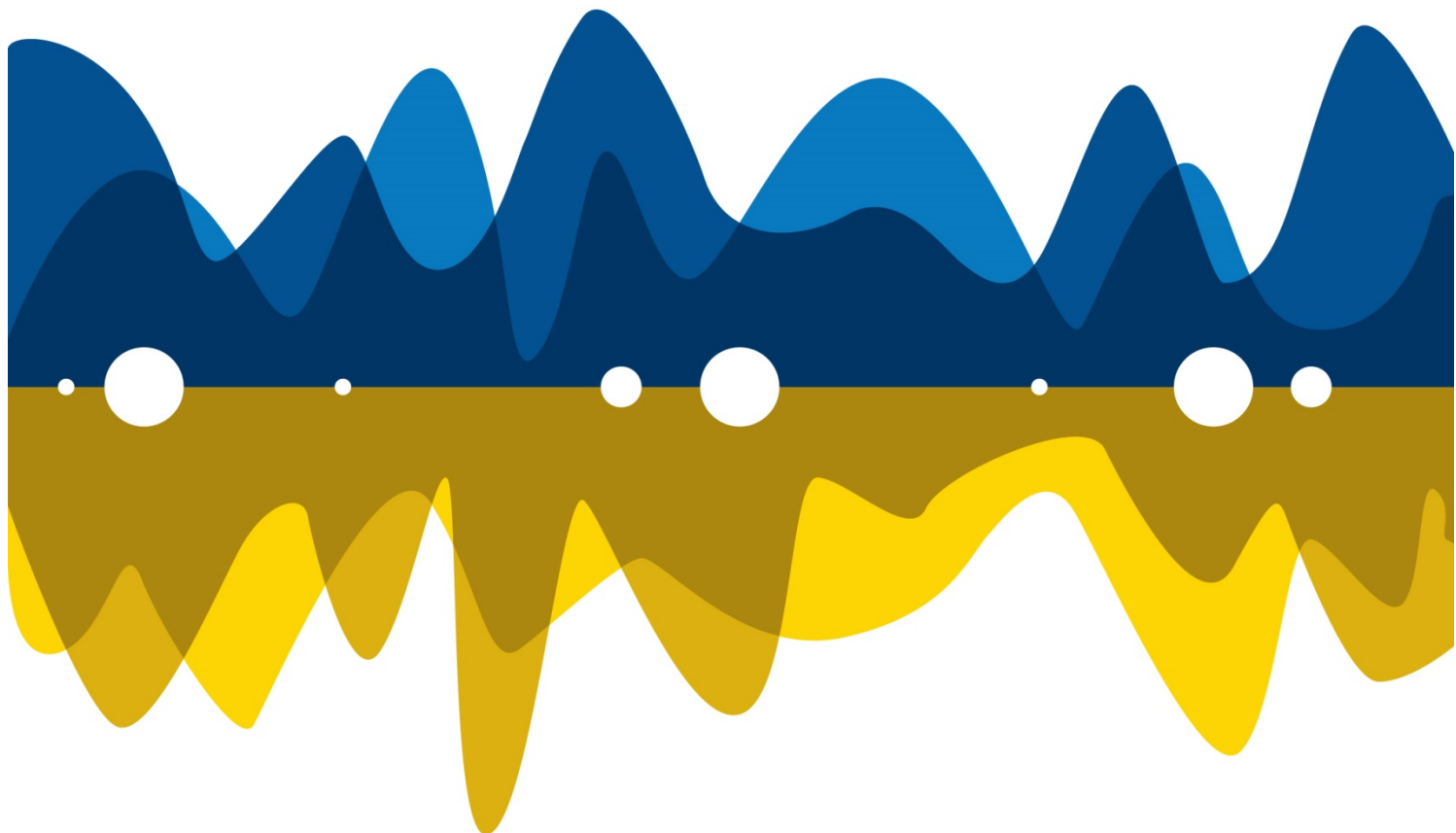


Santé : un marché en croissance sous pression des coûts



Thème spécial
Le système de santé en douze questions

Page 8

Immobilier
Maisons médicales: le vent en poupe

Page 12

Branches
Construction hospitalière – un financement incertain

Page 16

Impressum

Editeur: Investment Solutions & Products

Burkhard Varnholt

Vice Chairman IS&P

Tel. +41 44 333 67 63

E-Mail: burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Dr. Oliver Adler

Chef économiste, CIO Office Suisse

Tel. +41 44 333 09 61

E-Mail: oliver.adler@credit-suisse.com

Commandes

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

Commandes internes via MyShop sous n° Mat 1545772

Abonnements avec publicode MSF (HOST: WR10)

Impression

GDZ print, Zürich

Clôture de rédaction

6 mars 2017

Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.

Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées.

Tous droits réservés.

Participation

Tomasz Limberger

Chère lectrice, cher lecteur,

La présente édition du «Moniteur Suisse» se penche sur les différentes facettes du secteur suisse de la santé. Mais pourquoi des économistes bancaires vont-ils s'attaquer à ce type de sujet complexe, «atypique» et encore hautement politique? Nous voyons au moins trois raisons à cela: d'abord, la santé s'est transformée au cours des dernières années en une branche économique largement diversifiée, qui contribue significativement à l'emploi et au bien-être en Suisse. Dans notre pays, les dépenses de santé représentent plus de 10% de la performance économique annuelle (env. 70 mrd CHF) et près d'un actif sur 10 travaille dans ce secteur. L'évolution de la branche sera donc déterminante pour l'ensemble du tableau économique futur de la Suisse.

Dans un pays marqué par une prospérité croissante comme la Suisse, une augmentation disproportionnée de la «consommation» de produits (de luxe) et de services de grande valeur, tels que ceux mis à disposition par la santé, est tout à fait probable et à envisager de façon positive, selon les économistes. Dans le même temps, il convient également de se demander dans quelle mesure les fausses incitations (résultant notamment de la combinaison de l'obligation d'assurance avec un catalogue de prestations qui s'élargit) conduisent à une surconsommation et à une surproduction de ces biens et services, et ainsi à d'éventuelles réductions d'autres dépenses. Les plaintes concernant l'«explosion» des frais de santé et des primes des caisses d'assurances maladie sont un indicateur possible de mauvaise répartition macroéconomique.

