

Schweizer Wirtschaft

# L'économie suisse atteint la limite de ses capacités

- L'indice des directeurs d'achat (PMI) procure.ch pour l'industrie et son pendant pour le secteur des services se sont redressés après leur plongeon du mois dernier.
- Les signes de pénurie se multiplient – mais les entreprises semblent renforcer leurs capacités.

Claude Maurer  
Head of Swiss Macro Analysis & Strategy

Un projet commun avec l'association pour les achats et le supply management:



## PMI industrie

En avril, l'indice des directeurs d'achat (PMI) procure.ch a atteint 63,6 points, soit un niveau bien supérieur à celui du mois précédent (+3,3 points). Le plongeon du mois dernier (-5,2 points) a donc pu être compensé au moins partiellement. Le PMI se maintient ainsi toujours nettement au-dessus du seuil de croissance de 50 points. En dépit des gros titres et des inquiétudes autour des différends douaniers et commerciaux, l'industrie suisse semble donc conserver sa cadence élevée.

Fig. 1: PMI industrie en hausse après le plongeon  
Seuil de croissance = 50



Source: procure.ch, Credit Suisse

**Indice avril 2018: 63,6 points (mars: 60,3)**

■ Variation en glissement mensuel: +3,3 points ↗

■ Variation en glissement annuel: +5,3 points ↗

### 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.

### Tous les sous-indices en zone de croissance

La hausse du PMI fait suite à celle de l'ensemble de ses sous-indices. Avec une progression de 6,7 points à 65,7 points, c'est le sous-indice «production» qui a signé la plus belle avancée. Cette composante affiche parfois de fortes fluctuations en glissement mensuel, comme le démontre le dévissage de 8 points enregistré le mois dernier. La tendance générale témoigne néanmoins d'une activité de production extrêmement dynamique. Le sous-indice «carnets de commandes» brosse également une image réjouissante. À 59,6 points, le niveau des entrées de commandes est en effet supérieur à sa moyenne à long terme.

### Signes de pénurie et de renforcement des capacités

Les sous-indices «délais de livraison» et «prix d'achat» pointent même à des niveaux nettement supérieurs à leur moyenne à long terme (les prix d'achat n'entrent toutefois pas dans le calcul du PMI). Les prix d'achat n'ont atteint de tels sommets que durant quelques mois en 2004 et 2006 (boom et hausse globale des prix des matières premières), ainsi que juste avant le plongeon du mois dernier (cf. fig. 2). De plus, les délais de livraison ont rarement été aussi longs qu'actuellement (cf. fig. 3) – deux signes évidents de pénurie.

Or, une telle pénurie peut faire grimper l'inflation, ralentir la production ou entraîner un accroissement des investissements. Nous ne pensons pas que les prix à la consommation vont nettement augmenter. Mesurée à l'aune de l'indice des prix à la consommation, l'inflation ne devrait que légèrement progresser, passant de 0,5% en 2018 à 0,7% l'année prochaine. En revanche, nous tablons sur une nouvelle accélération des investissements. Et les résultats de la présente enquête semblent le confirmer: la création d'emplois n'a plus été aussi généralisée depuis février 2011 (le sous-indice correspondant s'établit largement au-dessus du seuil de croissance à 61,1 points). Par ailleurs, les entreprises ont encore étoffé leurs achats et leurs stocks de produits semi-finis.

**Fig. 2: Sous-indice «prix d'achat» proche d'un sommet**

Seuil de croissance = 50



Source: procure.ch, Credit Suisse

**Fig. 3: Net allongement des délais de livraison**

Seuil de croissance = 50



Source: procure.ch, Credit Suisse

### Évolution du PMI industrie

		PMI	PMI (s)
2016	Nov.	55,5	55,5
	Déc.	52,8	55,9
2017	Janv.	53,8	55,0
	Fév.	59,6	58,1
	Mars	60,7	57,5
	Avril	60,4	58,3
	Mai	55,9	55,7
	Juin	62,6	60,0
	Juil.	60,4	60,3
	Août	57,9	61,4
	Sept.	60,6	62,2
	Oct.	61,1	61,5
	Nov.	64,6	64,6
	Déc.	61,3	65,6
2018	Janv.	63,9	65,3
	Fév.	67,1	65,5
	Mars	63,5	60,3
	Avril	65,8	63,6

