

L'accès au marché intérieur de l'UE ne ferait pas sombrer l'îlot de cherté suisse

Moniteur Suisse | Décembre 2018

Impressum

Editeur, Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

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

Dr. Oliver Adler
Chef économiste, CIO Office Suisse
Tel. +41 44 333 09 61
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

7 décembre 2018

Copyright

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

Participation

Ewelina Krankowska
Tomasz Limberger

Chère lectrice, cher lecteur,

Le comédien américain Groucho Marx (1890–1977) a dit un jour «jamais je ne voudrais faire partie d'un club qui accepterait de m'avoir pour membre». S'agissant du chaotique processus de Brexit, mais aussi de nos propres querelles incessantes autour de l'accord-cadre avec l'Union européenne (UE), il faudrait peut-être retourner cette phrase: «Je ne souhaite jamais quitter ce club dont je ne veux pas être membre.» Ou pour le formuler plus directement: tant la Grande-Bretagne que la Suisse ont une relation plus qu'ambigüe – voire presque schizophrène – avec l'UE.

Dans les deux pays, des voix vocifèrent contre la «tutelle» et même la «soumission» imposées par l'Union, et les représentants de ces groupes peuvent ici et là fêter quelques succès politiques, comme le oui à l'initiative contre l'immigration de masse ou justement au Brexit. Certes, certaines gesticulations aussi inutiles qu'inexplicables de l'UE, par exemple la non-reconnaissance de la Bourse suisse, suscitent à juste titre l'incompréhension. Mais, dans les deux pays, l'on semble toujours finir par réaliser qu'il serait sans doute préférable de rester dans ce «club» pourtant si décrié. Nous pensons donc que les Britanniques opteront en définitive pour un Brexit «doux» et qu'en Suisse, une majorité se dessinera en faveur d'un accord-cadre.

L'explication à ce paradoxe apparent semble évidente: à long terme, les intérêts économiques priment sur les craintes et appréhensions. Avoir un accès simple et juridiquement garanti au grand marché intérieur de l'UE se révèle inestimable. Toutefois – et c'est ce que nous examinons dans notre article focus –, il subsiste de nombreuses interrogations quant à l'étendue de l'intégration de ce marché. L'analyse détaillée des prix dans les différents pays de l'UE révèle en effet que le marché commun est encore affecté par de graves lacunes, qui semblent principalement liées aux différentes réglementations protégeant des intérêts nationaux ou régionaux.

En contrepartie de son adhésion, il semble évident d'accepter certains contrôles et de se plier aux règles du club. La règle la plus importante au sein de l'UE est aussi celle qui attise les débats les plus véhéments: la libre circulation des travailleurs. Il est indéniable que celle-ci se révèle essentielle pour l'union politique. Assortie de limitations raisonnables pour les situations d'exception et les immigrants hors UE, la libre circulation ne devrait toutefois pas constituer de réel problème, même pour les pays traditionnellement dépendants de la main-d'œuvre étrangère que sont la Suisse et la Grande-Bretagne. Ce constat semble s'être imposé au moins dans notre pays, même s'il devra encore être confirmé par les urnes.

Peut-être cela permettra-t-il aussi d'apaiser le sentiment de mal-être associé à l'appartenance (de facto) à ce club. Nous espérons que l'année qui s'annonce sera davantage placée sous le signe de la raison que des polémiques assourdissantes, en Europe comme ailleurs.

Nous vous adressons nos meilleurs vœux pour la nouvelle année.



Thomas Gottstein
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler
CIO Office Schweiz

Contexte mondial	5
Conjoncture suisse	6
Tassement de la croissance	
L'économie suisse devrait enregistrer une croissance de 1,7% en 2019 – donc inférieure à 2018 –, surtout alimentée par la consommation privée et moins par le commerce extérieur. La progression des investissements devrait s'affaiblir.	
Conjoncture Moniteur	7
Branches Moniteur	8
Focus	10
L'accès au marché intérieur de l'UE ne ferait pas sombrer l'îlot de cherté suisse	
Le niveau élevé des prix en Suisse reflète notre prospérité, mais s'explique aussi par le cloisonnement du marché. Certaines expériences faites sur le marché intérieur de l'UE suggèrent cependant que les prix helvétiques ne se replieraient pas de manière généralisée en cas d'ouverture.	
Politique monétaire	13
La BNS devrait distribuer 2 milliards de francs en 2019	
Malgré la perte enregistrée sur les trois premiers trimestres de 2018, nous estimons que la Banque nationale suisse (BNS) disposera de réserves suffisantes d'ici la fin de l'année pour distribuer 2 mrd CHF aux cantons et à la Confédération en 2019.	
Politique monétaire Moniteur	14
Placements	15
Le populisme accroît le risque d'inflation	
Le Credit Suisse identifie chaque automne trois thèmes de placement qui pourraient avoir un impact majeur sur les marchés financiers l'année suivante. En 2019, l'un de ces thèmes est l'avènement de gouvernements populistes et ses répercussions sur l'inflation.	
Immobilier Moniteur	16
Indicateurs avancés du Credit Suisse	17
Prévisions et indicateurs	19

Contexte mondial

Europe

La situation s'est récemment encore améliorée sur le marché du travail européen, ce qui devrait soutenir la consommation privée l'année prochaine également. La robuste consommation va donc sans doute contribuer à limiter le ralentissement de la croissance dans la zone euro en 2019, malgré le probable tassement du commerce extérieur. Le premier relèvement des taux d'intérêt par la BCE étant attendu au plus tôt au 2e semestre 2019, l'EUR ne s'appréciera que modérément. Parmi les risques extrêmes pour la région figurent un Brexit «dur» et une crise de la dette en Italie – deux scénarios très hypothétiques à nos yeux.

sascha.jucker@credit-suisse.com

États-Unis

Les différends commerciaux persistants entre les deux plus grandes économies mondiales ne semblent pas plomber le moral des entreprises aux États-Unis: l'indicateur de la marche des affaires au sein des PME du pays atteint actuellement un niveau élevé sans précédent depuis 2005. Ce sentiment positif devrait se traduire par une forte progression des investissements des entreprises américaines en 2019. Mais les investissements de construction vont probablement diminuer, l'augmentation des charges salariales et les relèvements de taux successifs de la Fed entraînant les coûts de construction et de financement à la hausse.

sascha.jucker@credit-suisse.com

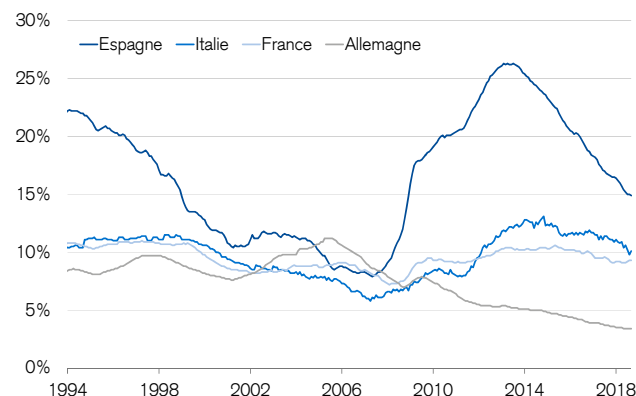
Chine

La croissance chinoise devrait légèrement ralentir en 2019. Le niveau élevé de l'endettement immobilier et du service de la dette pèseront probablement sur les dépenses de consommation, et la progression des investissements devrait rester limitée. Ceci dit, la banque centrale compensera sans doute les effets négatifs des droits de douane imposés par les États-Unis à l'aide de mesures visant à stimuler le crédit et de dévaluations monétaires «artificielles». La contribution du pays à la croissance mondiale devrait donc rester conséquente dans un avenir proche.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Amélioration continue du marché du travail

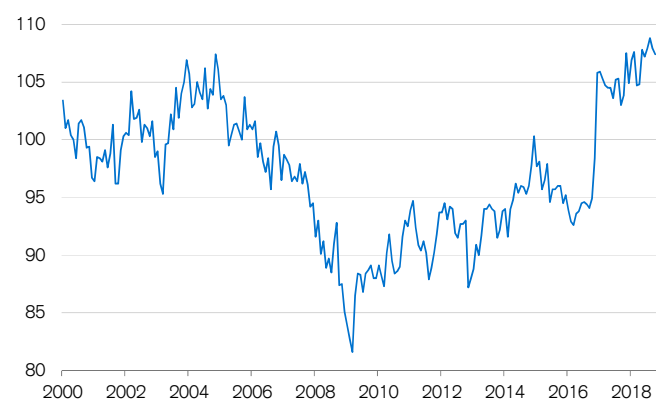
Taux de chômage en %, corrigé des effets saisonniers



Source: Eurostat, Credit Suisse

Optimisme durable au sein des PME américaines

Indicateur de la marche des affaires au sein des PME américaines, index



Source: Datastream, Credit Suisse

Contribution à la croissance mondiale toujours importante

Croissance réelle du PIB chinois en % et contribution de la Chine à la croissance du PIB mondial, en points de pourcentage et parité de pouvoir d'achat



Source: Banque mondiale, Credit Suisse; 2018: estimation Credit Suisse

Tassement de la croissance

L'économie suisse devrait enregistrer une croissance de 1,7% en 2019 – donc inférieure à 2018 –, surtout alimentée par la consommation privée et moins par le commerce extérieur. La progression des investissements devrait s'affaiblir.

