

# Nouveau coup de maître de l'économie suisse

Moniteur Suisse | Juin 2019

Conjoncture Suisse  
**Bon début d'année – perspectives nuancées**

Page 6

Focus  
**Parité EUR/CHF bientôt supportable pour la Suisse**

Page 10

Politique monétaire  
**Comment assouplir davantage?**

Page 14

# Impressum

---

## **Éditeur: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products**

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

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

## **Commandes**

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

## **Clôture de rédaction**

12 juin 2019

## **Copyright**

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

## **Participation**

Ewelina Krankowska  
Tomasz Limberger

Chère lectrice, cher lecteur,

Après leur effondrement de la fin 2018, les marchés d'actions ont signé un surprenant rebond partout dans le monde jusqu'à la fin avril, et parfois même atteint de nouveaux sommets. L'un des principaux moteurs de ce rallye a sans doute été l'espoir d'une fin du différend commercial sino-américain. Au début mai, le président Donald Trump a toutefois subitement mis un terme aux négociations. S'agissait-il de questions de contenu ou de motivations liées à la politique intérieure? Difficile à dire. La réaction des marchés a quoi qu'il en soit été négative.

Nous partons toujours du principe que les deux parties souhaitent éviter une escalade du conflit, surtout au vu des coûts économiques élevés que cela impliquerait. Cela dit, trouver un «accord» va sans doute prendre un certain temps. L'impact des incertitudes qui en découlent sur la conjoncture reste difficile à évaluer – mais ne sera certainement pas positif! Nous avons donc revu à la baisse notre prévision d'une prochaine accélération de la croissance mondiale. Après l'étonnante vigueur du 1<sup>er</sup> trimestre 2019, nous tablons par conséquent aussi sur une expansion bien plus modérée en Suisse pour le reste de l'année (page 6).

L'environnement instable devrait inciter les banques centrales à la prudence. Après avoir interrompu ses relèvements de taux à la fin 2018, la Réserve fédérale américaine (Fed) pourrait même opter pour un abaissement en 2019. Dans un scénario conjoncturel négatif, il faudrait aussi s'attendre à de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), p. ex. via l'octroi aux banques commerciales de davantage de crédits à des conditions avantageuses. Dans le cas de la Banque nationale suisse (BNS), une nouvelle baisse des taux d'intérêt ne pourrait être exclue, même si cela nous semble pour l'heure improbable. Mais le fait que la fuite vers les billets de banque ait diminué dans notre pays depuis 2015 (page 15) pourrait tout du moins atténuer les réticences de la BNS à adopter une telle mesure. Tout retour à des taux d'intérêt positifs semble désormais repoussé à un lointain futur. En pareil contexte d'incertitudes, nous pensons en outre que la BNS va continuer de s'opposer à toute pression à l'appréciation sur le franc. Au vu de la demande en berne dans les pays de débouché, elle aura sans doute à cœur d'éviter un nouveau choc des cours de change à l'industrie d'exportation suisse.

Comme l'explique notre article Focus à la page 10, il faut pourtant s'attendre à de nouvelles appréciations du franc sur un horizon temporel assez long. Les modèles de cours de change du Credit Suisse comme de la BNS indiquent actuellement une faible surévaluation du franc face à l'euro. Les moteurs économiques, la faible inflation et l'important excédent de la balance extérieure signalent en outre une poursuite de la tendance à l'appréciation. L'examen à l'échelon sectoriel révèle même que le franc n'est plus «trop cher» pour certaines branches. Savoir si et comment les entreprises helvétiques devraient se protéger activement des risques d'appréciation dépend de la situation spécifique de chacune d'elle ainsi que des coûts d'une telle couverture.



Thomas Gottstein  
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler  
CIO Office Schweiz

<b>Contexte mondial</b>	<b>5</b>
<b>Conjoncture suisse</b>	<b>6</b>
<b>Bon début d'année – perspectives nuancées</b>	
Le bon début d'année ne doit pas occulter les difficultés rencontrées par l'industrie sur le front de la demande. Grâce à la consommation intérieure toujours solide, l'économie helvétique devrait néanmoins enregistrer une croissance de 1,5% en 2019.	
<b>Conjoncture   Moniteur</b>	<b>7</b>
<b>Branches   Moniteur</b>	<b>8</b>
<b>Focus – Cours de change EUR/CHF</b>	<b>10</b>
<b>Parité EUR/CHF bientôt supportable pour la Suisse</b>	
Le CHF a tendance à s'apprécier face à l'EUR, surtout parce que les prix augmentent moins rapidement en Suisse. Le franc est pour l'heure encore légèrement surévalué – situation à laquelle la plupart des branches se sont désormais adaptées.	
<b>Politique monétaire</b>	<b>14</b>
<b>Comment assouplir davantage?</b>	
Malgré le taux d'intérêt négatif de la BNS, la politique monétaire suisse n'est pas particulièrement expansionniste eu égard à la vigueur du franc. Mais tout assouplissement plus marqué sur ce front serait difficile compte tenu du «plancher effectif».	
<b>Politique monétaire   Moniteur</b>	<b>15</b>
<b>Immobilier   Moniteur</b>	<b>16</b>
<b>Indicateurs avancés du Credit Suisse</b>	<b>17</b>
<b>Prévisions et indicateurs</b>	<b>19</b>

# Contexte mondial

## Europe

La croissance économique dans la zone euro s'est comme anticipé légèrement accélérée en début d'année, notamment grâce à la disparition de certains facteurs négatifs comme l'introduction de nouveaux processus de contrôle dans l'industrie automobile. La faible demande en provenance d'Asie – et surtout de Chine – assombrit toutefois les perspectives. La robuste consommation et les projets d'investissement toujours relativement importants devraient toutefois limiter le ralentissement – au moins tant que l'Europe n'est pas directement impliquée dans le conflit commercial.

claude.maurer@credit-suisse.com

## États-Unis

En dépit de la faiblesse de la production industrielle mondiale, la croissance conjoncturelle américaine au 1<sup>er</sup> trimestre 2019 s'est révélée la plus forte de ces dernières années – évolution notamment soutenue par la demande de consommation, les créations d'emplois et la progression des salaires dans le secteur tertiaire. Sous réserve que le conflit commercial ne s'envenime pas encore davantage, la production industrielle devrait renouer avec la croissance une fois la phase de réduction des stocks en cours achevée. Jusque-là, la Fed va marquer une pause dans la normalisation de sa politique monétaire.

claude.maurer@credit-suisse.com

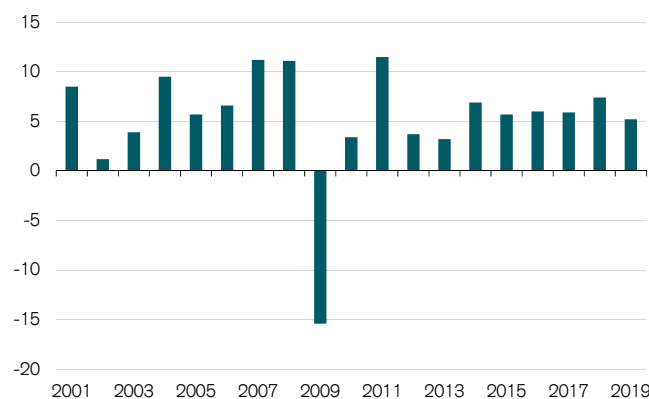
## Chine

L'industrie chinoise devrait pâtir de la nouvelle extension et de l'augmentation des droits de douane sur ses exportations aux États-Unis dans les mêmes proportions qu'en 2018, au début de l'escalade du conflit. L'économie chinoise dans son ensemble devrait toutefois en souffrir moins, parce que la banque centrale du pays a assoupli les conditions d'octroi de crédits afin de stimuler la consommation et la construction. Pour les autorités chinoises, empêcher la formation d'une bulle de crédit n'est de toute évidence plus la priorité absolue.

claude.maurer@credit-suisse.com

## Projets d'investissement relativement solides

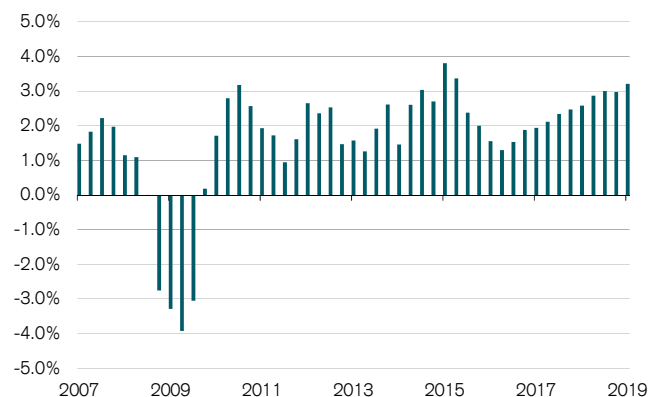
Projets d'investissement dans l'industrie européenne (avril): solde des avis positifs et négatifs