La deuxième raison pour laquelle les économistes se sont penchés sur la santé est liée aux implications de l'expansion des frais évoquée plus haut en matière de politique financière. Malgré l'intention initiale de couvrir la majorité des dépenses de santé en Suisse par l'assurance personnelle, le financement public (c'est-à-dire du contribuable) a constamment augmenté dans la santé. En 2013, les subventions cantonales aux infrastructures et prestations hospitalières d'intérêt public s'élevaient à près de 3.5 mrd CHF et les dépenses publiques totales pour la santé, y compris la réduction de primes, ont progressé de 18 mrd CHF en 2008 à 23 mrd CHF en 2014. Or si cette tendance se poursuit, l'équilibre du financement est menacé.

Enfin, notamment en raison de la pression sur les coûts dans le domaine de la santé, de nouvelles sources de financement doivent être trouvées et de nouvelles possibilités de financement des infrastructures doivent être envisagées, ce qui représente la troisième motivation de notre analyse. Compte tenu du fait que les rendements sur les obligations de haute qualité vont probablement stagner à long terme à des niveaux historiquement bas, les marchés de capitaux devraient pouvoir jouer un rôle significatif dans le financement de projets au sein des infrastructures de santé (en particulier des hôpitaux et des établissements médico-sociaux), même si ceux-ci ne fournissent que des rendements modérés. Comme le montre l'article page 16, certaines garanties publiques pourraient certes être nécessaires dans le futur, mais les marchés financiers pourraient parfaitement contribuer à la transparence financière et ainsi à l'amélioration du rendement dans le secteur de la santé.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.



Thomas Gottstein
CEO Credit Suisse (Schweiz) AG



Oliver Adler
CIO Office Suisse

Sommaire

| | |
|--|-----------|
| Contexte mondial | 5 |
| L'amélioration de la conjoncture mondiale se poursuit et nous attendons une croissance supérieure à l'année précédente en 2017. L'inflation devrait augmenter au 1er trimestre, pour se stabiliser ensuite à un niveau plus bas. | |
| Conjoncture Suisse | 6 |
| En 2017, l'économie suisse devrait croître de 1,5%, plus fortement qu'en 2016 (1,3%) et nettement plus qu'immédiatement après l'appréciation du franc en 2015 (0,8%). Par ailleurs, la croissance devrait être plus largement répandue. | |
| Thème spécial: santé | 8 |
| La santé est un bien tout aussi précieux – sans doute même inestimable – que coûteux. Au vu du débat controversé sur le système de santé qui en résulte, nous nous sommes attelés à répondre aux douze principales questions en la matière. | |
| Immobilier | 12 |
| L'importance de l'économie participative a également augmenté dans le domaine de la santé ces dernières années – comme le démontrent les maisons médicales, regroupant médecins généralistes, dentistes et autres spécialistes. | |
| Agenda politico-économique | 14 |
| Nous constatons que les caisses-maladie et les firmes pharmaceutiques sont les plus représentées au sein des Chambres fédérales et, fait remarquable, par les mêmes parlementaires – ce qui ne facilite sans doute pas le contrôle réciproque. | |
| Placements | 15 |
| Le secteur de la santé offre une croissance bénéficiaire attrayante et des rendements en dividende stables, tout en affichant une grande résistance aux replis des marchés. Ceci dit, les actions des prestataires de santé ne sont pas exemptes de risques. | |
| Branches | 16 |
| Les hôpitaux suisses veulent investir 16 mrd CHF dans leur infrastructure sur les 20 prochaines années. Les projets concernent ici aussi l'indispensable modernisation, dont une partie devrait se révéler impossible à financer sans moyens publics. | |
| Politique monétaire | 22 |
| Le taux directeur négatif instauré par la Banque nationale suisse (BNS) a considérablement réduit les marges sur dépôts des banques. Pour compenser ce manque à gagner, celles-ci ont été en mesure d'accroître leurs marges sur crédits. | |
| Indicateurs avancés du Credit Suisse | 24 |
| Prévisions et indicateurs | 26 |

Contexte mondial

Accélération continue de la croissance mondiale

L'amélioration de la conjoncture mondiale se poursuit et nous attendons une croissance supérieure à l'année précédente en 2017. L'inflation devrait augmenter au 1er trimestre, pour se stabiliser ensuite à un niveau plus bas.

Le climat positif au sein des entreprises US laisse supposer un prochain relèvement des taux de la Fed

Malgré le peu de détails concrets sur la politique budgétaire révélés par le nouveau gouvernement américain depuis son investiture, les données conjoncturelles demeurent robustes depuis le début de l'année. Les indicateurs de tendance pour les entreprises et les consommateurs se maintiennent notamment à très haut niveau, et le taux d'inflation augmente lentement. La Fed envoie par conséquent déjà de premiers signaux quant à l'éventualité d'une hausse des taux directeurs plus rapide que lors des deux dernières années. Nous tablons sur trois relèvements de taux en 2017.

Reprise plus durable en vue dans la zone euro; la BCE pourrait adopter un cap moins expansionniste

En dépit de tous les risques politiques, la conjoncture est également solide dans la zone euro. Exception faite de l'Italie et de la Grèce, la reprise semble de plus en plus auto-alimentée. Pour les mois à venir, nous anticipons une croissance toujours soutenue, qui devrait permettre de diminuer encore le chômage et donc soutenir la consommation privée. Les facteurs positifs comme les bas taux d'intérêt, l'augmentation graduelle des prêts accordés, les prix relativement stables des matières premières et la faiblesse de l'EUR créent ici les conditions requises. En pareil contexte, la question de savoir à quel moment et à quel rythme la BCE va réduire ses achats obligataires devrait de plus en plus occuper les acteurs du marché.