Exagération de la faiblesse du PIB suisse au 3^e trimestre

Le PIB helvétique s'est replié de 0,2% au 3^e trimestre 2018 après avoir fortement progressé durant six trimestres. Cette correction est cependant surtout attribuable à des facteurs temporaires: en raison de la canicule, les chiffres d'affaires du commerce de détail (fig.) et la production d'électricité dans les centrales hydrauliques ont p. ex. diminué. La Suisse n'a en outre pas pu se soustraire à la faiblesse – sans doute transitoire – qui a frappé l'industrie automobile allemande. Pour rappel, les exportations vers les deux Länder allemands à forte activité automobile de Bavière et Bade-Wurtemberg représentent presque le double de celles destinées à la Chine. C'est pourquoi nous anticipons toujours une croissance de 2,7% du PIB en 2018.

Moins d'impulsions de croissance en provenance de l'étranger

La contribution à la croissance du commerce extérieur va probablement encore baisser en 2019. La fig. en bas à droite montre que la croissance des exportations a déjà ralenti dans les branches cycliques, alors que les exportations pharmaceutiques se sont (une fois de plus) inscrites en soutien. Les répercussions de la moindre dynamique des exportations devraient cependant être limitées pour l'industrie selon l'indice des directeurs d'achat (PMI) suisse – un indicateur avancé qui s'est récemment stabilisé à un niveau supérieur à la moyenne. La croissance des investissements d'équipement devrait donc se poursuivre, tout en perdant en vigueur. Nous tablons également sur un recul des investissements de construction au vu de la suroffre grandissante sur le marché du logement locatif et des carnets de commandes de moins en moins remplis.

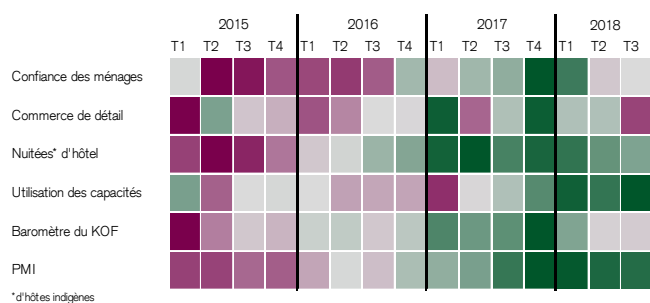
Croissance plus soutenue de la consommation en Suisse

La croissance de la consommation privée devrait en revanche quelque peu s'accélérer en 2019. L'immigration – ancien moteur de la croissance – s'étant stabilisée à bas niveau, il ne faut certes pas attendre d'impulsion supplémentaire sur ce front. Mais l'embellie sur le marché du travail en général et la baisse du taux de chômage en particulier devraient avoir un impact positif sur le climat de consommation et ainsi contribuer à une robuste progression de la consommation privée. L'augmentation des coûts de santé ainsi que les dépenses de logement (loyers et intérêts hypothécaires) toujours en légère hausse soutiendront aussi la consommation durant l'année à venir. L'accélération de la croissance de la consommation ne permet toutefois pas de compenser le ralentissement des autres composantes de la demande. Pour 2019, nous anticipons par conséquent une croissance du PIB de 1,7%, soit un niveau inférieur à 2018.

claude.maurer@credit-suisse.com

Commerce de détail pénalisé par la canicule au T3 2018

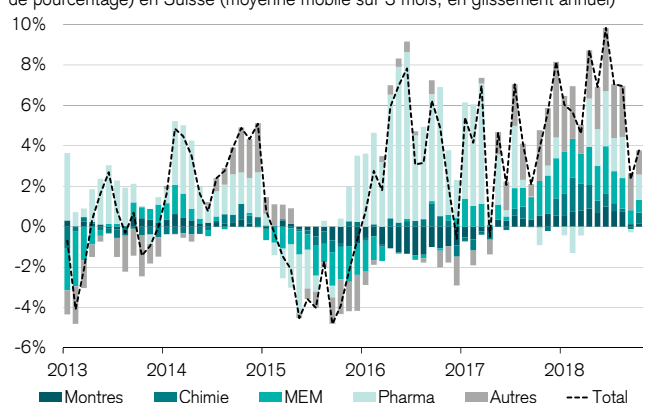
Heatmap; vert = supérieur à la moyenne; rouge = inférieur à la moyenne



Source: Datastream, GfK, Credit Suisse

Recul des exportations dans les secteurs cycliques

Croissance nominale des exportations (en %) et contribution par branche (en points de pourcentage) en Suisse (moyenne mobile sur 3 mois, en glissement annuel)



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Inflation

Les prix augmenteront modérément en Suisse en 2019 et le renchérissement devrait particulièrement toucher les services orientés sur le marché intérieur. Les loyers ne devraient en revanche connaître qu'une timide progression, d'autant plus que les taux de vacance en hausse s'inscrivent ici en frein. Les prix du pétrole sont certes actuellement en baisse sur le marché mondial, mais nous tablons sur un rebond prochain. Par ailleurs, le Rhin – via lequel presque un tiers des produits pétroliers sont livrés – présente pour l'heure un faible niveau d'eau, de sorte que les coûts de transport se sont envolés. Globalement, nous anticipons une inflation de 0,7% en 2019.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Marché du travail

La situation s'est récemment améliorée sur le marché du travail helvétique. La croissance de l'emploi s'est certes quelque peu ralentie au 3e trimestre 2018, mais ce tassement était en grande partie imputable aux branches proches de l'État de la santé et de l'action sociale, et donc au secteur public. L'emploi a en revanche de nouveau progressé dans l'industrie. Selon notre enquête auprès des directeurs d'achat suisses, les entreprises industrielles devraient continuer de renforcer leurs effectifs dans les prochains mois.

sascha.jucker@credit-suisse.com

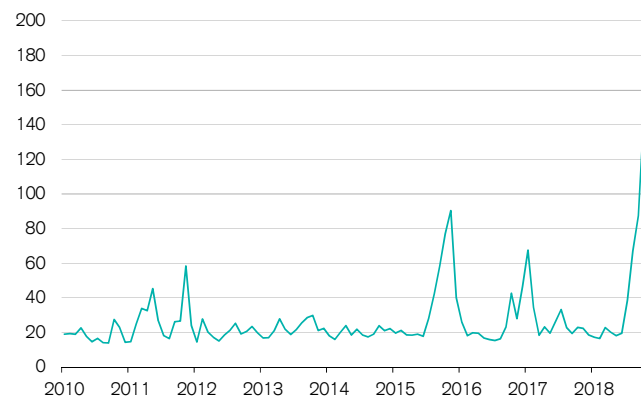
Immigration

Les chiffres de l'immigration par nationalité indiquent une inversion de la tendance s'agissant des Allemands et des Italiens. Sur les neuf premiers mois de l'année en cours, le solde migratoire des citoyens allemands a ainsi augmenté de 18%, celui des ressortissants italiens de 10%. L'immigration nette depuis ces deux pays d'origine reste toutefois nettement inférieure à ses sommets respectifs de 2008 et 2015. Le solde migratoire en provenance d'Allemagne n'atteint aujourd'hui qu'un sixième de son niveau de l'époque, contre près de 60% pour l'Italie.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Envolée des coûts de transport des produits pétroliers