Source: Credit Suisse, procure.ch

### PMI industrie: sous-indices

	supé- rieur (%)	inchan- gé (%)	infé- rieur (%)	Indice	+/-	Indice (s)	+/- (s)
Production	47	40	13	67,4	2,5	65,7	6,7
Carnets de commandes	45	37	18	63,8	2,7	59,6	2,5
Quantités d'achat	40	44	16	61,9	-1,2	58,6	0,8
Prix d'achat	55	41	3	75,9	4,5	72,8	5,4
Délais de livraison	1	40	59	79,3	2,9	77,9	2,6
Stocks de mat. premières	32	50	18	57,0	3,3	54,0	3,6
Stocks de produits finis	22	59	19	51,7	-1,4	50,1	0,1
Emploi	29	64	7	61,1	0,5	61,1	0,9

Ce tableau résume les résultats du récent sondage. Pour chaque sous-indice sont énumérées les parts en % des réponses «supérieur», «inchangé» et «inférieur» par rapport au mois précédent. Le niveau de chaque sous-indice est également spécifié. Le niveau d'un sous-indice se calcule en additionnant le pourcentage de réponses indiquant «supérieur» et la moitié de celui des réponses «inchangé». Le PMI correspond à la moyenne pondérée (les pondérations sont données entre parenthèses) des sous-indices «production» (0,25), «carnets de commandes» (0,30), «délais de livraison» (0,15), «stocks de matières premières» (0,10) et «emploi» (0,20). Selon que le PMI ou un sous-indice est supérieur ou inférieur à 50,0 points, il traduit une amélioration ou une détérioration de la situation.

Source: procure.ch, Credit Suisse

### Enquête servant de base à l'Indice des directeurs d'achat (PMI)

Le Purchasing Managers' Index (PMI) procure.ch est un projet commun de l'association pour les achats et le supply management procure.ch et du Credit Suisse, basé sur une enquête menée chaque mois auprès des membres de procure.ch. Le recensement et l'analyse sont effectués conformément aux critères de l'International Federation of Purchasing and Supply Management, qui font leurs preuves aux États-Unis depuis des décennies. L'association procure.ch se charge de l'organisation du sondage et le Credit Suisse de son analyse et de sa publication.

## PMI services

### Fig. 4: PMI services: repli du mois précédent presque compensé

Seuil de croissance = 50



Source: procure.ch, Credit Suisse

### Indice avril 2018: 62,8 points (mars: 56,8)

- Variation en glissement mensuel: +6,0 points ↗
- Variation en glissement annuel: +1,8 point ↗

### Retour au-dessus des 60 points

Le PMI pour le secteur des services a clôturé au-dessus du seuil de croissance pour le 18<sup>e</sup> mois consécutif en avril, et s'est inscrit à 62,8 points après correction des effets saisonniers. Compensant le creux du mois précédent (56,8 points), l'indice atteint ainsi de nouveau une valeur proche de celle de février (62,9 points). La dynamique soutenue se poursuit donc dans le secteur des services. Les sous-indices affichent également des niveaux très élevés, à l'instar de l'activité commerciale (qui n'a plus été aussi forte depuis plus d'un an), mais aussi des «nouvelles commandes» et «carnets de commandes», qui pointent nettement en zone de croissance.

### Hausse des prix et des effectifs

Les prix restent orientés à la hausse. L'augmentation des prix d'achat se révèle cependant toujours plus généralisée que celle des prix de vente. Le sous-indice «prix d'achat» a atteint 69,7 points, alors que celui des «prix de vente» est parvenu à un niveau de 57,8 points au cours du mois sous revue. Les créations de postes

ont été nombreuses dans le secteur des services et le sous-indice correspondant a grimpé à 57,2 points (cf. fig. 5) – la reprise a fini par atteindre le marché du travail, ce qui renforce sa durabilité.