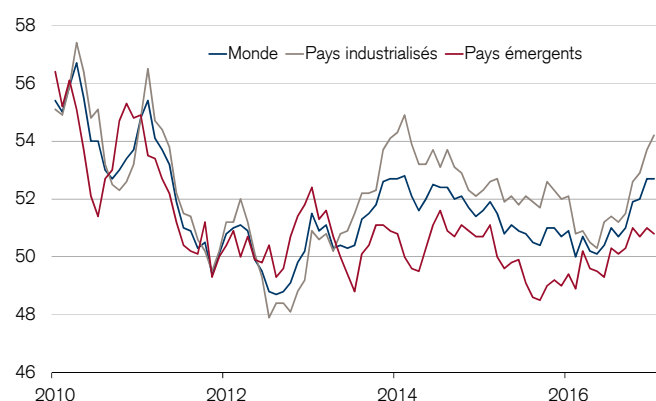
La reprise mondiale soutient aussi les pays émergents, mais la dynamique est plus contenue

L'embellie de la conjoncture mondiale se reflète également dans les pays émergents, bien que la dynamique n'y soit pas aussi marquée. Cela tient notamment au fait que la croissance chinoise se stabilise davantage qu'elle s'accélère, tandis que l'Inde subit toujours les conséquences de la dévaluation monétaire, dont elle ne semble se remettre que lentement. En Russie, la conjoncture s'améliore rapidement et le climat au sein des entreprises n'a plus été aussi positif depuis 2011. Au Brésil, la confiance des entreprises reste en revanche en berne. Mais le gouvernement progresse dans ses réformes et la banque centrale peut assouplir sa politique monétaire grâce au recul de l'inflation.

bjjoern.eberhardt@credit-suisse.com

Économie mondiale: poursuite de la croissance

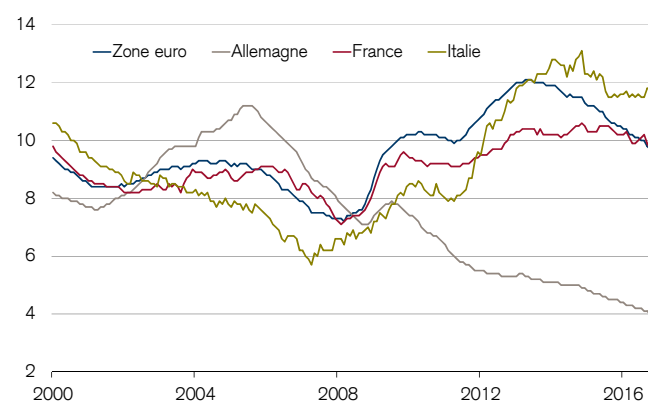
Niveau, indices des directeurs d'achat pour l'industrie de transformation



Source: Datastream, Credit Suisse

Baisse du taux de chômage dans la zone euro

En % de la population active



Source: Datastream, Credit Suisse

Conjoncture Suisse

La croissance économique va continuer à accélérer

En 2017, l'économie suisse devrait croître de 1,5%, plus fortement qu'en 2016 (1,3%) et nettement plus qu'immédiatement après l'appréciation du franc en 2015 (0,8%). Par ailleurs, la croissance devrait être plus largement répartie.

La faible fin d'année ...

À première vue, le bilan du dernier trimestre semble morose: selon le Secrétariat d'État à l'économie (SECO), l'économie domestique a progressé seulement de 0,1% au 4^e trimestre 2016 par rapport au trimestre précédent, les investissements et les exportations étant même en recul. Une observation plus précise permet cependant de relativiser d'éventuelles craintes conjoncturelles. D'abord, la consommation privée – le plus large pilier de la croissance économique – a été robuste et, ensuite, c'est précisément le secteur pharmaceutique par ailleurs en plein essor (chimie incluse) qui a entraîné les chiffres à la baisse.

... empêche de voir l'accélération de la reprise en 2016

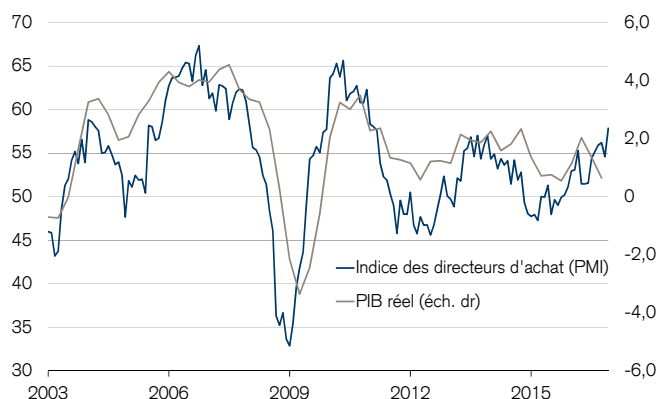
Les exportations pharmaceutiques fluctuent en général fortement d'un mois sur l'autre, il ne faut donc pas donner trop d'importance à des chiffres individuels. D'un côté, la palette hétérogène des produits rend difficile la comparaison dans le temps et, d'un autre côté, les modifications dans la chaîne de création de valeur des deux poids lourds de la pharmacie jouent un rôle très important. Environ deux tiers des exportations pharmaceutiques sont à mettre au compte de Roche et Novartis, et environ 75% de celles-ci sont à attribuer à des envois au sein des groupes. Dans ce cadre sont importés cinq fois plus de produits pharmaceutiques que ce que le marché domestique absorbe, des indices d'une activité commerciale et de transformation soutenue. Si l'on considère l'ensemble de l'année 2016, l'évolution semble nettement meilleure, en particulier grâce aux bons chiffres de l'industrie pharmaceutique. Autant les volumes exportés (+4,5%) que les investissements (+4,1%) ont nettement progressé. Globalement, l'économie helvétique a clôturé l'année 2016 sur une progression de 1,3%.

Perspectives positives pour la nouvelle année

Une nouvelle année pleine de promesse a commencé: la confiance n'a pas été aussi forte depuis des années. L'indice des directeurs d'achat (PMI), qui repose sur une enquête dans le secteur manufacturier, a atteint en février son plus haut niveau depuis avril 2011. Et la montée de notre baromètre des exportations reflète une solide demande en biens d'exportation suisses dans les pays acheteurs. On peut donc penser que davantage de branches verront leurs exportations progresser et investiront plus dans l'attente d'une évolution favorable des commandes. En janvier 2017, la confiance des consommateurs, un indicateur relevé trimestriellement par le SECO, était à son plus haut niveau depuis juillet 2014. Au vu de cette situation de départ positive, nous nous tenons à notre prévision de croissance de 1,5% de l'économie helvétique en 2017.