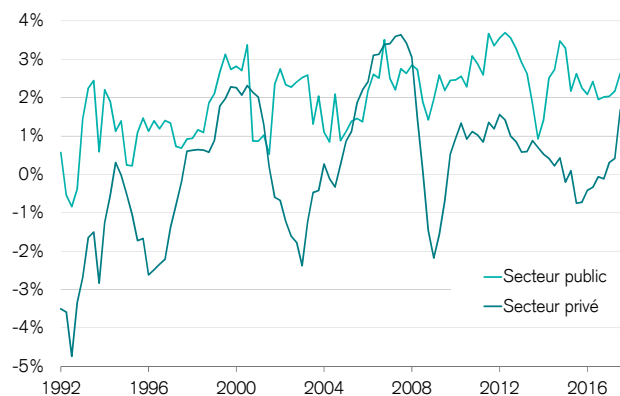
Coûts de transport via le Rhin, en CHF par tonne (moyenne mensuelle)



Source: Bloomberg, Credit Suisse

Croissance de l'emploi aussi dans le secteur privé

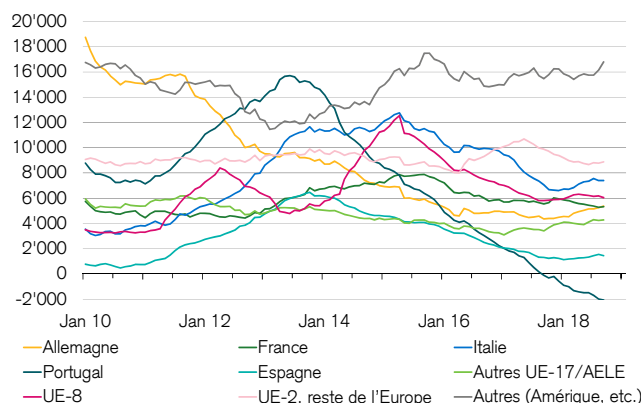
Croissance de l'emploi en glissement annuel



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Retour des ressortissants allemands et italiens

Solde migratoire population résidente permanente étrangère, somme sur 12 mois



Source: Secrétariat d'Etat aux migrations, Credit Suisse

Industrie chimico-pharmaceutique

Entre juillet et octobre 2018, les exportations de l'industrie chimique ont progressé de 7,3%, celles de la pharmacie de 4,0% (en glissement annuel). Dans la chimie surtout, cette progression s'accompagne d'une évaluation toujours très positive de la marche des affaires en octobre également. Pour 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 continue de profiter de la hausse de la demande liée à l'évolution démographique, mais l'expiration de brevets et la pression sur les prix devraient peser sur les chiffres d'affaires dans les années à venir.

andreas.christen@credit-suisse.com

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

La marche des affaires est toujours bonne à très bonne dans la branche MEM. Sur le front des exportations, la forte croissance du 1^{er} semestre 2018 (+9,9% en glissement annuel) n'a certes plus été rééditée ces derniers mois, mais l'évolution est restée dynamique avec +4,3% entre juillet et octobre 2018. À l'exception de la Corée du Sud, tous les principaux débouchés étrangers ont généré de fortes impulsions depuis le début 2018. En 2019, la demande en provenance de l'étranger devrait toutefois légèrement reculer suite au ralentissement de la conjoncture mondiale, entraînant un nouveau tassement de la croissance dans le secteur.

emilie.gachet@credit-suisse.com

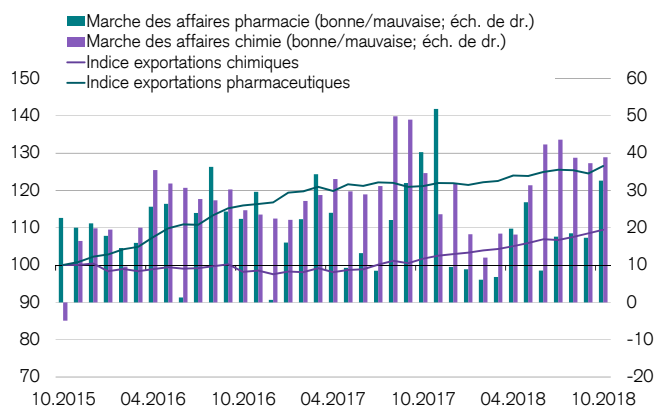
Industrie horlogère

Les exportations de montres ont de nouveau augmenté sur juillet-octobre 2018 (+3,1% en glissement annuel), bien qu'à un rythme inférieur à celui du 1^{er} semestre (+10,6%). La production a tourné à plein régime ces derniers mois et l'exploitation des capacités observée au 3^e trimestre n'a plus été aussi forte depuis la fin 2014. Les perspectives de la branche pour 2019 demeurent donc positives, mais la croissance devrait se révéler plus faible qu'en 2018. Le ralentissement conjoncturel du principal débouché que constitue la Chine est notamment source d'incertitudes.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Poursuite de la croissance dans la chimie

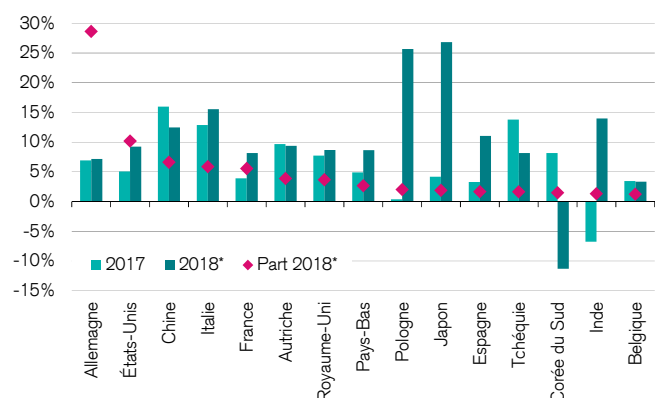
Exportations: moyenne mobile sur 12 mois; indice: octobre 2015 = 100; marche des affaires: part des entreprises interrogées, soldes en points de %



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

Solide croissance des exportations

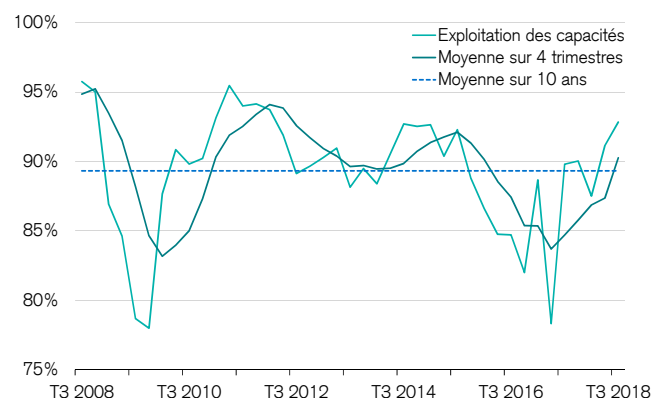
Exportations: variation en rythme annuel et part dans le total des exportations en %



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse; *janvier-octobre

Bonne exploitation des capacités de production

Taux moyen d'exploitation des capacités techniques, en %



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

Commerce de détail

Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont stagné au 3^e trimestre 2018 (+0,1% en glissement annuel). Les températures relativement élevées ont soutenu la croissance des chiffres d'affaires dans le segment alimentaire (+1,7%). Dans le non-alimentaire en revanche, les détaillants vestimentaires ont p. ex. dû brader une partie considérable de leur collection hiver en raison de l'automne trop doux. Les chiffres d'affaires du segment non alimentaire ont globalement reculé de 1,6% au 3^e trimestre et devraient s'inscrire en baisse d'environ 0,8% sur l'ensemble de l'année, tandis que ceux des détaillants alimentaires vont probablement progresser de 1,5%.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Tourisme

Avec des nuitées en hausse de 3.2% entre mai et octobre, l'hôtellerie-restauration dans l'arc alpin a réalisé l'une de ses meilleures saisons estivales des dix dernières années. Les perspectives macroéconomiques restent favorables pour la saison hivernale qui vient de débiter. La croissance de l'emploi et des revenus devrait ainsi se poursuivre en 2019 également, ce qui stimulera notamment la demande des clients suisses. La forte progression des nuitées lors de la saison hivernale 2017/2018 (+4,3%) liée aux bonnes conditions d'enneigement sera cependant difficile à surpasser.