Source: Commission européenne, Credit Suisse

## Croissance toujours soutenue de l'économie américaine

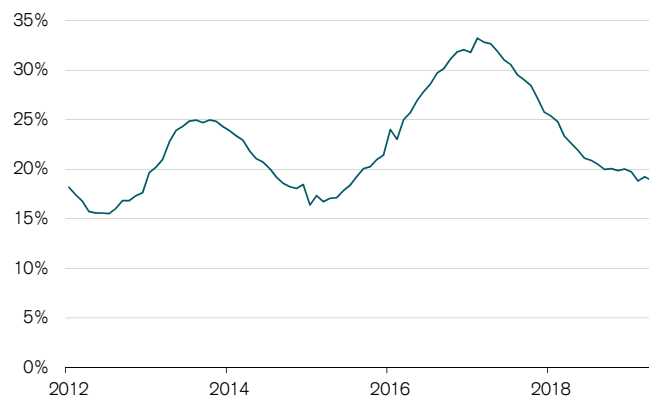
Croissance du PIB américain réel, en glissement annuel



Source: Datastream, Credit Suisse

## Juguler la croissance des crédits n'est plus la priorité

Croissance des crédits à la consommation octroyés aux ménages chinois



Source: Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse

# Bon début d'année – perspectives nuancées

**Le bon début d'année ne doit pas occulter les difficultés rencontrées par l'industrie sur le front de la demande. Grâce à la consommation intérieure toujours solide, l'économie helvétique devrait néanmoins enregistrer une croissance de 1,5% en 2019.**

## Forte croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2019

La rétrospective conjoncturelle se révèle réjouissante: avec une progression de 0,6% en glissement trimestriel, l'économie suisse a signé un très bon 1<sup>er</sup> trimestre 2019. Le produit intérieur brut (PIB) est ainsi d'ores et déjà supérieur de 1,7% à son niveau de l'année précédente. Conformément aux attentes, la consommation privée a connu une expansion dynamique et les investissements de construction ont augmenté grâce au contexte de taux d'intérêt et à la météo favorables. Les investissements dans les machines et équipements ont en outre été étonnamment soutenus. Même les impulsions du commerce extérieur ont été positives, l'industrie pharmaceutique se distinguant ici une fois de plus (fig. en bas à gauche).

## Industrie d'exportation en déclin

Les perspectives sont toutefois plus nuancées, surtout pour l'industrie d'exportation: l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour l'industrie helvétique que nous établissons en collaboration avec procure.ch pointe sous le seuil de croissance depuis le mois d'avril (fig. en bas à droite). La situation conjoncturelle dans les pays destinataires des exportations suisses n'a en outre plus été aussi atone depuis 2013. La croissance des exportations devrait donc ralentir dans les mois à venir. Une demande modérée à l'exportation va généralement de pair avec une faible propension aux investissements d'équipement, raison pour laquelle nous n'attendons pas d'impulsions supplémentaires de ce côté. Dans le même temps, l'augmentation des taux de vacance sur le marché du logement locatif devrait freiner les investissements de construction.

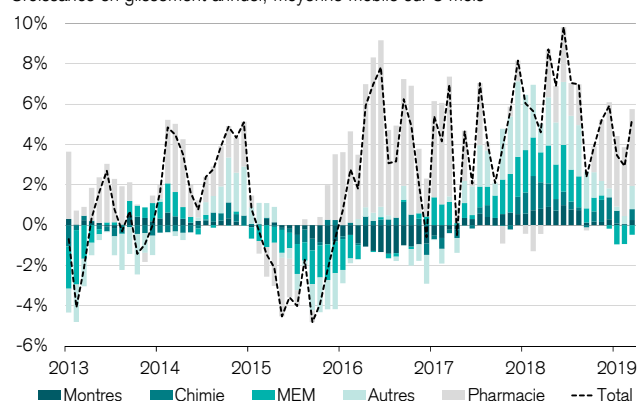
## Croissance toujours robuste de la consommation

La situation est plus favorable concernant la consommation privée, toujours soutenue par la vigueur du marché de l'emploi et la légère augmentation de l'immigration. Le PMI pour le secteur tertiaire, plus axé sur les consommateurs suisses, se maintient de ce fait clairement en zone de croissance. Cette dynamique progression de la consommation ne suffira toutefois pas à compenser le tassement des exportations et la croissance économique va sans doute s'essouffler dans le courant de l'année. Dans l'ensemble, nous tablons – comme dans nos prévisions de printemps – sur une hausse réelle du PIB de 1,5% en 2019.

claude.maurer@credit-suisse.com

### Exportations pharmaceutiques très dynamiques

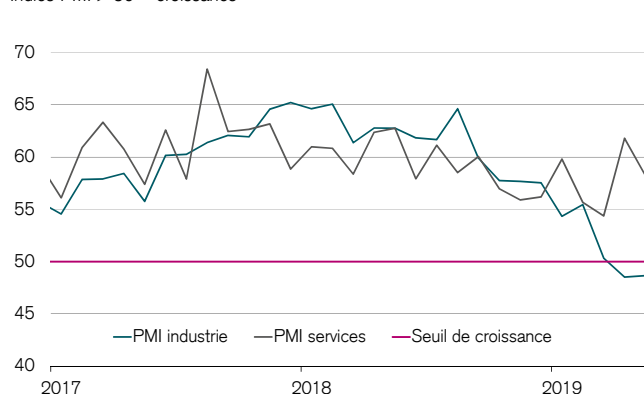
Croissance en glissement annuel, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

### Perspectives de croissance positives uniquement dans le tertiaire

Indice PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

## Inflation

Les prix à la consommation affichent une hausse relativement constante depuis le début d'année. Le renchérissement est ainsi resté stable autour de 0,6% à 0,7% en glissement annuel. L'inflation sous-jacente (qui exclut les composantes les plus volatiles comme les prix du pétrole et des produits frais) est également demeurée modérée (entre 0,4% et 0,6%). Ni les cours de change ni les prix du pétrole ne devraient avoir d'impact significatif sur l'inflation dans les prochains mois. Nous anticipons toujours un taux d'inflation moyen de 0,5% en 2019 et 2020.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Marché du travail

L'emploi a progressé de 1,5% en glissement annuel au 1<sup>er</sup> trimestre 2019. Le marché du travail est donc resté très robuste, bien que le zénith ait sans doute été dépassé. Le taux de chômage (corrigé des effets saisonniers) a légèrement augmenté depuis mars 2019, marquant la fin d'une baisse ininterrompue depuis la mi-2016. L'évaluation de la population quant à la sécurité de l'emploi s'est par conséquent un peu dégradée récemment, tout en restant positive en comparaison à long terme. Au vu de la faiblesse de l'industrie, un nouveau tassement du marché du travail semble probable dans les prochains mois.

emilie.gachet@credit-suisse.com

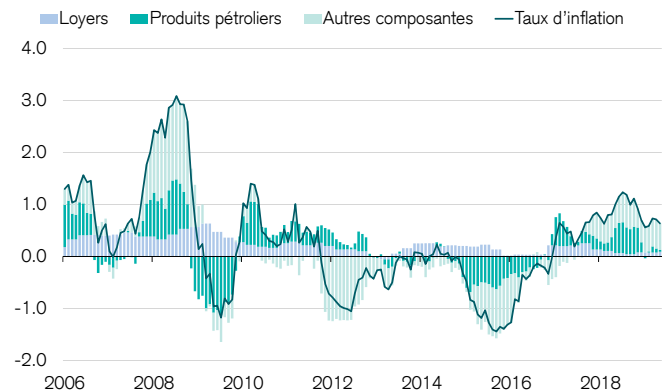
## Immigration

La clause de sauvegarde vis-à-vis des Roumains et Bulgares (UE-2) a expiré à la fin mai 2019, mettant ainsi un terme aux contingents de permis de séjour B. Avant l'entrée en vigueur de la clause, le solde migratoire de l'UE-2 dépassait 4000 personnes. Une rapide augmentation est probable, puisque le contingentement devrait avoir généré une sorte de «congestion». Non contingentées, les autorisations de courte durée ont constitué une solution de remplacement ces dernières années, comme le révèle la progression des chiffres dans cette catégorie.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

## Inflation toujours modérée

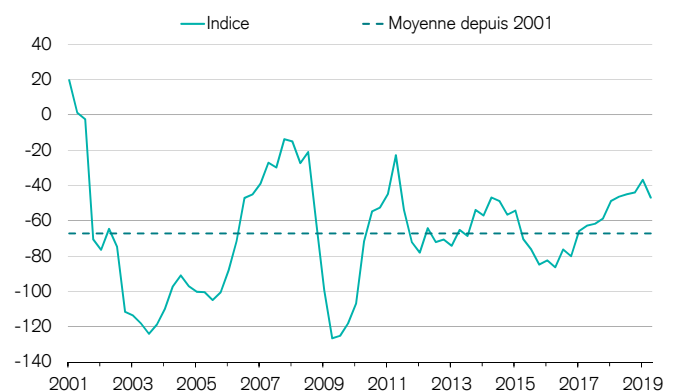
En glissement annuel, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

