explications relatives à l'évolution des chiffres d'affaires dans ce secteur.

**21 novembre 2018**

**Abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.**



**CREDIT SUISSE AG**  
Case postale  
CH-8070 Zurich  
credit-suisse.com