sascha.jucker@credit-suisse.com

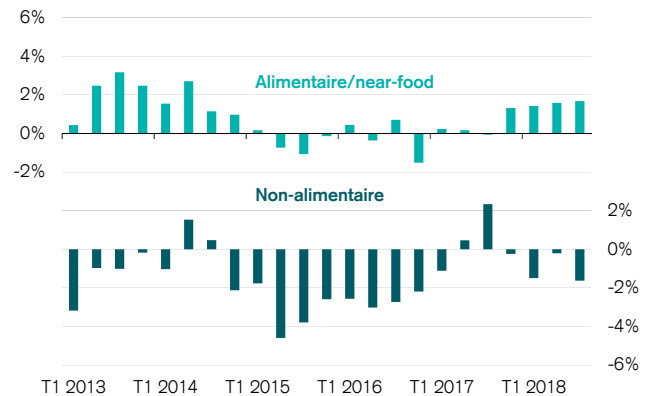
Technologies de l'information (TI)

La marche des affaires est toujours positive dans les TI bien que, selon divers indicateurs, elle se soit quelque peu tassée au 3^e trimestre 2018 par rapport aux précédents. La demande de services informatiques devrait demeurer robuste en 2019 grâce à la tendance durable à la numérisation. Pour de nombreuses entreprises de la branche, les difficultés de recrutement de personnel qualifié constituent cependant un frein majeur. Le taux de postes vacants dans les TI a nettement augmenté sur les derniers trimestres et est aujourd'hui presque trois fois plus élevé que dans l'ensemble du secteur tertiaire.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Le non-alimentaire victime de la météo

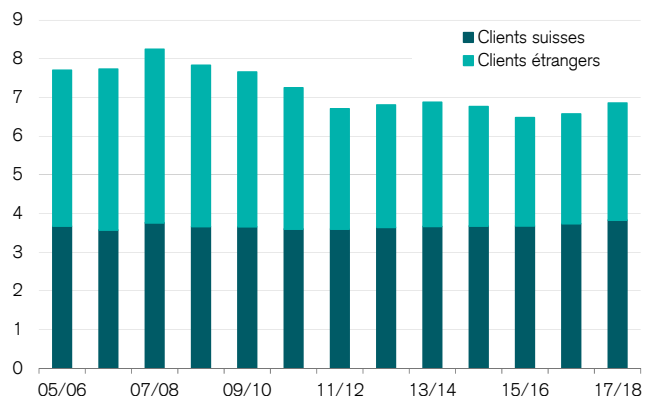
CA nominaux du commerce de détail, variation par rapport au T3 2017



Source: GfK, Credit Suisse

Conjoncture de bon augure pour la saison hivernale

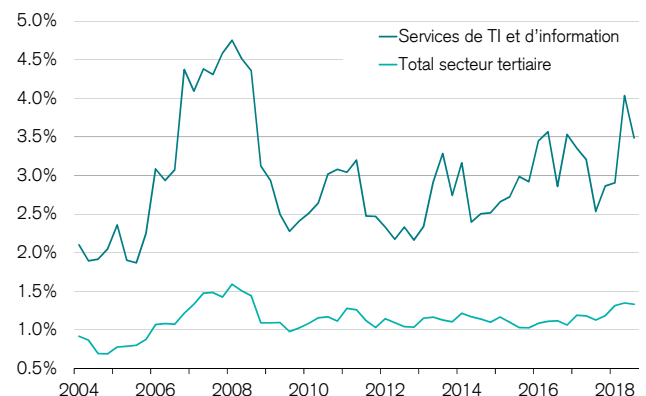
Nuitées en hôtels, établissements de cure et auberges de jeunesse dans l'arc alpin durant la saison hivernale (novembre-avril), en mio.



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Difficultés à pourvoir les postes vacants

Taux de postes vacants, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

L'accès au marché intérieur de l'UE ne ferait pas sombrer l'îlot de cherté suisse

Le niveau élevé des prix en Suisse reflète notre prospérité, mais s'explique aussi par le cloisonnement du marché. Certaines expériences faites sur le marché intérieur de l'UE suggèrent cependant que les prix helvétiques ne se replieraient pas de manière généralisée en cas d'ouverture.

La Suisse est le deuxième pays le plus cher en Europe

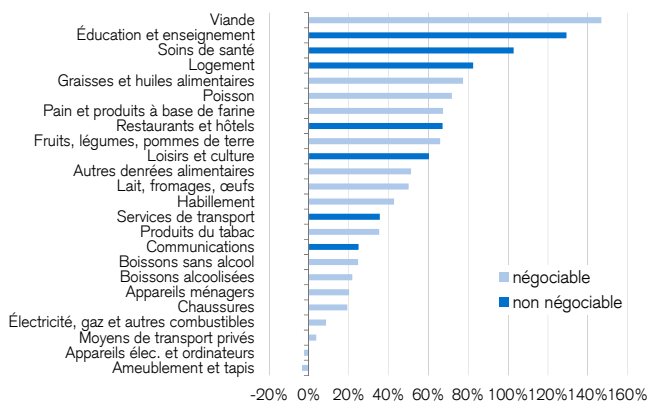
La Suisse affiche le deuxième niveau de prix le plus élevé d'Europe – seul l'État insulaire qu'est l'Islande est encore plus cher. La troisième place revient à la Norvège. Les trois pays les plus onéreux du continent sont ainsi tous en dehors de l'Union européenne (UE). Le Danemark et la Suède – certes membres de l'UE, mais qui n'ont pas opté pour l'euro – occupent les rangs quatre et cinq. Par rapport aux pays limitrophes, ce sont surtout les prestations de services fixes difficilement négociables (p. ex. dans les domaines «éducation et enseignement», «soins de santé» ou encore «logement») ainsi que les marchandises bénéficiant de mesures politiques de protection contre la concurrence (p. ex. «viandes et autres produits alimentaires», fig.) qui se révèlent nettement plus coûteuses en Suisse. Les prix sont moins élevés uniquement pour les biens facilement négociables ou non protégés contre la concurrence, comme les appareils électroniques et l'ameublement, qui ne sont généralement pas fabriqués dans notre pays.

Les prix élevés sont aussi le revers de la médaille de la prospérité

Une partie du niveau élevé des prix helvétiques se révèle être le revers de la médaille de la prospérité. Il existe en effet une interrelation certaine entre la performance économique d'un pays mesurée à l'aune du PIB par habitant et le niveau des prix (fig.). Cette corrélation somme toute cohérente – dans les pays riches à hauts salaires, les prestataires fixes comme les médecins et les enseignants doivent percevoir des salaires compétitifs, ce qui entraîne le niveau de prix général à la hausse – justifie une grande partie des écarts de prix constatés en Europe. Cela étant, cette corrélation n'explique pas tout, et semble perdre de son impact surtout dans les pays plus riches comme la Suisse. À titre d'exemple, le niveau des prix dans d'autres pays prospères, comme le Luxembourg, l'Irlande, l'Allemagne ou encore les Pays-Bas, est nettement inférieur au nôtre.

Les biens négociables sont également plus chers

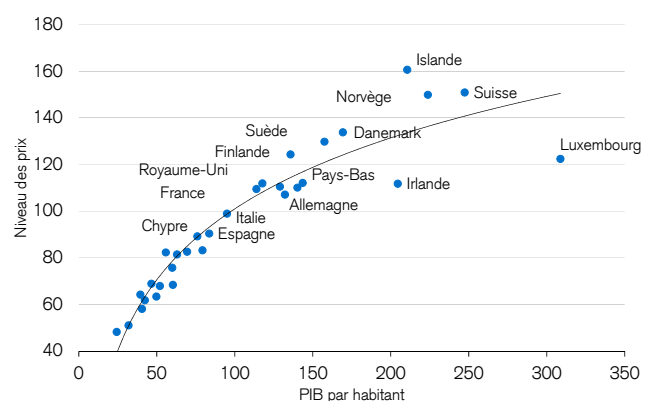
Écart de la Suisse par rapport au niveau des prix dans l'UE 28, 2016



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Corrélation évidente entre niveau des prix et performance économique

Niveau des prix et PIB réel par habitant (en EUR), 2017 (UE 28 = 100)



Source: Eurostat, Credit Suisse

L'UE lutte contre les prix trop élevés par l'ouverture du marché

Au vu des prix supérieurs en Suisse pour les produits protégés contre la concurrence et de la prédominance des États non membres de l'UE dans le classement des pays les plus onéreux, on peut supposer que le protectionnisme ou la non-participation (partielle) au marché intérieur de l'UE est coresponsable d'un niveau de prix plus élevé. Et effectivement, la concurrence pousse les marchés à l'efficacité et généralement à des prix plus bas. L'objectif affirmé de l'UE est de libérer les forces positives de la concurrence en garantissant la libre circulation des marchandises, personnes, services et capitaux sur le marché unique.