Le PMI signale une croissance en hausse

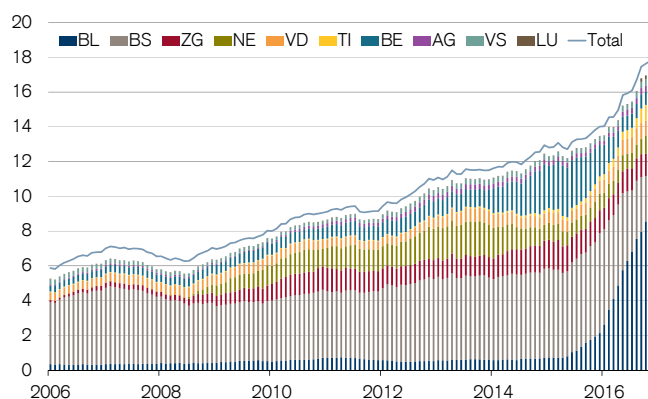
PMI, croissance du PIB en glissement annuel, en %



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

Bâle domine les exportations pharmaceutiques

Exportations pharmaceutiques suisses aux USA en mrd CHF (moyenne sur 12 mois)



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Conjoncture Suisse | Moniteur

Inflation

En Suisse, les pressions inflationnistes sont toujours pratiquement inexistantes. Les taux d'inflation devraient en effet légèrement augmenter cette année, mais atteindre déjà un premier sommet au quatrième trimestre. Cette évolution s'explique toutefois majoritairement par des «effets de base». Si, au début de l'année, les prix du pétrole ont le plus contribué à la montée du taux d'inflation, d'autres composantes devraient y veiller pendant la deuxième partie de l'année. Comme les effets de base sont par définition de nature provisoire, le taux d'inflation moyen en 2018 devrait se maintenir à un niveau bas. Nous laissons inchangées à 0,5% nos prévisions pour 2017 et 2018.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Marché du travail

L'année passée, l'emploi était légèrement en recul pour la première fois depuis 2009 (-0,1% par rapport à l'année précédente). Dans le secteur industriel, la baisse s'est même élevée à 1,4%, ce qui correspond à environ 55 000 postes. Ce recul n'a pu être que partiellement compensé par la croissance de l'emploi dans les secteurs proches de l'État. La situation sur le marché du travail s'est stabilisée au deuxième semestre 2016 et le taux de chômage est depuis de nouveau légèrement descendu. D'après les enquêtes, davantage d'entreprises prévoient même une augmentation des effectifs plutôt qu'une réduction de postes. Nous attendons pour 2017 de nouveau une légère hausse des emplois et une évolution latérale du taux de chômage.

sascha.jucker@credit-suisse.com

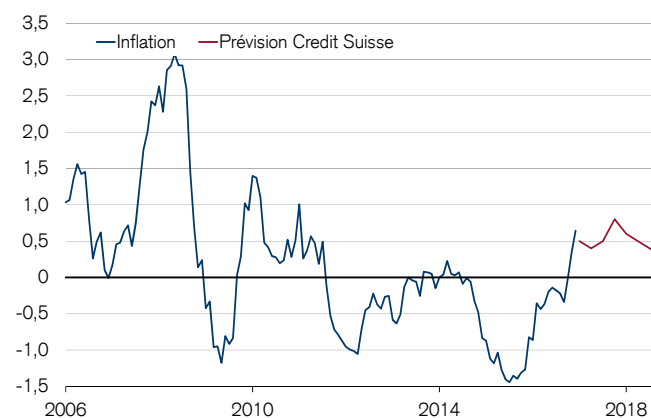
Immigration

Avec un solde de 61 000 personnes, l'immigration a été en recul en 2016 pour la troisième fois consécutive. Grâce à une meilleure conjoncture et à l'embellie sur le marché du travail, cette tendance baissière devrait toutefois nettement ralentir en 2017. Par ailleurs, l'introduction de la liberté totale de circulation avec la Roumanie et la Bulgarie le 1^{er} juin 2016 a déjà conduit à une hausse de l'immigration issue de ces deux pays. La hausse des contingents des États tiers de 1000 personnes ainsi que le nombre toujours élevé des décisions d'asile s'inscrivent également en soutien. Dans l'ensemble, nous anticipons une immigration nette de 60 000 personnes en 2017.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Progression modérée du taux d'inflation

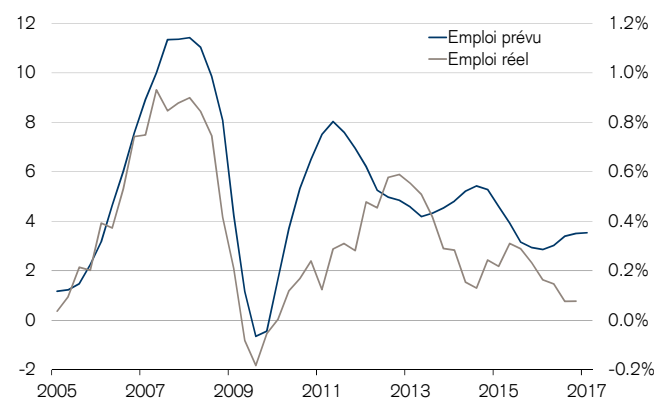
En % en évolution annuelle



Source: Datastream, Credit Suisse

Les prévisions d'embauche pointent sur une croissance de l'emploi

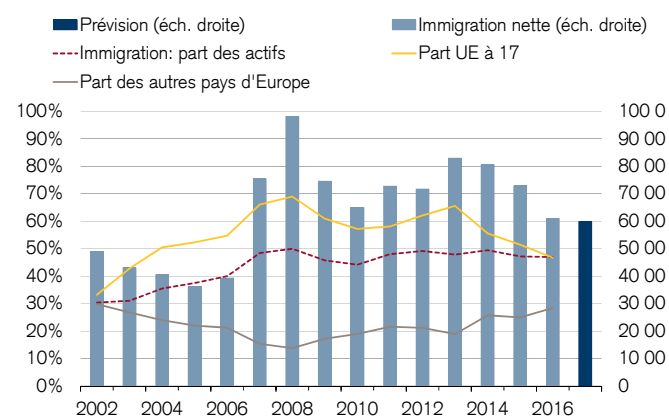
Solde «augmentation» moins «réduction» en points de pourcentage et croissance de l'emploi corrigée des variations saisonnières par rapport au trimestre précédent en % (éch. de dr.), moyenne annuelle



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

L'immigration devrait se stabiliser en 2017

Immigration nette de la population résidente permanente (y c. Suisses)



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Thème spécial: santé

Le système de santé en douze questions

La santé est un bien tout aussi précieux – sans doute même inestimable – que coûteux. Au vu du débat controversé sur le système de santé qui en résulte, nous nous sommes attelés à répondre aux douze principales questions en la matière.