### Fig. 5: Renforcement des effectifs

Seuil de croissance = 50



Source: procure.ch, Credit Suisse

### Évolution du PMI services

		PMI	PMI (s)
2016	Nov.	66,9	57,6
	Déc.	60,0	58,3
2017	Janv.	52,4	57,8
	Fév.	61,6	62,3
	Mars	67,6	61,5
	Avril	61,1	61,1
	Mai	56,4	58,8
	Juin	63,2	62,1
	Juil.	52,8	60,5
	Août	62,2	67,8
2018	Sept.	62,2	62,9
	Oct.	64,5	61,4
	Nov.	70,8	61,0
	Déc.	59,0	57,5
2018	Janv.	57,1	62,8
	Fév.	62,1	62,9
	Mars	62,1	56,8
	Avril	62,8	62,8

Source: Credit Suisse, procure.ch

### PMI services: sous-indices

	supé- rieur (%)	inchan- gé (%)	infé- rieur (%)	Indice	+/-	Indice (s)	+/- (s)
Activité commerciale	40	49	12	64,1	-4,8	60,8	2,0
Nouvelles commandes	42	46	13	64,6	2,4	66,4	11,5
Carnets de commandes	37	55	8	64,7	1,5	65,3	7,0
Prix d'achat	38	56	6	65,6	5,6	69,7	1,3
Prix de vente	18	75	6	55,8	-2,5	57,8	-4,3
Emploi	19	75	6	56,2	4,2	57,2	2,7

Ce tableau résume les résultats du récent sondage. Pour chaque sous-indice sont énumérées les parts en % des réponses «supérieur», «inchangé» et «inférieur» par rapport au mois précédent. Le niveau de chaque sous-indice est également spécifié. Le niveau d'un sous-indice se calcule en additionnant le pourcentage de réponses indiquant «supérieur» et la moitié de celui des réponses «inchangé». Le PMI correspond à la moyenne pondérée (les pondérations sont données entre parenthèses) des sous-indices «activité commerciale» (0,25), «nouvelles commandes» (0,25), «carnets de commandes» (0,3) et «emploi» (0,20). Selon que le PMI ou un sous-indice est supérieur ou inférieur à 50,0 points, il traduit une amélioration ou une détérioration de la situation.

Source: procure.ch, Credit Suisse

**PMI industrie et ses sous-indices (corrégés des effets saisonniers)**

		PMI	Production	Carnets de commandes	Quantités d'achat	Prix d'achat	Délais de livraison	Stocks de mat. premières	Stocks de produits finis	Emploi
2016	Nov.	55,5	58,1	57,5	55,4	58,5	58,2	47,5	46,7	51,3
	Déc.	55,9	59,4	59,3	54,8	59,7	57,7	46,4	45,2	49,7
2017	Janv.	55,0	56,8	56,4	49,6	63,3	58,3	47,3	48,9	51,8
	Fév.	58,1	60,6	58,6	56,9	62,8	62,1	47,1	50,6	56,7
	Mars	57,5	59,4	59,5	55,1	62,0	61,6	47,2	47,1	54,0
	Avril	58,3	61,1	60,3	56,2	59,6	63,1	46,2	47,8	54,5
	Mai	55,7	53,3	58,8	59,4	56,9	64,4	45,7	42,7	52,7
	Juin	60,0	63,5	60,8	59,9	57,0	65,4	48,3	48,6	56,1
	Juil.	60,3	63,1	63,8	62,2	57,9	63,1	50,2	49,0	54,5
	Août	61,4	65,1	62,8	61,6	63,0	70,0	50,8	48,5	53,7
	Sept.	62,2	61,0	66,0	63,2	66,1	70,7	53,5	46,0	55,9
	Oct.	61,5	59,4	63,6	61,0	70,8	73,6	51,5	50,1	56,9
	Nov.	64,6	66,7	68,0	64,3	69,1	73,0	53,7	47,2	55,9
	Déc.	65,6	65,9	69,7	64,5	70,4	76,6	49,8	51,0	58,6
2018	Janv.	65,3	65,8	69,8	60,7	73,7	78,9	50,6	46,2	55,0
	Fév.	65,5	67,0	65,4	62,9	75,7	77,6	57,9	48,4	58,2
	Mars	60,3	59,0	57,1	57,8	67,5	75,3	50,4	50,0	60,2
	Avril	63,6	65,7	59,6	58,6	72,8	77,9	54,0	50,1	61,1