La convergence des prix est certes une réalité, mais elle a de nombreuses raisons

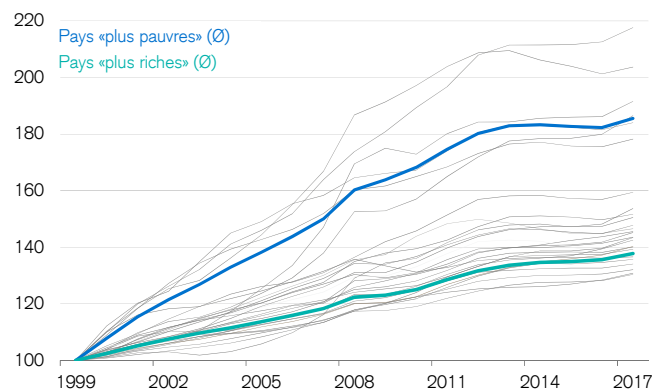
Et mesurée à l'aune de l'évolution des prix ces deux dernières décennies, la libéralisation du marché intérieur de l'UE a semble-t-il été un succès. Comme on pouvait s'y attendre, les niveaux de prix des divers États membres se sont harmonisés depuis l'introduction de l'euro en 1999, le coefficient de variation ayant diminué de près de 10 points de pourcentage. Outre l'ouverture du marché, l'harmonisation des prix s'explique cependant aussi par la convergence économique des différents pays. Dans les États de l'UE plus faibles économiquement, le PIB par habitant a ainsi connu une hausse supérieure à la moyenne depuis 1999 (fig.), et les prix y ont fort logiquement augmenté (fig.). La convergence économique joue donc bien un rôle important dans le nivellement des prix. Et le fait que même les niveaux de prix des prestations de services non négociables se soient harmonisés (fig. page suivante) suggère également que la convergence n'est pas uniquement liée à l'ouverture du marché. En outre, les cours de change en Europe se sont également homogénéisés depuis 1999, ou ont même cessé d'exister dans les 19 pays qui ont à ce jour adopté la monnaie unique.

Plus de la moitié attribuable à la croissance et aux taux de change

En raison de la brièveté de la série chronologique, il est impossible d'évaluer l'impact de la croissance économique et de l'évolution des taux de change sur la variation du niveau des prix pour un pays déterminé entre 1999 et 2017. Une approche examinant simultanément l'évolution de l'ensemble des neuf États hors zone euro permet cependant une quantification moyenne de l'effet de ces facteurs. La croissance économique et les taux de change se révèlent ensemble responsables (à parts presque égales) de plus de la moitié de l'écart dans l'évolution des prix – et ce constat reste vrai même en considérant uniquement les biens de consommation facilement négociables. La conclusion inverse, à savoir que la part non expliquée d'environ 45% serait exclusivement imputable à la libéralisation, semble en revanche erronée puisqu'il existe de nombreux autres facteurs non considérés dans l'estimation qui influent sur l'évolution des niveaux de prix (préférences locales, coûts du transport, conditions météorologiques, aspects fiscaux, etc.).

La plus forte hausse des prix dans les pays plus pauvres...

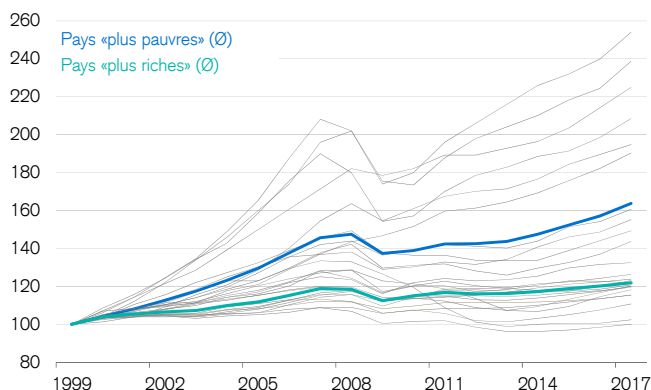
Évolution du niveau des prix; indice: 1999 = 100 (hors Roumanie)



Source: Eurostat, Credit Suisse

...est également liée à la croissance économique plus vigoureuse

Évolution du PIB réel par habitant; indice: 1999 = 100 (hors Irlande)



Source: Eurostat, Credit Suisse

Convergence de prix moins marquée dans les pays créateurs de l'euro...

Dans les faits, l'impact direct du marché intérieur de l'UE sur la variation des niveaux de prix devrait être plus faible que celui des taux de change et de la croissance économique. C'est entre autres ce que suggère le fait que les convergences de prix ont été les plus marquées dans les pays ayant rejoint le marché unique dans le cadre de l'élargissement vers l'Est – donc ceux où la convergence des taux de change et le rapprochement économique ont été les plus vigoureux partant de niveaux de prospérité et de prix moins élevés. En revanche, les niveaux de prix ont cessé de s'harmoniser dans les onze pays qui utilisent l'euro depuis son introduction en 1999 (UE 11). Leurs économies respectives étaient en effet plus homogènes que celle de l'ensemble de l'UE avant même cette introduction, et la monnaie unique a par ailleurs évité tout effet de change. La figure en bas à droite montre que les prix de près de la moitié des biens et services se sont certes harmonisés, mais que les disparités se sont même accrues avec le temps pour l'autre moitié. Ce creusement concerne d'ailleurs aussi quelques marchandises facilement négociables, ce qui ne cadre pas vraiment avec l'évolution que l'on pourrait attendre sur un marché intérieur totalement intégré. La divergence dans les niveaux de prix se révèle la plus forte dans les services «éducation et enseignement» et «soins de santé» (ainsi que dans les «produits du tabac», marqués par une fiscalité élevée) – donc des prestations fixes qui ne sont guère exposées à la concurrence internationale.

... ainsi qu'entre l'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas

Pour avoir une idée de l'impact d'une ouverture du marché suisse sur le niveau des prix, il semble judicieux de comparer l'évolution des prix helvétiques avec celle dans des pays de la zone euro proches tant d'un point de vue économique que géographique, comme l'Allemagne, l'Autriche ou encore les Pays-Bas. La convergence des niveaux de prix s'est révélée marginale dans ces États, se limitant en outre à environ la moitié des biens et services. Il n'y a donc pas eu d'érosion des prix liée au marché intérieur de l'UE. Les prix ont cependant progressé moins vigoureusement dans ces trois pays qu'en Suisse, et ce, pour une majeure partie des produits et services. Cette simple comparaison entre la Suisse et l'étranger basée sur l'euro ne tient bien entendu pas compte des effets de change. Cela dit, une partie du renchérissement enregistré en Suisse est sans doute attribuable à l'appréciation de près de 30% du CHF depuis 1999. Les prix des biens d'importation ont certes baissé d'environ 5% en CHF sur cette période, mais ceux des produits nationaux ont dans le même temps bondi de presque 15%.

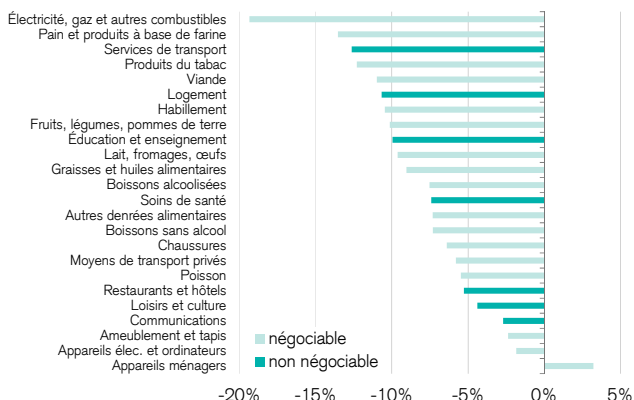
Érosion généralisée des prix peu probable en Suisse

Même corrigée des effets de change et en tenant compte des évolutions économiques respectives, la hausse du niveau des prix en Allemagne et en Autriche a été selon nos calculs inférieure de respectivement 9 et 3 points de pourcentage à celle observée en Suisse, ce qui suggère l'existence d'un effet atténuateur du marché intérieur de l'UE. Simultanément, la progression supérieure de 1,5 point de pourcentage aux Pays-Bas par rapport à notre pays semble contredire cette hypothèse. Il paraît donc évident qu'une ouverture supplémentaire de la Suisse au marché intérieur de l'UE n'y entraînera pas d'érosion massive et généralisée des prix.

claude.maurer@credit-suisse.com

Nivellement des prix de presque tous les produits dans l'UE 28...