## Légère dégradation des perspectives

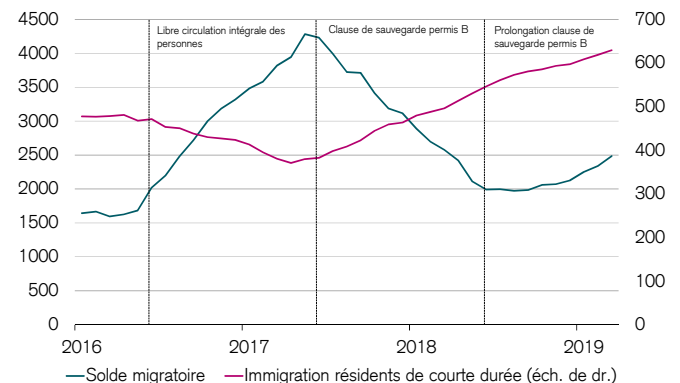
Évaluation des consommateurs interrogés quant à la sécurité de leur propre emploi



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

## Fin de la clause de sauvegarde pour les Roumains et Bulgares

Solde migratoire (pop. résid. permanente, somme sur 12 mois) et immigration de résidents de courte durée/prestataires de services UE-2 (< 1 an, moyenne sur 12 mois)



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse

## Industrie pharmaceutique

Poursuivant leur élan du 4<sup>e</sup> trimestre 2018, les exportations pharmaceutiques ont signé une robuste progression de 10,1% en glissement annuel au 1<sup>er</sup> trimestre 2019 et ont de nouveau été le principal moteur de la croissance des exportations suisses. La demande la plus soutenue est venue des États-Unis et des Pays-Bas. Ces derniers ont sans doute gagné en importance suite à un déplacement de la chaîne de création de valeur, puisque les exportations de produits pharmaceutiques à destination du Royaume-Uni ont connu un repli d'ampleur similaire sur la même période.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Machines, équipements électriques et métaux (MEM)

La demande de biens suisses en provenance de l'industrie européenne est demeurée atone au 1<sup>er</sup> trimestre 2019, ce qui a fortement pesé sur le secteur MEM, dont les exportations ont reculé de 2,6%. Les exportations de la branche ont continué d'augmenter uniquement aux États-Unis – hausse qui a cependant déjà été divisée par deux depuis le sommet de l'automne 2018. Par ailleurs, les indices des directeurs d'achat (PMI) européens ne signalent pas de prochain rebond marqué de la dynamique en Europe. La situation ne devrait ainsi que lentement s'améliorer dans l'industrie MEM helvétique.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

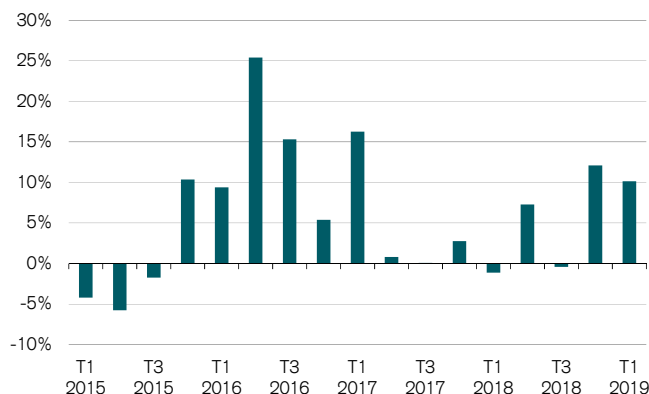
## Industrie horlogère

Après s'être pratiquement interrompue au tournant de l'année, la croissance des exportations de l'industrie horlogère a réaccélééré au 1<sup>er</sup> trimestre 2019. Le Japon (+21,8%) et le Royaume-Uni (+76,4%) en particulier ont importé nettement plus de montres suisses qu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2018. Dans le cas du Royaume-Uni, l'augmentation s'explique cependant par le fait que beaucoup d'horlogers avaient constitué des stocks à l'approche (présumée) du Brexit. Hong Kong – principal débouché de la branche – s'est en outre révélé encore moins dynamique avec une progression des exportations de 2,5% en glissement annuel.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Croissance toujours dynamique des exportations

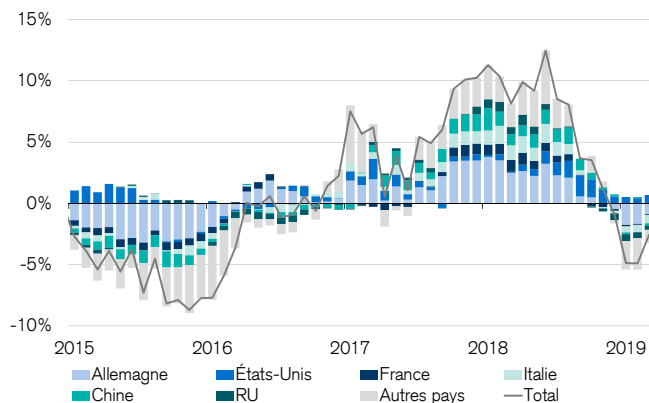
Exportations, croissance par rapport au même trimestre de l'année précédente



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

## Aucune hausse des exportations en vue dans l'immédiat

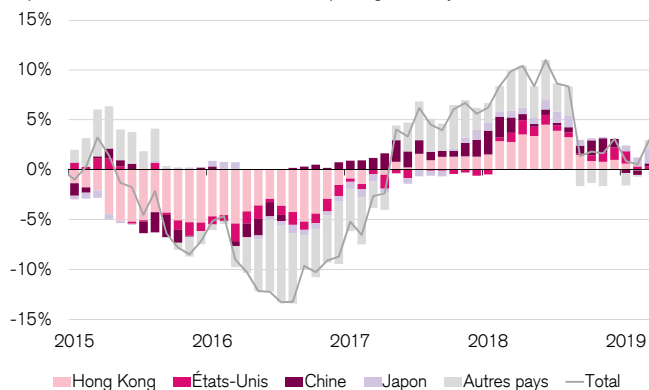
Exportations: contributions à la croissance par régions, moyenne mobile sur 3 mois



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

## Accélération temporaire de la croissance

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



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse



## Commerce de détail

Malgré la modeste croissance démographique et la baisse du chômage (1<sup>er</sup> trimestre 2019: 2,4%), les chiffres d'affaires du commerce de détail ont reculé d'environ 0,4% au 1<sup>er</sup> trimestre 2019 par rapport au même trimestre de l'année précédente. Ce repli découle probablement, entre autres, de la perte de pouvoir d'achat (2018: -0,4%) et de la légère détérioration du climat de consommation en début d'année. Selon l'enquête auprès des ménages mandatée par le Secrétariat d'État à l'économie (SECO), ceux-ci anticipent par ailleurs une nouvelle dégradation de la situation sur le marché du travail.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Tourisme

Le tassement conjoncturel persistant en Europe s'est aussi fait ressentir dans le secteur du tourisme suisse. Entre janvier et mars 2019, la branche a enregistré 107 000 nuitées de moins (-1,1%) que l'année précédente, l'absence des clients allemands ayant ici le plus pesé. Parmi les principaux groupes, les nuitées ont sensiblement augmenté pour les seuls touristes américains. Il apparaît ainsi, dès la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2019, que le record de l'année 2018 ne devrait guère être dépassé, d'autant plus que l'évolution conjoncturelle est plutôt atone en Europe.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

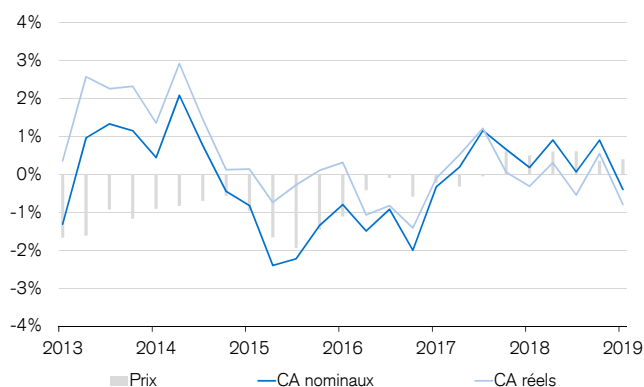
## Technologies de l'information (TI)

Après un timide début d'année 2019, le climat s'est amélioré dans la branche des TI: l'indicateur correspondant du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) est repassé légèrement au-dessus de sa moyenne des cinq dernières années au 2<sup>e</sup> trimestre. La marche des affaires est toujours jugée bonne, ou au moins satisfaisante, par la majorité des prestataires interrogés. Dans un avenir proche, cette tendance haussière pourrait pâtir de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée ainsi que des incertitudes liées à la persistance du conflit commercial sino-américain et au Brexit.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Pas d'euphorie chez les consommateurs suisses