Le système de santé suisse est-il trop coûteux en comparaison internationale?

Plus de 10% de la performance économique annuelle (env. 70 mrd CHF) sont consacrés à la santé dans notre pays, le plaçant en haut du classement européen – devant la Grande-Bretagne, l'Allemagne ou le Danemark, mais très loin derrière les États-Unis, leader incontesté. En termes de densité de médecins et de nombre de lits d'hôpitaux par habitant, la Suisse ne s'illustre pas non plus en comparaison internationale, tout en n'atteignant pas un faible score. Et les coûts salariaux unitaires dans la santé et l'action sociale y sont certes 69% supérieurs à ceux des pays de l'UE-15, mais sont en Suisse aussi généralement plus élevés qu'à l'étranger, l'écart s'établissant ainsi même à 81% pour l'économie nationale. Ceci dit, les médecins helvétiques disposent de plus d'équipements que leurs homologues étrangers, comme le montre l'exemple des appareils d'imagerie par résonance magnétique (IRM). Avec quelque 22 dispositifs d'IRM par million d'habitants, la Suisse se classe 3^e des pays de l'OCDE et affiche un faible taux d'utilisation des scanners d'IRM en comparaison internationale. Cet exemple pourrait indiquer un certain suréquipement des hôpitaux helvétiques.

Qui paie la facture des frais de santé?

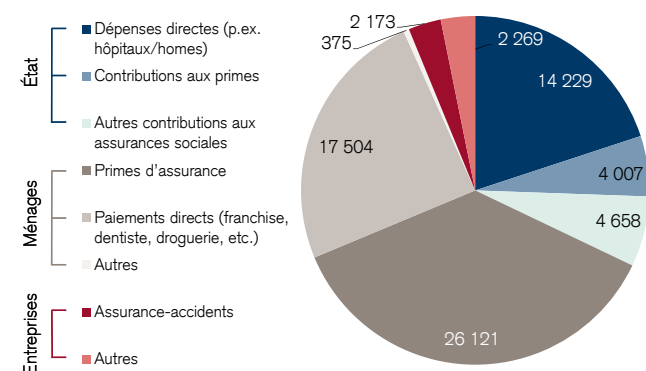
En tant qu'«instigateurs» de la dépense, les patients suisses ne payent directement qu'un quart des frais de santé (cf. fig.), p. ex. sous la forme de franchise ou d'honoraires de dentiste. Plus d'un tiers des coûts (36%) est indirectement couvert par les primes d'assurance-maladie, presque un tiers (32%) par les impôts et le reste essentiellement par l'assurance-accidents.

Le système de santé est-il efficace?

À l'instar de tous ses pairs mondiaux, le système de santé suisse présente des inefficiences. Il n'est ainsi pas rare que la demande soit induite par l'offre («ce qui est offert est consommé»). Les tarifs diffèrent aussi fréquemment du prix de marché théorique et sont définis à l'échelon politique (p. ex. TARMED). La mise en réseau des prestataires est en outre souvent lacunaire (dossier électronique du patient). Dans divers domaines comme les soins gériatriques et les hôpitaux, les traitements sont aujourd'hui trop souvent dispensés en stationnaire, alors qu'ils pourraient l'être en ambulatoire (cf. article p. 16). Et le fait qu'une part réduite seulement des prestations doive être réglée en propre entraîne de toute évidence des incitations inopportunes à la surconsommation. Compte tenu de la complexité de la matière, les estimations se révèlent toutefois extrêmement imprécises et, par conséquent, très divergentes.

Sources de financement du système de santé

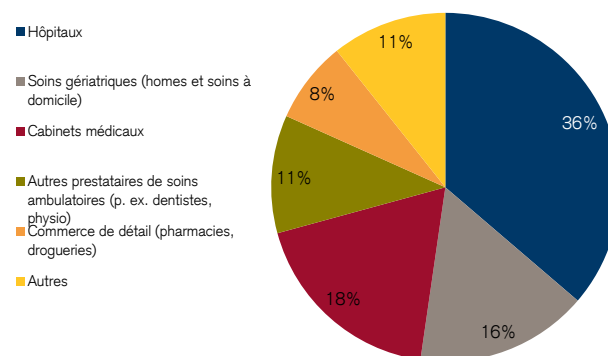
En mio. CHF, 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Dépenses dans le système de santé

Part dans le total des dépenses ventilée par prestataire, en %, 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Les soins sont-ils plus efficaces dans le domaine dentaire que pour les parties du corps à la charge des caisses?

Afin d'identifier les incitations inopportunes susceptibles de découler du paiement indirect des prestations médicales par les caisses-maladie, il convient de comparer les traitements médicaux et les soins dentaires, ces derniers étant presque intégralement réglés directement par le patient. Après correction des effets démographiques, les coûts par habitant ont progressé d'env. 40% entre 2000 et 2014 pour les traitements médicaux, contre seulement 25% pour les soins dentaires. Attribuer cet écart de 15% aux seules incitations inopportunes du système d'assurance-maladie serait toutefois exagéré. D'autres motifs sont aussi envisageables. Sur 2000–2014, l'éventail des traitements médicaux «normaux» s'est ainsi élargi bien plus rapidement que dans le domaine dentaire. La différence ne s'explique pas non plus par l'augmentation de l'efficacité et des prix des médicaments, puisque les coûts des cabinets médicaux sans prescription se sont inscrits en hausse de 46% sur la même période.

Comment se décomposent les frais de santé en Suisse?

Avec près de 36% des dépenses, les hôpitaux constituent le principal groupe de prestataires du système de santé (cf. fig.), suivis des cabinets médicaux (18%) et des établissements médico-sociaux (16%). Ces 10 dernières années, les coûts ont augmenté le plus rapidement pour les cliniques de réadaptation et les soins à domicile, et assez lentement pour les pharmacies. En chiffres absolus, les hôpitaux et cabinets médicaux ont cependant le plus contribué à la progression des dépenses du fait de leur part élevée. Les frais de santé sont ici surtout des coûts de personnel et les charges liées aux salaires devraient représenter quelque 70% du total.