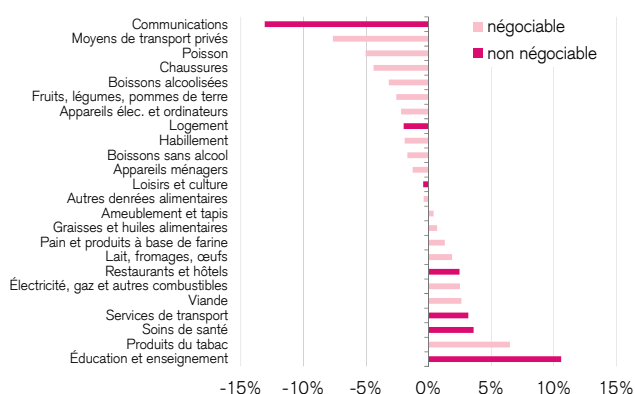
Évolution du coefficient de variation du niveau des prix entre 1999 et 2016, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

...mais convergence limitée à quelques produits dans l'UE 11

Évolution du coefficient de variation du niveau des prix entre 1999 et 2016, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

La BNS devrait distribuer 2 milliards de francs en 2019

Malgré la perte enregistrée sur les trois premiers trimestres de 2018, nous estimons que la Banque nationale suisse (BNS) disposera de réserves suffisantes d'ici la fin de l'année pour distribuer 2 mrd CHF aux cantons et à la Confédération en 2019.

La BNS dispose d'abondantes réserves de distribution

Le 31 octobre, la BNS a déclaré une perte de 7,8 mrd CHF pour les trois premiers trimestres 2018. Nous estimons cependant qu'elle sera en mesure de distribuer la somme maximale de 2 mrd CHF aux cantons et à la Confédération en 2019. En vertu de l'accord actuel conclu avec le Département fédéral des finances concernant le montant annuel du bénéfice alloué aux cantons et à la Confédération, la BNS verse un maximum de 2 mrd CHF si ses réserves ne tombent pas en deçà de 20 mrd CHF après distribution. Compte tenu de l'augmentation annuelle obligatoire des provisions pour réserves monétaires (nous supposons que la BNS proposera de les relever de 8% ou 5,4 mrd CHF), les bénéfices disponibles pour distribution s'élevaient à 54 mrd CHF à la fin du 3e trimestre 2018. Donc même une perte de 32 mrd CHF au 4e trimestre 2018 laisserait suffisamment de capitaux pour permettre de reverser 2 mrd CHF en 2019.

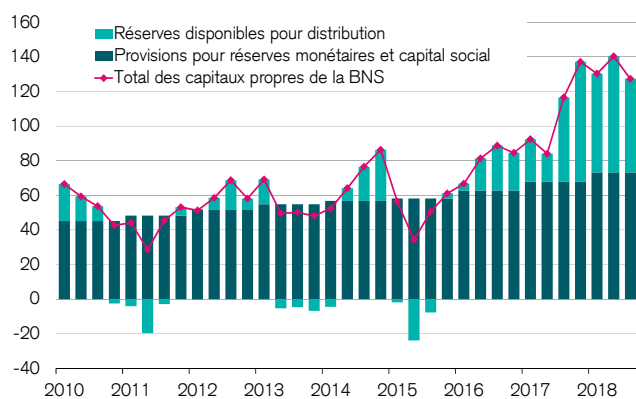
De lourdes pertes consécutives à une appréciation marquée du CHF sont improbables

Seule une perte de 54 mrd CHF au 4^e trimestre empêcherait la distribution de bénéfices – ce qui, sans être totalement exclu, nous semble improbable. Pour chaque repli d'un centime de la paire EUR/CHF ou USD/CHF (c'est-à-dire lorsque le CHF s'apprécie de ce même montant face à l'EUR ou à l'USD), la BNS perd environ 2,7 mrd CHF. L'EUR/CHF devrait par exemple passer sous 1.04 et l'USD/CHF sous 0.88 pour mettre en péril la distribution de bénéfices. La BNS contrerait de toute évidence un raffermissement aussi rapide et important du CHF (près de 10%) par des achats de devises, le rendant hautement aléatoire. Par ailleurs, elle peut compter sur les revenus relativement stables issus du taux d'intérêt négatif appliqué aux dépôts à vue des banques commerciales ainsi que des dividendes et coupons perçus sur ses réserves de devises. Selon nos estimations, ceux-ci devraient lui rapporter de 3,5 à 4 mrd CHF au 4^e trimestre 2018, offrant une protection supplémentaire.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Abondantes réserves de distribution

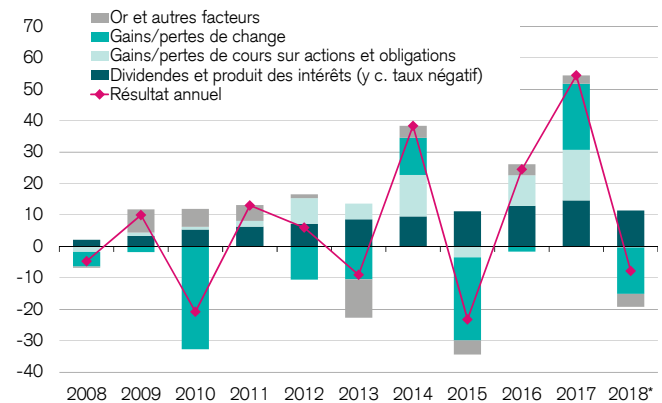
En mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

Résultat annuel de la BNS par source de revenus

En mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse. *T1 au T3 2018.

Billets de banque

La demande de billets de banque suit un modèle saisonnier évident: les billets en circulation augmentent sensiblement en fin d'année, reflétant la forte progression des ventes au détail et, dans certaines circonstances, le versement de primes de fin d'année en espèces par les PME. Au début de l'année (suivante), le public retourne les billets aux banques commerciales, lesquelles les remettent à la BNS, d'où la diminution de leur nombre. Après l'instauration du taux d'intérêt négatif par la BNS, la demande de billets de banque (de 1000 CHF notamment) s'est envolée pour ensuite ralentir. Les billets de banque en circulation ne devraient augmenter que modérément en 2018. Simultanément, il convient aussi de tenir compte du passage aux paiements électroniques.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Flux de capitaux

En septembre 2018, les dépôts en CHF des banques étrangères auprès d'établissements suisses et de la BNS ont bondi à 149 mrd CHF, soit une hausse de presque 19 mrd CHF par rapport à août. Les banques étrangères avaient réduit leurs avoirs en CHF durant l'été. Cette dernière augmentation révèle que la demande de CHF par les investisseurs étrangers reste robuste, peut-être sous l'effet du retour des craintes de turbulences sur les marchés financiers.

maxime.botteron@credit-suisse.com

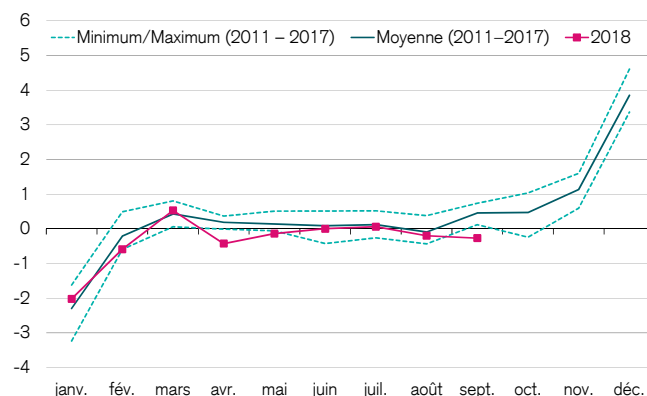
Juste valeur EUR/CHF

Selon notre modèle d'évaluation des devises, la «juste valeur» actuelle de la paire EUR/CHF s'établit à 1.24. Au regard des incertitudes liées aux estimations fondées sur des modèles, nous considérerions le CHF comme évalué à sa juste valeur face à l'EUR à tout taux compris entre 1.14 et 1.35. L'EUR/CHF s'est récemment négocié à un niveau proche du bas de la fourchette de juste valeur, signalant que le CHF est demeuré onéreux. Pourtant, la surévaluation n'est pas aussi marquée qu'elle l'était entre 2015 et la mi-2017.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Chute anormale de la demande en septembre 2018