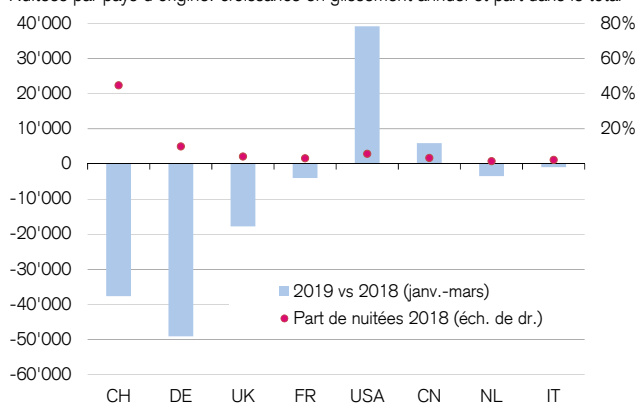
CA nominaux du commerce de détail; croissance par rapport au même trimestre de l'année précédente



Source: GfK, Credit Suisse

## Pas d'impulsions de croissance en provenance d'Europe

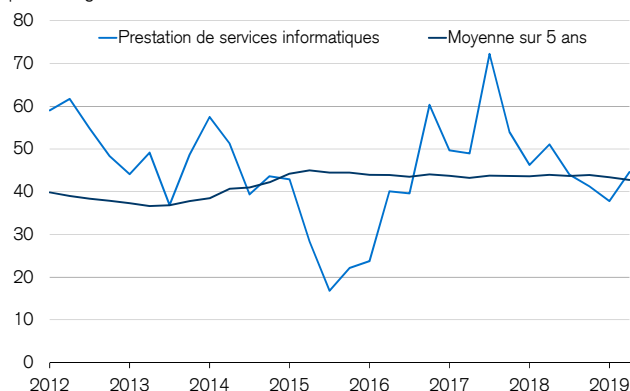
Nuitées par pays d'origine: croissance en glissement annuel et part dans le total



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

## Amélioration de la marche des affaires des prestataires

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



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

# Parité EUR/CHF bientôt supportable pour la Suisse

**Le CHF a tendance à s'apprécier face à l'EUR, surtout parce que les prix augmentent moins rapidement en Suisse. Le franc est pour l'heure encore légèrement surévalué – situation à laquelle la plupart des branches se sont désormais adaptées.**

## La BNS se concentre sur le cours de change

La paire EUR/CHF pointe actuellement bien en dessous du cours plancher de 1.20 défendu par la Banque nationale suisse (BNS) jusqu'au début 2015 et dont l'abandon avait alors créé l'émoi. Dans les faits, la BNS reste très focalisée sur le cours de change, puisqu'en dépit d'une forte croissance économique et d'une inflation positive, elle a continué d'acheter des devises (bien que dans des volumes assez restreints) pour affaiblir le CHF en 2018, arguant qu'un franc trop fort – donc surévalué – augmentait le risque de déflation.

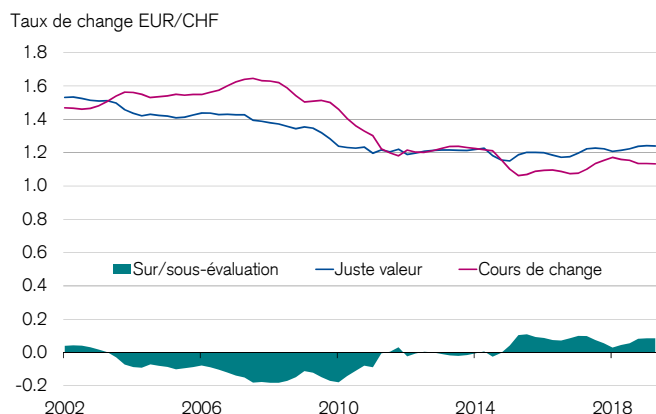
## Parité de pouvoir d'achat: la base pour calculer la «juste valeur» d'une monnaie

Afin de calculer la valeur fondamentale d'une monnaie, les économistes ont recours à la «juste valeur». L'approche la plus simple pour la déterminer est le concept de parité du pouvoir d'achat. Si le cours de change d'une paire de devises est égal à cette dernière, une unité monétaire permet d'acheter le même panier de produits dans les deux espaces monétaires. Les forces qui tendent à faire évoluer les cours vers une parité du pouvoir d'achat se révèlent cependant faibles sur les marchés des changes. Premièrement, les ménages consacrent bien plus que la moitié de leurs dépenses de consommation à l'achat de marchandises et de prestations non négociables (coiffeur, loyer, prestations de santé, etc.), très peu ou pas du tout soumises à un arbitrage international des prix. Deuxièmement, les monnaies sont aussi détenues en tant que placements financiers. L'évaluation risque/rendement des investisseurs peut donc faire en sorte que la valeur d'une monnaie diffère de la parité du pouvoir d'achat pour des périodes prolongées.

## Le CHF a longtemps été sous-évalué face à l'EUR

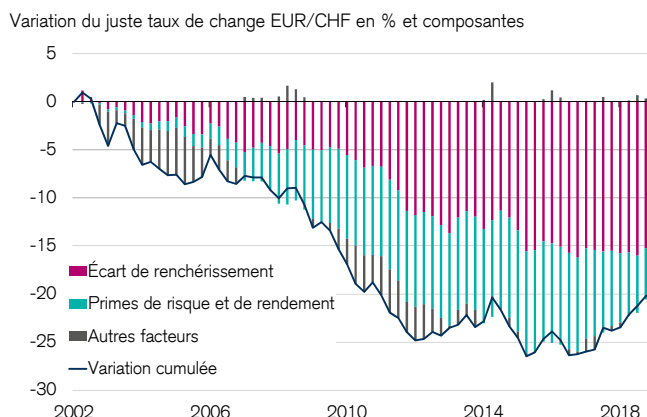
C'est la raison pour laquelle le Credit Suisse détermine la juste valeur sur la base d'un modèle étendu de parité du pouvoir d'achat, qui tient également compte des facteurs entrant dans le calcul de telles primes. Selon notre modèle, la juste valeur du CHF face à l'EUR est actuellement de 1.24. Dans les échanges avec la zone euro, le CHF est donc surévalué de près de 9% (fig. en bas à gauche). Mais il n'en a pas toujours été ainsi: entre 2003 et 2010, le cours EUR/CHF était nettement plus élevé que la juste valeur de l'époque ne l'aurait justifié. Le CHF est donc resté sous-évalué plusieurs années face à l'EUR, offrant à l'économie suisse des conditions monétaires très avantageuses. Une partie des capacités qui ont récemment dû être réduites sous la pression du franc fort a sans doute été créée pendant ces années fastes.

### CHF plus souvent sous-évalué que surévalué face à l'EUR depuis 2002



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

### Repli du juste taux de change EUR/CHF dû à la moindre inflation suisse



Source: Credit Suisse

## La faible inflation soutient la Suisse dans le commerce international

Le juste taux de change EUR/CHF a en outre tendance à baisser (-20% environ depuis 2002), signe que l'économie suisse réussit de mieux en mieux à composer avec un cours EUR/CHF qui se rapproche de la parité. La raison principale de cette adaptation réside dans les différences d'évolution de l'inflation en Suisse et dans la zone euro (fig. page précédente). Dans cette dernière, les prix augmentent plus rapidement que dans notre pays depuis des années. Simultanément, les primes de risque et de rendement ont exercé une forte pression à l'appréciation sur le CHF, surtout pendant la crise financière et de la dette. Ces facteurs se sont toutefois nettement atténués dernièrement.

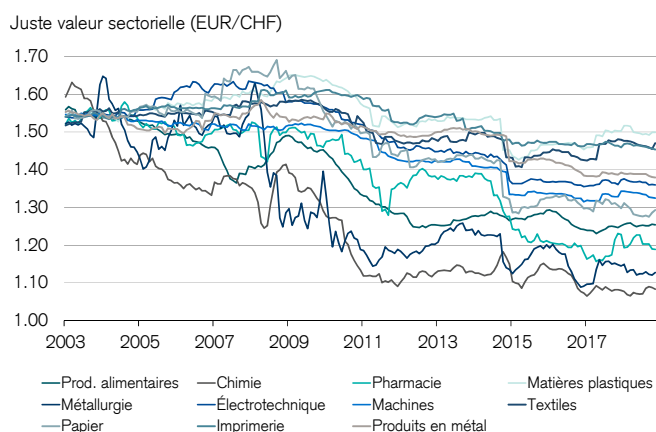
## La juste valeur devrait baisser au niveau du cours de change actuel

Nous partons du principe que l'inflation restera plus faible en Suisse que dans la zone euro à l'avenir. Cela impliquerait une poursuite du repli graduel de la juste valeur EUR/CHF et donc un raffermissement fondamental du CHF face à l'EUR. Selon nos prévisions, la juste valeur dans environ cinq ans devrait être à peu près équivalente au cours de change EUR/CHF actuel. Les marchés monétaires anticipent donc en quelque sorte l'appréciation fondamentale. Par ailleurs, nous pensons que l'excédent de la balance des opérations courantes suisse, qui en plus de l'excédent de la balance commerciale comporte aussi les revenus nets à l'étranger, demeurera élevé. Pour 2019 et 2020, nous prévoyons un excédent dépassant 50 mrd CHF par an, soit 7% du produit intérieur brut (PIB). Un excédent commercial important ne signifie toutefois pas obligatoirement que la vigueur du CHF ne porte pas préjudice à l'économie helvétique. L'excédent est en effet principalement attribuable à quelques branches hautement productives, à savoir l'industrie pharmaceutique, l'horlogerie, le commerce de matières premières (négoce de transit) et les services financiers. Ces secteurs se distinguent par le fait qu'ils réalisent une part supérieure à la moyenne de leurs recettes à l'exportation en dehors de la zone euro. De plus, l'évolution de leurs exportations s'est par le passé révélée peu sensible au cours de change. Leur importance pour l'emploi est par ailleurs relativement faible: si elles génèrent près de 20% du PIB, elles n'emploient que 8% du total des salariés dans notre pays.