Pourquoi les frais de santé augmentent-ils d'année en année?

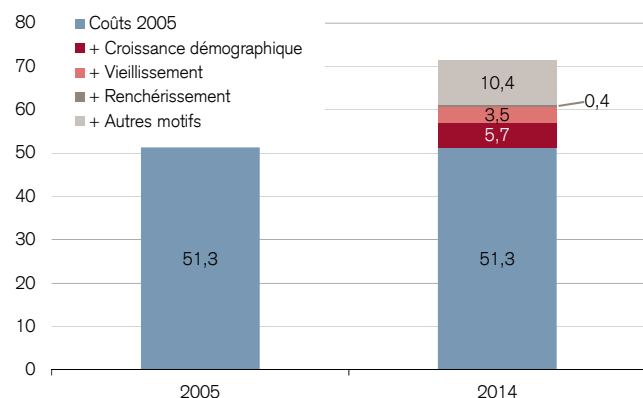
En Suisse, les frais de santé ont augmenté d'un tiers en l'espace de 10 ans, pour de multiples raisons souvent interdépendantes (cf. fig.). Selon nos estimations, le progrès médical, la consommation individuelle accrue, les incitations inopportunes liées au paiement indirect par les caisses-maladie ainsi que l'administration et la réglementation de la dernière décennie sont responsables de la hausse des dépenses de santé à concurrence de 52% (recensés sous «Autres motifs» dans la fig.). L'augmentation des coûts s'explique aussi par des facteurs démographiques, à savoir la croissance et le vieillissement de la population – la part de ce dernier étant toutefois fréquemment surestimée. D'après les estimations, le vieillissement a contribué à la progression des dépenses à hauteur de 18% seulement sur les 10 dernières années. L'allongement de l'espérance de vie en particulier n'est ici qu'une cause secondaire. Une grande partie des coûts survient en effet pendant la dernière année de vie – et ce, indépendamment de l'âge. Sur la même période, près de 28% de la hausse des dépenses étaient imputables à la croissance démographique.

À quel rythme les frais de santé vont-ils encore augmenter?

Les frais de santé vont très probablement continuer d'augmenter sur les années et décennies à venir. Selon nos simulations, ils devraient progresser de 3,2% par an en moyenne jusqu'en 2040 (cf. fig.). La part des dépenses de santé dans la performance économique est ainsi appelée à s'accroître à presque 15%. Env. 15% de la hausse prévue sont imputables à la croissance démographique, 18% au vieillissement de la population (arrivée à un âge avancé de la génération des baby-boomers), 11% au renchérissement et 56% à d'autres motifs (progrès technologique, inefficiences du système de santé ou recours accru à celui-ci, etc.). Si les caisses de pension continuent à couvrir les frais de santé dans les mêmes proportions qu'aujourd'hui, les primes par habitant vont presque doubler dans l'assurance de base. La prime mensuelle moyenne de

Motifs à l'origine de la croissance des coûts, 2005–2014

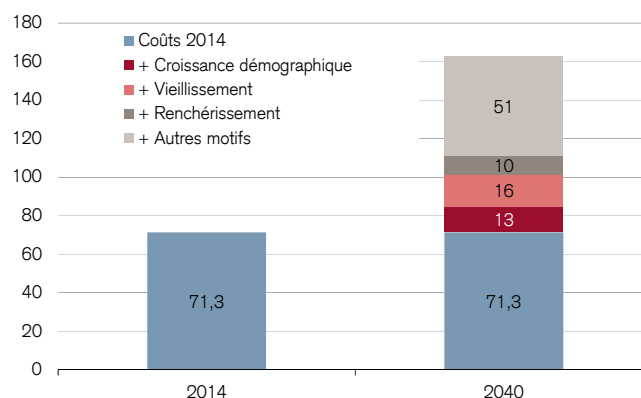
En mrd CHF



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Motifs envisagés de croissance des coûts d'ici à 2040

En mrd CHF



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

l'assurance-maladie obligatoire pourrait ainsi passer de 274 CHF en 2015 à 517 CHF en 2040 tous modèles d'assurance et groupes d'âge confondus – soit une progression de 44% après correction du renchérissement.

À combien se montent les dépenses de santé d'un ménage?

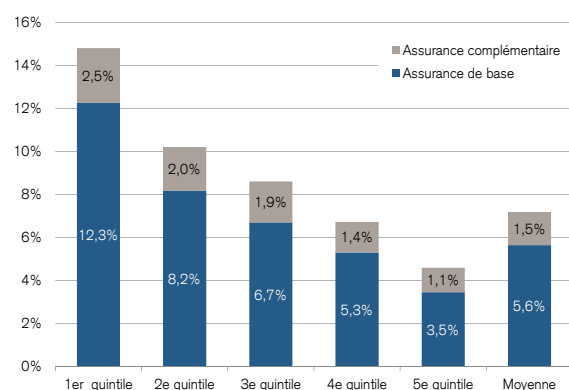
Les ménages suisses consacrent en moyenne près de 7% de leur revenu brut aux primes d'assurance-maladie (cf. fig.), la majorité (5,6%) étant dépensée pour l'assurance de base. La charge financière des primes d'assurance-maladie est la plus lourde pour les plus bas revenus. Pour les ménages percevant un revenu mensuel moyen inférieur à 5021 CHF, les dépenses de caisse-maladie représentent quelque 15% du revenu brut, contre seulement 4,6% pour les catégories touchant un revenu supérieur à 13 688 CHF. La charge effective pesant sur les bas revenus devrait cependant être moins élevée grâce aux réductions de primes, octroyées à près de 2,2 millions de personnes en Suisse en 2014 – soit 27% de l'effectif d'assurés. En plus des primes d'assurance-maladie, les ménages effectuent d'autres dépenses: les médicaments, les appareils médicaux ainsi que les prestations médicales et hospitalières totalisent 2,6% du revenu brut. Le poids effectif de ces coûts dans le budget des ménages dépend toutefois de l'ampleur du remboursement par l'assurance-maladie. Selon les estimations de l'OFS, les remboursements devraient représenter environ un tiers de ces dépenses.