Source: procure.ch, Credit Suisse

**PMI services et ses sous-indices (corrégés des effets saisonniers)**

		PMI	Activité commerciale	Nouvelles commandes	Carnets de commandes	Prix d'achat	Prix de vente	Emploi
2016	Nov.	57,6	59,5	58,7	59,9	51,9	44,9	50,3
	Déc.	58,3	64,2	61,7	56,5	51,1	47,4	49,2
2017	Janv.	57,8	55,0	63,4	60,2	62,1	56,8	50,5
	Fév.	62,3	64,0	68,4	63,8	63,5	54,7	50,4
	Mars	61,5	64,6	64,3	64,7	67,1	54,8	49,4
	Avril	61,1	63,7	64,8	61,6	60,0	51,8	52,3
	Mai	58,8	64,9	64,8	54,4	61,5	49,7	50,2
	Juin	62,1	65,8	63,9	63,9	57,4	47,6	52,5
	Juil.	60,5	63,6	67,7	60,1	59,3	49,2	47,9
	Août	67,8	73,7	73,9	68,6	62,4	53,0	51,4
	Sept.	62,9	70,3	63,8	64,5	60,1	55,4	50,3
	Oct.	61,4	65,4	64,1	64,4	62,9	51,9	48,7
	Nov.	61,0	65,5	60,7	64,3	62,3	53,1	51,0
	Déc.	57,5	59,1	57,3	61,4	59,4	52,2	50,0
2018	Janv.	62,8	64,9	65,8	63,4	64,6	59,9	55,7
	Fév.	62,9	63,6	67,3	61,6	66,3	59,9	58,4
	Mars	56,8	58,8	54,9	58,3	68,4	62,1	54,5
	Avril	62,8	60,8	66,4	65,3	69,7	57,8	57,2

Source: procure.ch, Credit Suisse

# 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 local 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 décaissant n'est pas garanti(e) et vous pouvez perdre tout ou partie de l'investissement initial.

# Département Investment Strategy

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

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

<https://investment.credit-suisse.com>.

Les notifications sont disponibles sur [www.credit-suisse.com/disclosure](http://www.credit-suisse.com/disclosure)

## Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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

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

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

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

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

## Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassungssuccursale Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **Bahrein:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux clients professionnels et aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **DIFC:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France est placé sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. **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 INPO00002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enre-

gistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C., qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une 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. **Arabie saoudite:** Ces informations sont distribuées par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabie sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Succursale en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited, un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obli-

gations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

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

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

18C011A\_IS

## Imprint

---

### Rédaction

Burkhard Varnholt  
Chief Investment Officer – Swiss Universal Bank  
+41 44 333 67 63  
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

---

### Informations sur d'autres publications d'Investment Solutions & Products

Credit Suisse AG  
Investment Publishing  
case postale 300, CH-8070 Zürich

---

### Internet

<https://investment.credit-suisse.com>

---

### Intranet (pour les collaborateurs)

<https://isr.csinfra.net>

---

### Abonnement (clientèle)

Veuillez prendre contact avec votre conseiller clientèle pour vous abonner à cette publication.

---

### Abonnements et commandes supplémentaires (interne)

Pour des informations sur les abonnements, rendez-vous sur:  
<https://isr.csinfra.net/subscriptions>

---

## Auteurs

---

Claude Maurer  
Head of Swiss Macro Analysis & Strategy  
+41 44 333 41 90  
claude.maurer@credit-suisse.com

## Notre partenaire

---

Andreas Kyburz  
Directeur général procure.ch  
Laurenzenvorstadt 90  
5000 Aarau  
Tel. +41 62 837 57 00  
contact@procure.ch