## Le cours de change est nettement surévalué pour la plupart des branches

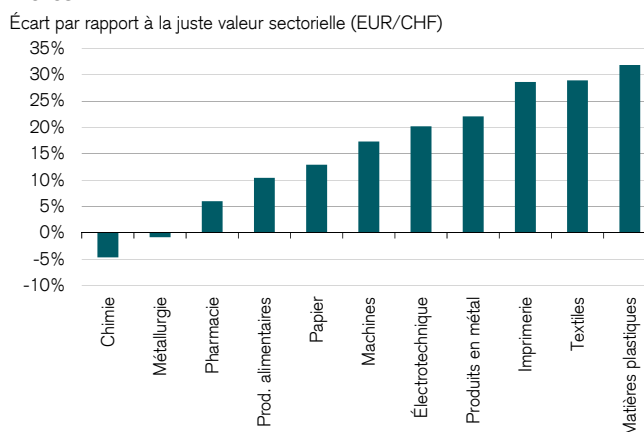
La sensibilité de la majeure partie des branches industrielles au cours de change EUR/CHF est de fait très hétérogène. Notre analyse sectorielle se fonde une fois encore sur la juste valeur, mais spécifique à chaque branche. Appliquant une simple approche de parité du pouvoir d'achat, nous utilisons l'évolution des prix à la production dans les différents secteurs afin de calculer le juste taux de change EUR/CHF pour chacun d'eux. Une tendance baissière dans la figure en bas à gauche signifie donc que les prix à la production de la branche concernée diminuent par rapport à ceux pratiqués dans la zone euro et deviennent plus compétitifs. Pour simplifier à l'extrême, nous considérons en outre que le CHF était évalué à sa juste valeur en 2003/2004 du point de vue de l'ensemble de l'industrie. La meilleure approche consiste à interpréter les résultats en tant qu'évolution de la compétitivité des prix de chaque secteur par rapport aux années 2003 et 2004. Il en résulte que le cours de change actuel EUR/CHF est surévalué de 30 à 40% pour le textile, l'imprimerie et les matières plastiques, de 10 à 20% pour l'industrie électrique, la papeterie, les machines, les produits en métal et l'alimentaire, tandis qu'il n'est que peu ou pas surévalué pour la pharmacie, la chimie et la métallurgie (fig. en bas à droite). La surévaluation se révèle donc nettement supérieure à la moyenne globale pour la plupart des branches industrielles.

### Tendance à la baisse des justes valeurs sectorielles



Source: Credit Suisse

### EUR/CHF à 1.13 surévalué pour la plupart des branches industrielles



Source: Credit Suisse

## Les entreprises suisses disposent d'un pouvoir de fixation des prix, ...

Les justes taux de change spécifiques à chaque branche comportent cependant une lacune évidente: ils ne permettent pas d'établir si la surévaluation du CHF constitue ou non un réel problème pour le secteur concerné. Certaines entreprises disposent en effet d'un important pouvoir de fixation des prix, parce qu'elles occupent une position de force, voire dominante, sur un segment de marché à l'échelle mondiale et que la demande pour leurs produits est par conséquent très inélastique par rapport aux prix. Même en cas d'appréciation du CHF, elles ne sont donc pas contraintes d'adapter leurs prix à la baisse, puisque la demande reste forte et que le prix n'est pas la composante déterminante lors de l'achat. Citons ici à titre d'exemple les montres du segment du luxe absolu, les médicaments protégés par brevet ou encore les machines et appareils spécialisés et donc «indispensables». À cela vient s'ajouter qu'une proportion croissante des exportations suisses ne part plus pour la zone euro et que la part à destination de cette dernière diffère d'une branche à l'autre, raison pour laquelle la seule considération du juste taux de change EUR/CHF se révèle trop limitée.

## ... qui peut être évaluée à l'aune de l'élasticité des cours de change

Pour compenser ces lacunes, il est judicieux d'examiner l'élasticité des cours de change et la part de la zone euro dans les chiffres d'affaires à l'exportation des différentes branches. L'élasticité des cours de change indique de combien de points de pourcentage la croissance des exportations ralentit (ou accélère) lorsque le cours de change EUR/CHF varie d'un point de pourcentage (pour une croissance conjoncturelle restant stable à l'étranger). Une faible élasticité signale donc un modeste impact du cours de change et par conséquent de la surévaluation du CHF pour la branche. De même, une modeste part de ventes dans la zone euro dans le total des exportations fait baisser l'importance du cours de change pour le secteur considéré.

## Disparités marquées entre les branches

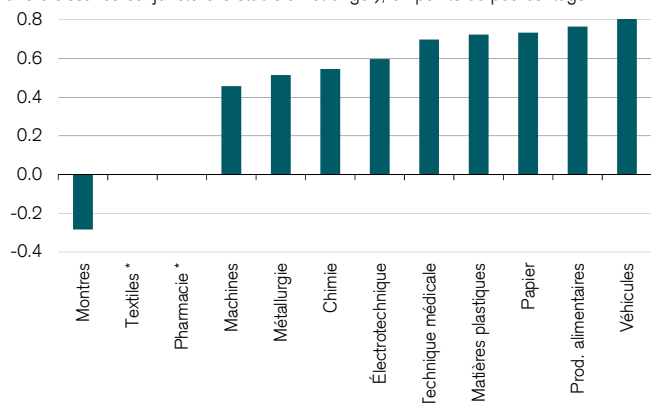
La figure en bas à gauche montre que le cours de change n'a (comme attendu) aucun impact sur les produits pharmaceutiques et l'horlogerie. Les volumes d'exportations de l'industrie textile dans l'espace européen n'ont par le passé pas non plus réagi aux fluctuations du cours de change EUR/CHF, mais les ventes par correspondance faussent ici sans doute la donne. Grâce à un meilleur pouvoir de fixation des prix à l'étranger, la surévaluation du CHF pèse moins sur la construction de machines, la métallurgie et l'industrie chimique que p. ex. sur les matières plastiques. Les machines et la chimie se caractérisent en outre par une bonne diversification géographique: la figure en bas à droite montre que la majorité de leurs exportations partent en dehors de la zone euro – contrairement à la métallurgie et aux textiles, pour lesquels cette dernière joue un rôle prépondérant.

## Adaptation contrastée au cours de change

Notre analyse révèle que c'est l'industrie pharmaceutique qui tire le mieux son épingle du jeu: elle n'est pas affectée par la surévaluation du franc, exporte beaucoup à destination des États-Unis et dispose d'un grand pouvoir de fixation des prix. La situation est similaire pour l'horlogerie. De son côté, l'industrie helvétique des machines doit toujours composer avec une surévaluation de la juste valeur sectorielle, mais son pouvoir de fixation des prix est relativement élevé et la zone euro ne semble pour elle jouer qu'un rôle secondaire. La situation est analogue pour l'électrotechnique, bien qu'un peu moins positive.

### Grandes disparités s'agissant de l'impact du cours de change

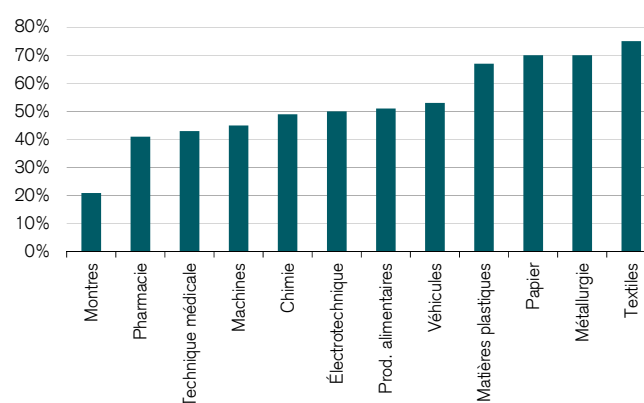
Élasticité des cours de change EUR/CHF des exportations vers la zone euro (pour une croissance conjoncturelle stable à l'étranger), en points de pourcentage



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse \* non statistiquement significatif

### Seuls 40% des exportations pharmaceutiques destinés à la zone euro

Part de la zone euro dans le total des exportations, 2018



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

### **Fortes adaptations des prix dans la chimie et la métallurgie**

La chimie et la métallurgie ont presque recouvré leur compétitivité en matière de prix. Toutes deux disposent toutefois d'un plus faible pouvoir de fixation des prix que les secteurs précités et la métallurgie est en outre très orientée sur l'Europe. La situation est plus difficile pour l'industrie alimentaire, les textiles, la construction de véhicules et en général pour la papeterie et les matières plastiques. Ici, le pouvoir de fixation des prix est moindre, la surévaluation est élevée ou la zone euro joue un rôle prépondérant (voire une combinaison de plusieurs de ces facteurs). Dans ces secteurs, il faut par conséquent s'attendre à une poursuite des délocalisations à l'étranger, sauf si les entreprises sont en mesure de compenser les effets d'une concurrence accrue sur les prix en développant des produits de niche moins sensibles aux prix et en améliorant ainsi leur positionnement sur le marché.