Les primes d'assurance-maladie dopent-elles la croissance du PIB?

La rubrique «soins de santé» est un pilier stable de la croissance de la consommation. Au cours des 10 dernières années, les dépenses de santé additionnelles ont contribué à la progression de la consommation privée à hauteur de presque 25%. L'utilisation des prestations de santé n'a pas cessé d'augmenter, c'est-à-dire qu'elle n'a pas suivi le rythme de l'évolution économique générale. Les primes d'assurance-maladie constituent ainsi une sorte de «consommation forcée». Les ménages financent ici quasiment leur propre consommation passée ou future de prestations de santé ou encore celle d'autres ménages. Par conséquent, les augmentations de primes viennent directement gonfler la consommation privée (et découlent d'une demande accrue). Selon les estimations, une hausse de prime de 5% ajoute 0,3 point de pourcentage à la croissance de la consommation et env. 0,2 point de pourcentage à la croissance économique. Le fait que la consommation d'autres biens puisse diminuer sous l'effet de la charge de primes plus lourde n'est ici pas pris en compte. Ce phénomène est certes envisageable, mais ne peut être quantifié faute de données et en raison de la structure de financement complexe (réductions de primes, financement via les impôts, etc.).

Poids des primes d'assurance-maladie

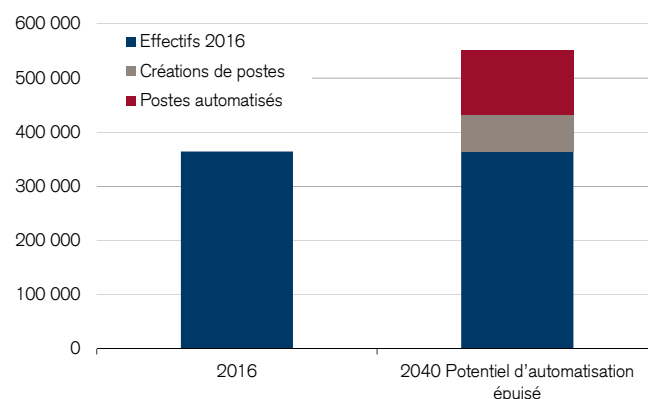
En % du revenu mensuel brut des ménages par classe de revenu, 2012-2014*



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse; *hors ménages collectifs (p. ex. établissements médico-sociaux)

Emploi dans le secteur de la santé – prévision

Emploi dans la santé (y c. établissements médico-sociaux), prévisions Credit Suisse



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Pourquoi les primes d'assurance-maladie ne sont-elles pas intégrées dans l'IPC?

L'évolution des primes d'assurance-maladie n'entre pas directement dans le calcul de l'indice des prix à la consommation (IPC, qui mesure le renchérissement), parce qu'elle n'est pas principalement liée à la hausse des prix, mais à l'augmentation de la consommation de prestations médicales. Par définition, l'IPC mesure uniquement la progression des prix et non celle des coûts globaux, également pour les prestations de santé. Généralement, les prix des «soins de santé» ont même légèrement diminué ces 10 dernières années, essentiellement grâce à la baisse des prix des médicaments. Cela signifie que les primes ont augmenté surtout afin de financer le recours accru aux prestations de santé – ou leur amélioration –, de sorte que la «consommation forcée» précitée a progressé. Ces dépenses additionnelles pour les prestations de santé ou la solidarité peuvent certes avoir limité les autres achats de nombreux ménages, mais cela n'a aucun rapport avec le renchérissement au sens propre (donc la stabilité monétaire).

La moitié des actifs suisses travailleront-ils bientôt dans le secteur de la santé?

Un poste sur dix est aujourd'hui pourvu dans la santé, chiffre qui devrait passer à un sur sept en 2040 (cf. fig.). Le secteur de la santé (y c. établissements médico-sociaux) emploie actuellement près de 360 000 personnes (en EPT) et nous anticipons une augmentation de 185 000 postes d'ici à 2040. Près de 14% des effectifs seraient ainsi actifs dans ce domaine. Au vu de la pénurie de personnels spécialisés dont pâtit d'ores et déjà la branche, une telle progression semble difficilement réalisable, de sorte que la pression à l'automatisation devrait nettement s'accroître. Les processus d'arrière-plan tels que diagnostics, administration, etc., devraient être de plus en plus automatisés ou numérisés.

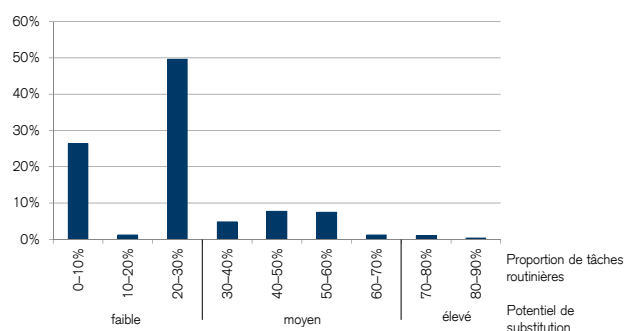
Serons-nous bientôt soignés par des robots?

Dans les études sur le marché du travail, ce sont essentiellement les tâches routinières qui sont considérées comme automatisables. La part de telles activités dans un métier permet donc d'en déduire le potentiel d'automatisation. Selon ce mode de comptage, en moyenne 23% des tâches seraient automatisables dans la santé – soit nettement moins que dans l'économie globale (39%). En termes de métier exercé, le potentiel d'automatisation est faible pour une grande partie des professionnels de santé, moyen pour 25% d'entre eux et élevé pour une proportion très réduite seulement (cf. fig.). Dans l'hypothèse d'un potentiel d'automatisation totalement exploité dans la santé, le besoin de postes d'ici 2040 diminuerait, tombant à 67 000 (contre 185 000 sans accélération de l'automatisation). Une utilisation intégrale du potentiel d'automatisation théorique semble toutefois irréaliste dans la santé justement, puisque la branche propose des prestations très axées sur les consommateurs: les patients veulent être traités par des personnes à l'avenir également.

Selon Dengler et Matthes (2015), le potentiel de substituabilité mesuré à l'aune de la proportion de tâches routinières est défini comme suit: 0%–30%: faible potentiel (p. ex. médecins spécialistes); 30%–70%: potentiel moyen (p. ex. assistants médicaux); 70%–100%: potentiel élevé (p. ex. techniciens).