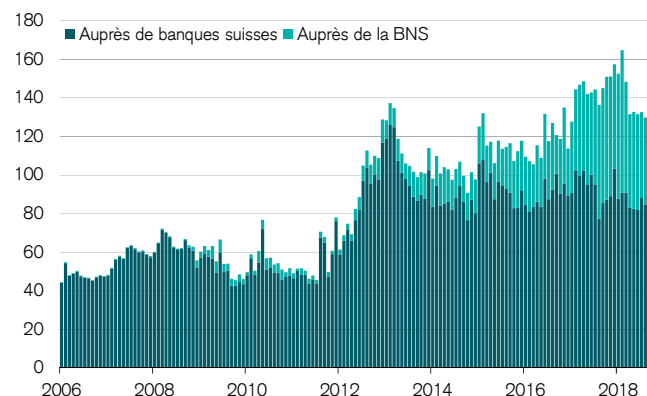
Variations mensuelles des billets de banque en circulation, en mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

Les banques étrangères détiennent plus de CHF en Suisse

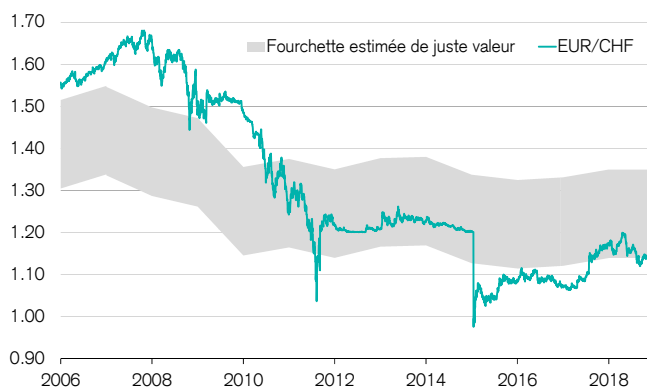
Dépôts en CHF des banques étrangères, en mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

Le CHF toujours onéreux face à l'EUR

EUR/CHF



Source: Bloomberg, Credit Suisse

Le populisme accroît le risque d'inflation

Le Credit Suisse identifie chaque automne trois thèmes de placement qui pourraient avoir un impact majeur sur les marchés financiers l'année suivante. En 2019, l'un de ces thèmes est l'avènement de gouvernements populistes et ses répercussions sur l'inflation.

Les 40 dernières années ont été marquées par une mondialisation croissante et la libre circulation des marchandises. Cette configuration a rendu possibles des décennies de forte croissance de l'économie mondiale, s'accompagnant d'une inflation modérée et d'une intégration internationale progressive des marchés financiers. Malgré tous les avantages, les conséquences négatives n'ont cependant pu être évitées. Dans certains pays occidentaux, dont les États-Unis, les inégalités de revenus se sont ainsi accrues. Des crises comme celle des subprimes se sont en outre propagées rapidement à l'ensemble de l'économie mondiale et ont entraîné presque toutes les classes d'actifs en territoire négatif à l'échelle planétaire.

L'augmentation des inégalités s'explique entre autres par la stagnation des salaires réels des travailleurs, désormais confrontés à la concurrence de sites de production moins onéreux situés dans des pays à bas salaires. Le niveau de vie qui marque le pas a renforcé le sentiment d'être laissé pour compte – ce qui a créé un terrain propice au populisme. Des thèmes comme l'immigration fournissent à des électeurs désabusés le moyen d'exprimer leur colère et sont devenus la cible privilégiée de politiciens et autres idéologues opportunistes. La mondialisation est également de plus en plus remise en question, surtout depuis la crise financière.

Quelles sont les répercussions de ces évolutions sur les marchés financiers? Le risque principal réside dans le fait que le populisme se traduit par une hausse de l'inflation, et ce, pour les raisons suivantes: premièrement, les populistes ne poursuivent que rarement une politique budgétaire durable, malgré un endettement important. Ils pourraient au contraire exercer une pression croissante sur les banques centrales, afin de financer leurs dépenses grâce à la planche à billets. La perte de l'indépendance politique des banques centrales se traduirait par une hausse des primes de risque sur les obligations et les actions. Deuxièmement, le prélèvement de droits de douane – autre mesure populiste – tend à faire grimper l'inflation tout en pesant sur la croissance. Les investisseurs restant persuadés que l'inflation n'est guère susceptible d'augmenter, leurs portefeuilles sont particulièrement exposés à une accélération du renchérissement. Pour l'heure, ce risque paraît encore gérable. Cela dit, il semble judicieux de doter son portefeuille d'une certaine protection contre l'inflation.

burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Logements

Il y a peu, 73 000 logements (soit 1,62% du parc) étaient inoccupés en Suisse – un record! Cette évolution résulte principalement de la surproduction dans le segment locatif. En l'espace d'un an, le taux de logements locatifs vacants a augmenté de 2,24% à 2,51%. Les taux d'inoccupation sont les plus élevés dans les régions rurales ainsi qu'à la périphérie des petits et moyens centres. Aucune inversion de la tendance vers une baisse des logements vacants n'est en vue. Le pipeline de projets reste bien rempli et les taux d'intérêt négatifs continueront à l'avenir de soutenir la demande de placements immobiliers.

fabian.waltert@credit-suisse.com

Logements en propriété

La croissance des prix des logements en propriété se poursuit, mais s'est comme prévu légèrement tassée récemment. Les prix ont augmenté de 3,0% en glissement annuel au 3^e trimestre 2018 (appartements: +2,4%; maisons individuelles: +3,3%). D'importantes disparités s'observent à l'échelle régionale. Les prix progressent le plus en Suisse centrale et dans de vastes pans de Suisse romande, tandis qu'ils baissent en de nombreux endroits du Valais et du Tessin. Grâce à la réjouissante évolution conjoncturelle, aux taux hypothécaires toujours plus bas et au recul de l'activité de construction de logements en propriété, nous anticipons une hausse des prix pour les prochains trimestres.

thomas.rieder@credit-suisse.com

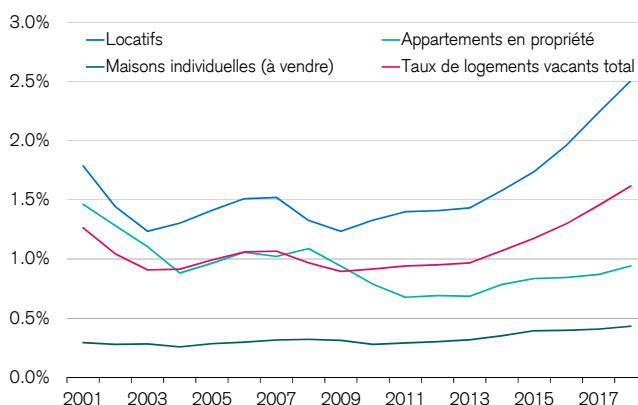
Surfaces de bureaux

La croissance de l'emploi s'est nettement accélérée dans le sillage du boom conjoncturel, ce qui a soutenu la demande de surfaces de bureaux. Cette évolution est alimentée par les prestataires de services aux entreprises, les TI, le secteur public et l'industrie qui a regagné en vigueur. Cela se traduit par un rebond sensible sur les marchés de l'immobilier de bureau des grands centres. La reprise est en revanche à peine perceptible dans les zones périphériques, hormis dans la banlieue de Lausanne.

alexander.lohse@credit-suisse.com

Envolée des taux de logements vacants

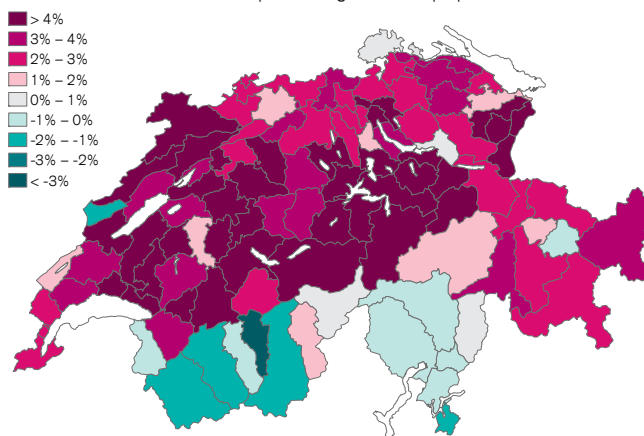
Taux de logements vacants par segment, en % du parc respectif; au 1^{er} juin



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Prix majoritairement en hausse