### **Interventions sur le marché des changes uniquement en cas de pics temporaires**

En ce qui concerne la politique de la BNS, plus la paire EUR/CHF se maintient à ses niveaux actuels et moins les achats de devises éventuellement nécessaires pour «défendre» le cours de change paraissent justifiés. Cela dit, il semble toujours judicieux d'empêcher les chocs plus importants causés par des hausses excessives du cours de change. A priori, il est bien entendu très difficile d'anticiper si de tels chocs sont temporaires ou vont perdurer. Un passage subit d'une sous-évaluation du CHF, comme observée au milieu des années 2000, à une forte surévaluation va sans doute nuire davantage à l'économie qu'une surévaluation modérée.

#### **Le tourisme suisse compense l'appréciation du CHF par des concessions sur les prix**

Jusqu'à la crise financière mondiale, les prix du tourisme suisse (en EUR) étaient plus ou moins corrélés au cours de change EUR/CHF. Pour les touristes allemands (et sans doute aussi pour ceux du reste de la zone euro), le séjour se renchérisait donc à chaque appréciation du CHF. Depuis 2011 – et encore plus depuis 2015 –, les acteurs suisses du tourisme atténuent toutefois les répercussions de telles poussées d'appréciation sur les prix en EUR en limitant leur hausse. Près de la moitié du désavantage en matière de prix lié à l'évolution des cours de change a ainsi été compensé. Mais parce que les clients de la zone euro représentent «seulement» 25% des nuitées, cette politique a sans doute aussi été mise en œuvre pour inciter les touristes helvétiques à rester dans le pays.

# Comment assouplir davantage?

**Malgré le taux d'intérêt négatif de la BNS, la politique monétaire suisse n'est pas particulièrement expansionniste eu égard à la vigueur du franc. Mais tout assouplissement plus marqué sur ce front serait difficile compte tenu du «plancher effectif».**

## Un faible taux directeur n'implique pas nécessairement une politique expansionniste

Ce n'est pas parce que la banque centrale a abaissé son taux directeur sous un plancher historique que la politique monétaire est expansionniste. Le niveau du taux directeur corrigé de l'inflation par rapport à son point d'équilibre (ou «normal») – c'est-à-dire le taux auquel l'offre et la demande de fonds prêtables à court terme se compensent – est bien plus pertinent. Non observable, ce taux d'équilibre doit être évalué. Selon nos propres estimations, il pourrait effectivement être négatif après correction de l'inflation. Le taux directeur réel, qui s'établit autour de -1,75%, n'est ainsi inférieur à son niveau d'équilibre que d'un point de pourcentage environ.

## La vigueur du CHF équivaut à un durcissement des conditions monétaires

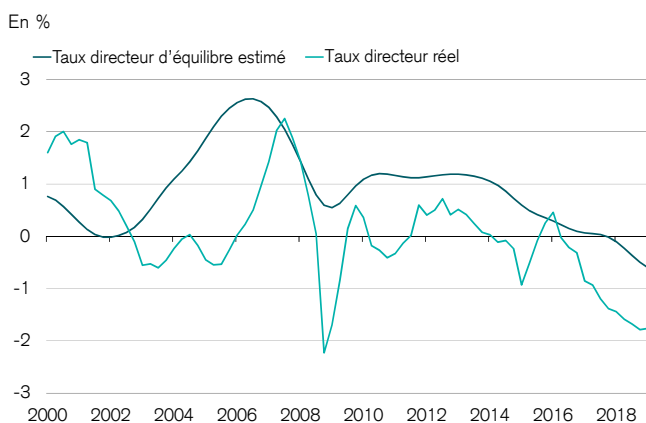
Si l'on ajoute le taux de change à l'équation, la politique monétaire actuelle est plus restrictive. Nos modèles de juste valeur indiquent que le CHF est supérieur à son niveau d'équilibre de 7%–8% face à un panier de devises. Bien entendu, ces évaluations sont également assorties d'une grande incertitude. Selon les estimations de la BNS, une telle déviation du taux de change de sa juste valeur pourrait cependant avoir le même effet qu'une hausse du taux directeur de 1–2 points de pourcentage. La vigueur du CHF compense ainsi largement la faiblesse du taux directeur, dénotant une orientation à peu près «neutre» de la politique monétaire.

## La BNS semble à court d'options pour assouplir significativement sa politique

En cas de tassement économique dans le monde et en Suisse, la BNS n'aurait guère de marge pour assouplir la politique monétaire. Bien qu'une baisse de taux de jusqu'à 0,5 point de pourcentage semble possible, toute réduction plus marquée se solderait sans doute par une véritable ruée vers les billets de banque. Sauf interdiction (mesure très sensible sur le plan politique), cela minerait l'impact du taux négatif. La BNS pourrait aussi tenter d'affaiblir le CHF, mais serait probablement contrainte de procéder à des achats très importants de devises, ce qui gonflerait son bilan déjà conséquent. En théorie, elle pourrait également relever son objectif concernant l'inflation (moins de 2% actuellement), dont l'accélération ferait baisser les taux d'intérêt réels et assouplirait la politique. Sans outil pour atteindre cet objectif, une telle décision de la BNS ne serait pas très crédible. Compte tenu de ces contraintes, le taux d'intérêt négatif devrait, «à titre d'assurance», rester en place plus longtemps que si la BNS avait la possibilité d'assouplir substantiellement sa politique monétaire – même en cas de poursuite de l'expansion économique.

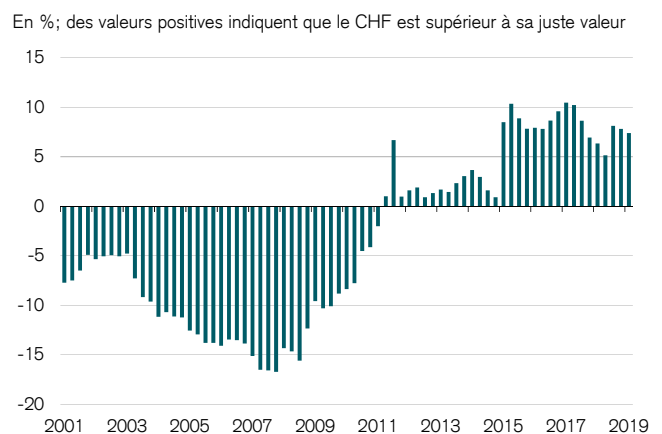
maxime.botteron@credit-suisse.com

### Recul du taux d'équilibre estimé



Source: Datastream, Credit Suisse

### Déviation du CHF de sa juste valeur estimée



Source: Credit Suisse

## Billets de banque en circulation

Sur les trois premiers mois de l'année, la croissance des billets de banque en circulation a connu son rythme le plus lent depuis décembre 2004. En outre, après s'être envolée suite à l'introduction du taux d'intérêt négatif par la BNS début 2015, la demande de billets de 1000 CHF a ralenti et s'inscrit en repli depuis novembre 2018. Cette tendance d'autant plus remarquable que les taux d'intérêt nominaux et réels sont négatifs (cf. page précédente) peut s'expliquer par la légère diminution de l'aversion au risque des investisseurs. Cela suggère aussi que la BNS pourrait sans doute encore abaisser quelque peu son taux directeur si nécessaire.

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

## Prévision de taux directeur

Comme décrit dans l'article de la page précédente, les options limitées dont dispose la BNS pour assouplir sa politique monétaire laissent supposer qu'elle devra maintenir son taux directeur négatif sur une période prolongée. Au vu du ralentissement de la croissance mondiale, susceptible de durer plus longtemps que prévu, nous n'anticipons pas de relèvement du taux directeur de la BNS sur notre horizon de prévision, c'est-à-dire jusqu'à la fin 2020 au moins. Enfin, nous n'excluons pas totalement une baisse de taux d'intérêt, en particulier si la BCE venait à assouplir leur politique monétaire. Une telle évolution n'entre cependant pas dans notre scénario de base.

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

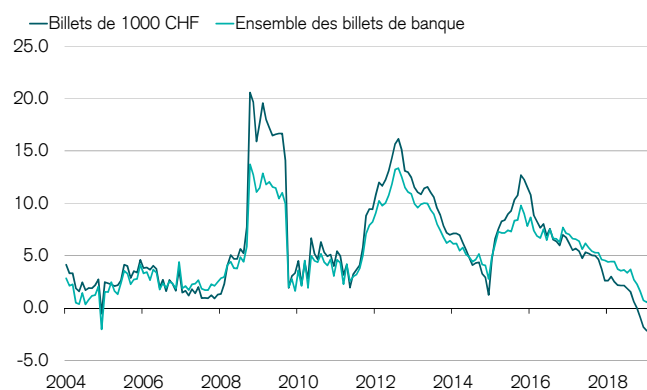
## Réserves de devises

Par rapport à la taille de son économie, la Suisse compte parmi les pays disposant des plus importantes réserves de devises. Le seul examen des réserves officielles peut néanmoins s'avérer trompeur. Quelques pays, principalement des exportateurs de matières premières – mais aussi Singapour et la Chine –, ont mis en place des fonds souverains en vue de gérer une partie de leurs réserves de devises. Les réserves officielles de la Norvège s'élevaient p. ex. à environ 14% du PIB à la fin décembre 2018, mais grimpent à plus de 230% du PIB si on y ajoute les actifs du fonds souverain du pays.

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

## Diminution des billets de 1000 CHF en circulation

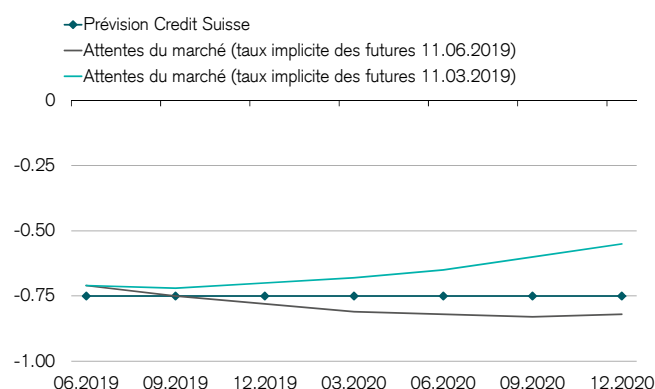
Taux de croissance des billets de banque en circulation, % en glissement annuel



Source: BNS, Credit Suisse

## Pas de changement du taux directeur en vue jusqu'en 2020

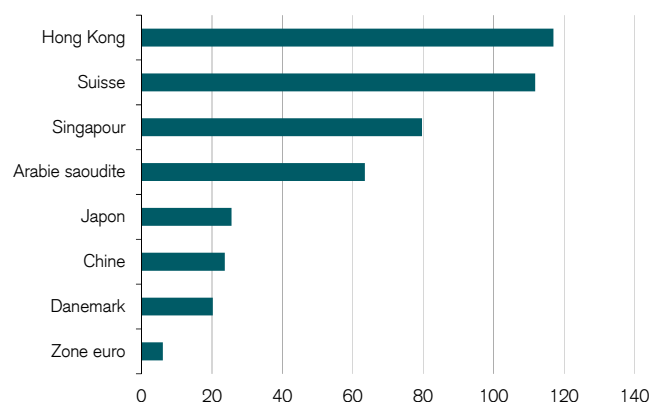
Prévisions pour le LIBOR à 3 mois (taux directeur), en %



Source: Bloomberg, Credit Suisse

## Importantes réserves des pays d'Asie

Réserves de devises officielles, en % du PIB (2018)



Source: FMI, Credit Suisse



## Logements en propriété

Les taux d'intérêt hypothécaires, qui ont de nouveau reculé à très bas niveau depuis la fin 2018 et soutiennent par conséquent la demande, ainsi que la faible expansion de l'offre d'appartements en propriété et de maisons ont entraîné une accélération de la croissance des prix. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2019, les prix des appartements avaient augmenté de 2,6% en glissement annuel (moyenne à long terme: +3,8%), contre une hausse supérieure à la moyenne (+3,2%) de 4,3% pour les maisons individuelles. Au vu de l'essoufflement de l'élan économique, nous anticipons un ralentissement de la dynamique des prix sur le reste de l'année. La croissance des prix des maisons individuelles devrait ici rester plus élevée que celle des appartements.

thomas.rieder@credit-suisse.com

## Logements locatifs

Plus de 5% des logements locatifs sont actuellement vacants. Le taux d'offre (qui mesure la part de biens proposés à la location dans le total du parc) s'est certes stabilisé sur les trimestres passés, mais n'en demeure pas moins proche de son sommet des 13 dernières années. En dehors des meilleures localisations des agglomérations, le pouvoir de marché est de ce fait passé des bailleurs aux locataires. Pour éviter les périodes prolongées d'inoccupation, les premiers n'ont d'autre choix que de diminuer les loyers. Selon Wüest Partner, les loyers des appartements proposés ont baissé de 1,9% au 1<sup>er</sup> trimestre 2019 par rapport au même trimestre de l'année précédente.

fabian.waltert@credit-suisse.com

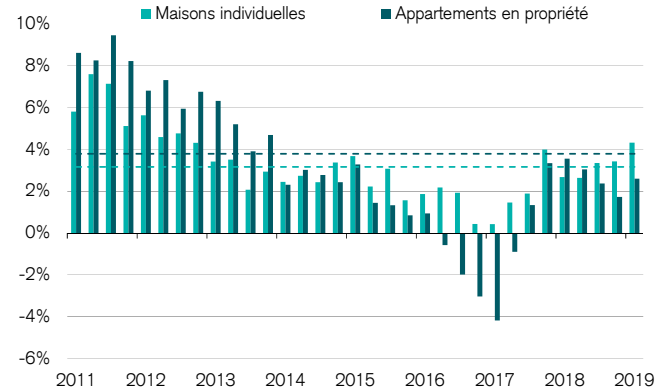
## Surfaces de bureaux

La vigueur conjoncturelle a dopé la croissance de l'emploi de bureau et entraîné la demande de surfaces de bureaux à la hausse en 2018. La croissance de l'emploi total a atteint un sommet au 2<sup>e</sup> trimestre 2018 avec 2,0% puis a légèrement reculé à 1,6% jusqu'à la fin de l'année, sous l'effet surtout de la faible évolution dans la construction et l'hôtellerie-restauration. Ces secteurs comptant relativement peu de postes de bureau, la croissance de l'emploi de bureau n'a pas connu un repli aussi marqué. La demande de surfaces de bureaux devrait néanmoins encore diminuer dans le courant de l'année 2019.

alexander.lohse@credit-suisse.com

## Accélération de la croissance des prix en début d'année

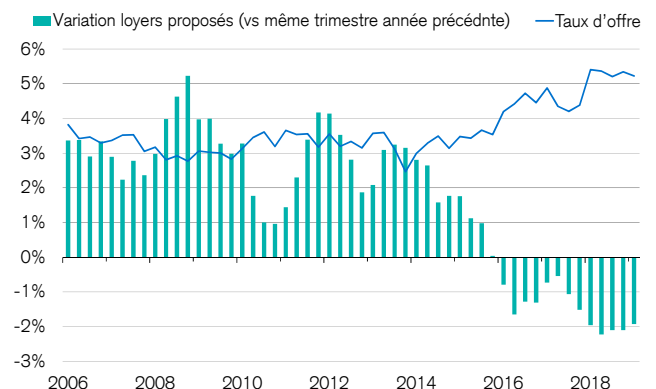
Taux de croissance annuels segment intermédiaire; lignes en pointillés: moyenne 2000-2018



Source: Wüest Partner; dernières données: T1 2019

## Loyers affectés par l'offre élevée

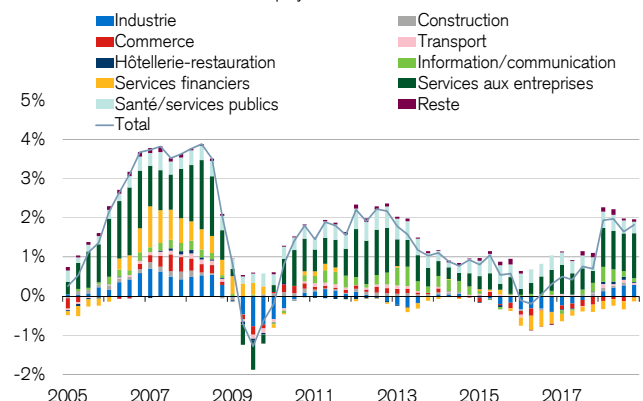
Taux d'offre (en % du parc locatif) et évolution des loyers proposés



Source: Meta-Sys AG, Wüest Partner, Credit Suisse; dernières données: T1 2019

## Ralentissement de la croissance de l'emploi de bureau

Variation annuelle du nombre d'employés de bureau en EPT, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, dernières données: T4 2018



# Indicateurs avancés du Credit Suisse

## Indice des directeurs d'achat (PMI)

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

## Baromètre des exportations du Credit Suisse

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

## Indice CS-CFA Society Suisse

Les analystes financiers mesurent les pulsations même de l'économie. En collaboration avec la CFA Society Switzerland, le Credit Suisse mène depuis 2017 un sondage mensuel auprès de ces observateurs privilégiés: le Financial Market Survey Switzerland<sup>1</sup>. L'enquête porte non seulement sur l'évaluation par les analystes de la situation conjoncturelle actuelle et future ainsi que du taux d'inflation, mais aussi sur leur vision de certains thèmes des marchés financiers, comme l'évolution boursière ou les prévisions de taux d'intérêt. L'indice CS-CFA Society Switzerland à proprement parler représente le solde des attentes quant à l'évolution conjoncturelle en Suisse pour les six prochains mois.