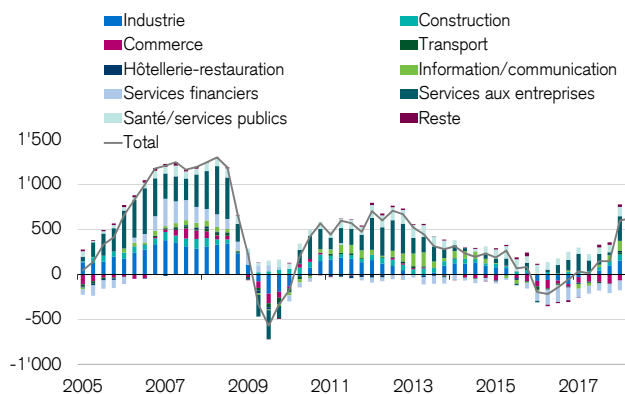
Taux de croissance annuels des prix des logements en propriété, 3^e trimestre 2018



Source: Wüest Partner, Credit Suisse, Geostat

Demande en hausse

Demande supplémentaire estimée par rapport au trimestre précédent, milliers de m²



Source: Credit Suisse, Office fédéral de la statistique

Indicateurs avancés du Credit Suisse

Indice des directeurs d'achat (PMI)

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

Baromètre des exportations du Credit Suisse

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

Indice CS-CFA Society Suisse

Les analystes financiers mesurent les pulsations même de l'économie. En collaboration avec la CFA Society Switzerland, le Credit Suisse mène depuis 2017 un sondage mensuel auprès de ces observateurs privilégiés: le Financial Market Survey Switzerland¹. L'enquête porte non seulement sur l'évaluation par les analystes de la situation conjoncturelle actuelle et future ainsi que du taux d'inflation, mais aussi sur leur vision de certains thèmes des marchés financiers, comme l'évolution boursière ou les prévisions de taux d'intérêt. L'indice CS-CFA Society Switzerland à proprement parler représente le solde des attentes quant à l'évolution conjoncturelle en Suisse pour les six prochains mois.

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

Conjoncture industrielle

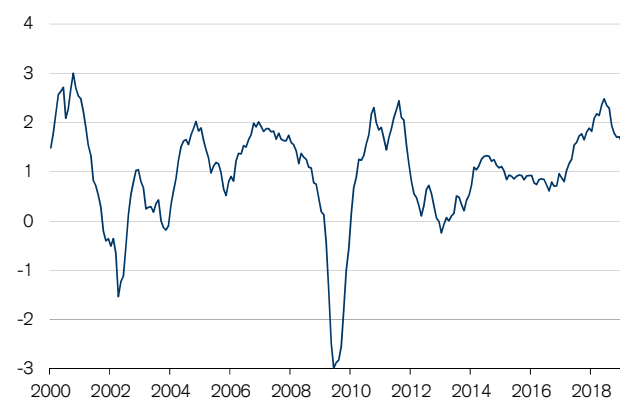
Indice PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

Exportations

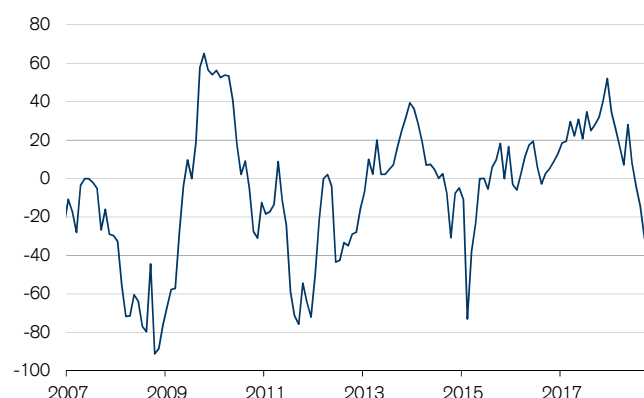
En écarts types, valeurs > 0 = croissance



Source: PMIPremium, Credit Suisse

Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



Source: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

Indice de la construction Suisse

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

PMI des services

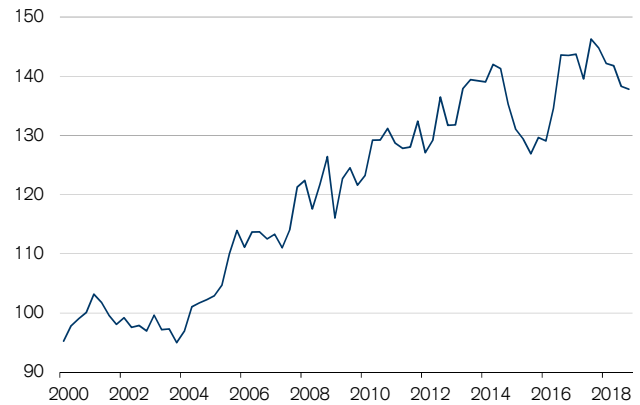
Procare.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent 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	2018 T3	2018P T4	2019P T1	2019P T2	2019P T3	2019P T4	2018P	2019P
PIB (comparaison annuelle, en %)	2.9	3.5	2.4	1.9	1.5	1.3	2.0	2.0	2.7	1.7
Consommation privée	1.1	1.2	0.7	0.9	0.9	1.2	1.6	1.7	1.0	1.4
Consommation publique	1.4	1.4	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	0.9
Formation brute de capital fixe	3.4	3.8	1.0	1.9	2.5	2.2	2.2	2.1	2.5	2.2
Investissements de construction	0.9	2.2	0.7	1.3	0.5	0.5	0.5	0.5	1.3	0.5
Investissements d'équipement	4.8	4.8	1.1	2.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.2	3.0
Exportations (marchandises et prestations)	3.8	5.7	-1.0	5.0	2.8	3.0	3.0	3.0	3.4	3.0
Importations (marchandises et prestations)	5.0	3.2	1.2	0.7	3.0	3.0	3.0	3.0	2.5	3.0
Inflation (en %)	0.7	1.0	1.1	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	1.8	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)									7.1	6.5
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		Inflation		Population en mio	PIB en mrd USD	Part dans les exportations en %	Part dans les impor- tations en %
	glissement annuel, en %		glissement annuel, en %					
	2018	2019	2018	2019	2017	2017	2017	2017
Monde	3.2	3.0	2.7	2.7	7530	80'051	100	100
Etats-Unis	2.9	2.7	2.5	2.0	326	19'485	15.3	6.8
Zone euro	2.0	1.8	1.8	1.4	341	12'633	44.1	63.4
Allemagne	1.7	2.0	1.9	1.8	83	3701	18.9	28.2
France	1.6	1.6	2.1	1.3	65	2588	6.4	7.9
Italie	1.0	0.9	1.3	1.2	61	1939	6.2	9.7
Royaume-Uni	1.2	1.5	2.5	2.2	66	2628	5.2	3.3
Japon	1.1	1.2	0.8	0.8	127	4873	3.3	1.9
Chine	6.6	6.2	2.1	2.0	1390	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 précédente
LIBOR à 3 mois (en %)	-0.74	-0.8 bis -0.6	-0.6 bis -0.4	Masse monétaire M0 (mrd CHF)	552.1	544.6	557.0
Marge de fluctuation BNS (en %)	-1.25 bis - 0.25	-1.25 bis - 0.25	-1.00 bis - 0.00	Masse monétaire M1 (% , comparaison annuelle)	5.1	5.0	6.2
Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %)	-0.16	0.0 - 0.2	0.4 - 0.6	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 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 aucune garantie de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres. Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

Marchés émergents

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

Placements alternatifs

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

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale. Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

Risques de taux d'intérêt de crédit

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

Département Investment Strategy

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

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

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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

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

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

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>. **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. **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. **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 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:** 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 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. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie.

États-Unis: Le présent document, en sa forme originale ou copiée, ne saurait être envoyé, introduit ou distribué aux États-Unis ou à des personnes imposables aux États-Unis (au sens de la Regulation S du US Securities Act de 1933, dans sa version amendée).

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

18C012A_IS

Autres publications du Credit Suisse

Marché des surfaces de bureaux suisse 2019

L'étude spéciale analyse les évolutions actuelles sur le marché suisse de l'immobilier de bureau ainsi que divers marchés régionaux.

5 décembre 2018

Retail Outlook 2019

L'étude annuelle relative au commerce de détail suisse présente les perspectives conjoncturelles de la branche ainsi que les défis actuels auxquels elle doit faire face. Dans cette édition, nous examinons entre autres l'internationalisation de la concurrence dans le commerce de détail.

8 janvier 2019

Prévoyance vieillesse individuelle: épargne 3a pour les femmes et les familles

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

Mars 2019

Marché immobilier 2019

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

5 mars 2019

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



CREDIT SUISSE AG

P.O. Box 100
CH-8070 Zürich
credit-suisse.com