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

## Conjoncture industrielle

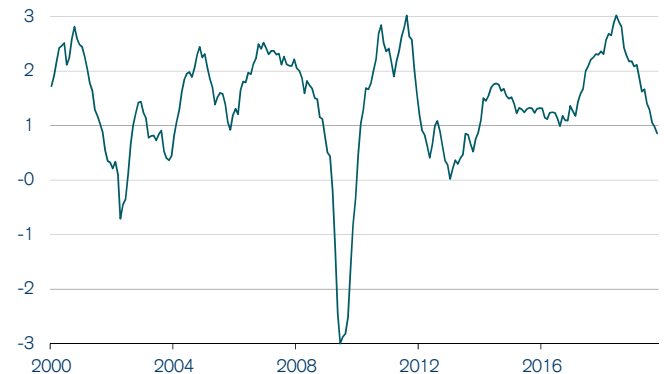
Indice PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

## Exportations

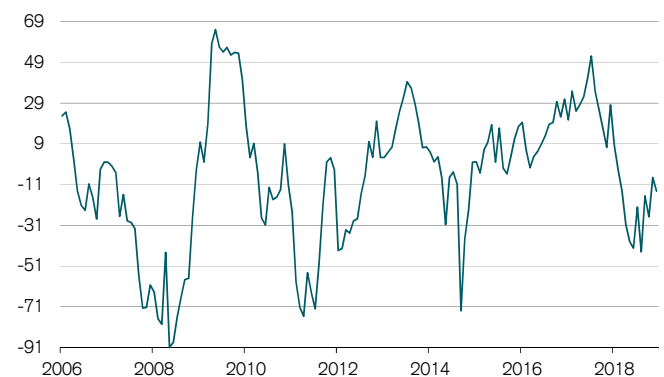
En écarts types, valeurs > 0 = croissance



Source: PMIPremium, Credit Suisse

## Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



Source: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

## Indice de la construction Suisse

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

## PMI des services

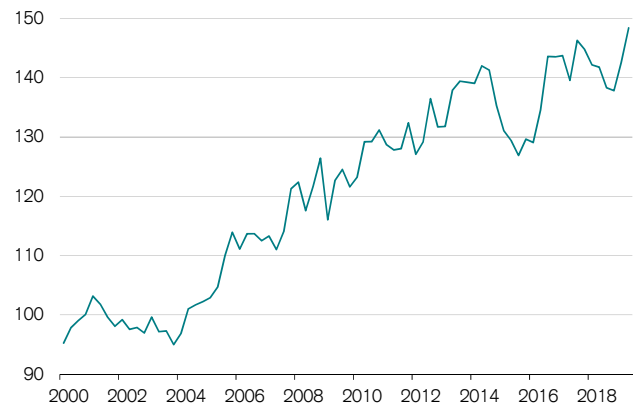
Procure.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent à un accroissement. L'indice est établi sur la base d'une enquête réalisée auprès des responsables achats parmi les prestataires de services suisses. Les questions posées portent sur six composants: activité, nouvelles commandes, carnets de commandes, prix d'achat, prix de vente et effectifs.

## L'indicateur de momentum conjoncturel

L'indicateur de momentum conjoncturel du Credit Suisse (Macro Momentum Indicator – MMI) compile l'évolution actuelle des principaux chiffres économiques suisses en une seule valeur. Pour ce faire, un indicateur standardisé de momentum est calculé sur la base des données issues des agrégats suivants: enquêtes conjoncturelles, consommation, marché du travail, octroi de crédits et exportations. Celui-ci est ensuite pondéré en fonction des corrélations de chaque agrégat avec l'évolution du PIB. Des valeurs supérieures/inférieures à zéro signifient que les indicateurs relatifs à l'économie suisse signalent une accélération/un ralentissement au cours des 3 derniers mois par rapport aux 6 mois écoulés.

## Conjoncture du bâtiment

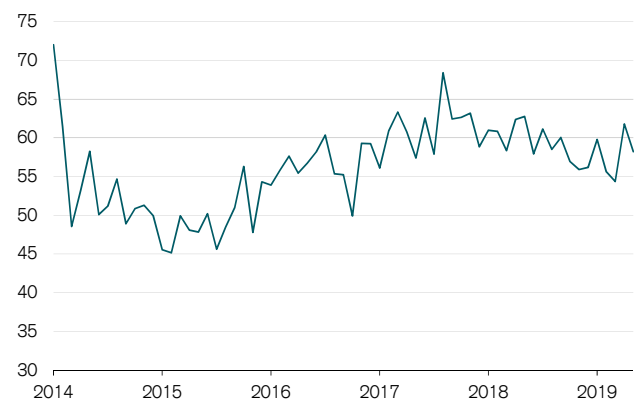
1er trimestre 1996 = 100



Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

## Conjoncture des services

Indice PMI des services > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

## Conjoncture



Source: Datastream, Credit Suisse

# Prévisions et indicateurs

## Prévisions pour l'économie suisse

	2019 T1	2019P T2	2019P T3	2019P T4	2020P T1	2020P T2	2020P T3	2020P T4	2019P	2020P
PIB (comparaison annuelle, en %)	1.7	1.0	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.5	1.8
Consommation privée	0.8	1.1	1.7	1.8	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
Consommation publique	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
Formation brute de capital fixe	0.2	1.3	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.7	1.4	1.8
Investissements de construction	1.3	0.5	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.1
Investissements d'équipement	-0.4	1.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.5	2.0
Exportations (marchandises et prestations)	4.7	2.5	2.5	0.4	3.0	3.0	3.0	3.0	2.5	3.0
Importations (marchandises et prestations)	0.1	2.5	4.2	3.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5
Inflation (en %)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
Chômage (en %)	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5
Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %)	1.5	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
Immigration nette (en milliers)									50	55
Croissance nominale annuelle des salaires (en %)									1.0	1.0
Balance des opérations courantes (en % du PIB)									7.1	7.4

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

## Prévisions pour l'économie mondiale

Prévisions	Prévisions				Structure		Importance pour la Suisse	
	PIB glissement annuel, en %		Inflation glissement annuel, en %		Population en mio	PIB en mrd USD	Part dans les exportations en %	Part dans les impor- tations en %
	2019	2020	2019	2020	2018	2018	2018	2018
Monde	2.8	2.8	2.6	2.4	7'530	84'740	100	100
Etats-Unis	2.6	2.1	1.9	1.9	327	20'494	16.3	6.2
Zone euro	1.0	1.4	1.4	1.5	341	13'669	44.3	61.7
Allemagne	0.6	1.1	1.1	1.4	83	4'000	18.8	27.1
France	1.0	1.3	1.3	1.5	65	2'775	6.5	8.0
Italie	0.1	0.7	1.0	1.3	60	2'072	6.2	9.3
Royaume-Uni	1.3	1.4	1.9	2.1	66	2'829	4.0	3.8
Japon	0.8	0.7	0.6	0.5	126	4'972	3.3	1.7
Chine	6.3	6.0	1.9	2.0	1'395	13'407	5.2	7.1

Source: Datastream, Fonds Monétaire International, Credit Suisse

## Taux d'intérêt et informations de politique monétaire

	Actuel	3 mois	12 mois		Actuel	Mois précédent	Année précédente
Taux directeur de la BNS (en %)	-0.75	-0.75	-0.75	Masse monétaire M0 (mrd CHF)	562.7	568.4	548.0
Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %)	-0.50	-0.4--0.2	-0.1-0.1	Masse monétaire M1 (% , comparaison annuelle)	5.1	5.2	6.9
				Masse monétaire M2 (% , comparaison annuelle)	3.6	3.6	3.7
				Masse monétaire M3 (% , comparaison annuelle)	3.5	3.6	3.3
				Réserves en devises (mrd CHF)	788.0	767.7	787.4

Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

## Information importante

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

## Avertissement sur les risques

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

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

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

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

### Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent 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 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 recommandons 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](http://www.credit-suisse.com/ch/fr/legal.html).

## Entités distributrices

À 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, Dubai, Émirats arabes unis. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Succursale 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 Guernesey 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 Guernesey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernesey 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 © 2019 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

19C012A\_IS

## Autres publications du Credit Suisse

---

---

### **Moniteur immobilier 2e trimestre 2019**

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'Etude immobilière du Credit Suisse.

**6 juin 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.

**11 avril 2019**

---

### **Indice de la construction suisse 2<sup>e</sup> trimestre 2019**

Publication trimestrielle, l'Indice de la construction suisse présente des informations actuelles sur la conjoncture dans la construction ainsi que des évaluations de l'évolution des chiffres d'affaires dans le secteur principal de la construction.

**28 mai 2019**

---

**Le prochain Moniteur Suisse paraîtra en septembre 2019.  
Abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.**



#### **CREDIT SUISSE AG**

Investment Solutions & Products

Postfach 300

CH-8070 Zürich

**credit-suisse.com**