Potentiel de substituabilité dans le secteur de la santé

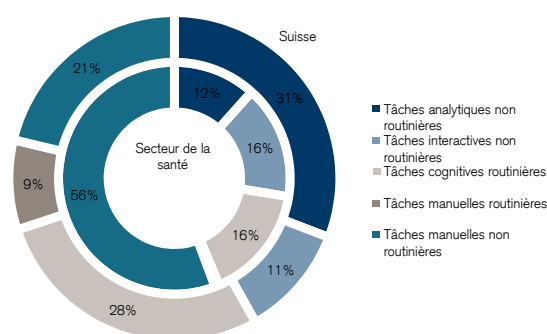
Part dans l'emploi de la branche de la santé, pondérée par les effectifs par métier



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

Part de métiers par activité principale

Cercle extérieur: tous les métiers en Suisse; cercle intérieur: métiers de la santé (y c. établissements médico-sociaux), 2013/2014



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

Immobilier

Essor des maisons médicales

L'importance de l'économie participative a également augmenté dans le domaine de la santé ces dernières années – comme le démontrent les maisons médicales, regroupant médecins généralistes, dentistes et autres spécialistes.

Augmenter la rentabilité en exploitant les synergies

En règle générale, les maisons médicales regroupent sous un même toit des cabinets médicaux et des spécialistes indépendants les uns des autres sur le plan légal et entrepreneurial. Cela dit, la tendance va également à des structures gérées de façon professionnelle, où les médecins sont soumis à des relations de travail conventionnelles. Dans ce type de centres, l'entreprise dans son ensemble profite de la distinction établie entre expertise médicale et entrepreneuriale. Proposer différentes prestations spécialisées sous un même toit permet d'accompagner les patients pendant plusieurs phases de la maladie, leur offrant ainsi un suivi global plus efficace. Horaires d'ouverture plus longs, prise en charge rapide, consultation sans rendez-vous et proximité figurent parmi les nombreux atouts des maisons médicales. Dans le cas de chaînes de telles maisons, il est même possible de gérer les dossiers sur plusieurs sites, offrant aux patients davantage de flexibilité dans le choix du lieu. Les maisons médicales permettent par ailleurs de répartir sur plusieurs utilisateurs les dépenses élevées liées à l'acquisition et à l'entretien des appareils médicaux. Le meilleur taux d'utilisation des équipements, les économies faites lors de l'achat de médicaments et de bandages, de l'administration et de l'accueil des patients, ainsi que l'approche professionnelle en matière de marketing et d'acquisition de nouveaux clients sont autant d'autres synergies ayant un impact direct sur le succès opérationnel des maisons médicales.

Les maisons médicales permettent des formes de travail modernes

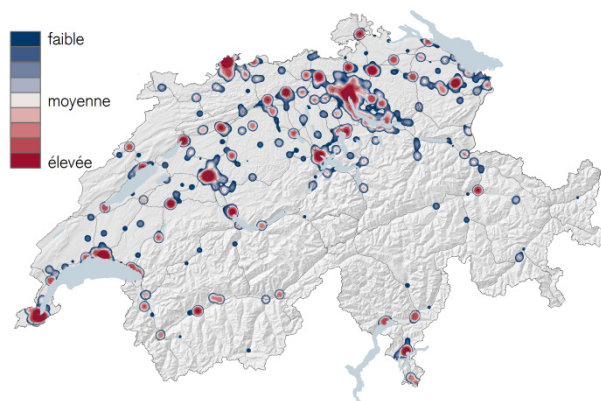
Pour les collaborateurs, les conditions d'emploi sont plus flexibles. Peu populaire, le service de piquet peut être réparti sur plusieurs personnes, le temps partiel est applicable à tous les profils de poste et les vacances et autres absences sont plus faciles à compenser. Pour les jeunes mamans et médecins débutants notamment, cette flexibilité constitue un argument de taille lors du choix de l'employeur. Il n'est pas rare que les cabinets médicaux traditionnels situés en zone périphérique aient du mal à assurer leur succession, de nombreux jeunes médecins n'étant plus disposés à supporter les inconvénients liés aux cabinets individuels.

Une mutation structurelle au détriment des cabinets individuels

Le succès des maisons médicales en Suisse se révèle cependant différent d'une région à l'autre. La mutation structurelle au détriment des cabinets individuels devrait néanmoins se poursuivre dans les années à venir, les jeunes médecins s'orientant plus volontiers vers des cabinets communs ou des maisons médicales et la majorité des cabinets individuels étant tenus par des médecins âgés de 60 ans et plus, dont une bonne partie va bientôt partir à la retraite. Pour toutes ces raisons, le potentiel de croissance des maisons médicales nous semble élevé.

Maisons médicales: concentration dans les centres

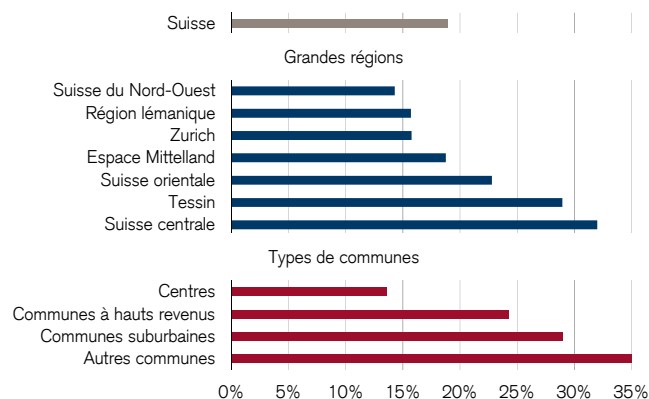
Concentration géographique des maisons médicales en Suisse, 2014



Source: Office fédéral de la statistique, Geostat, Credit Suisse

Progression des maisons médicales 2011–2014

Augmentation du nombre de maisons médicales en %, par agrégat



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Les régions en dehors des grands centres suivent la même tendance

L'évolution dynamique dans ce domaine peut être mesurée à l'aide d'analyses statistiques. Pour ce faire, nous avons examiné l'ensemble des centres suisses en fonction de la composition de l'emploi. Nous avons ainsi classé l'ensemble des cabinets de médecine générale, de spécialiste et de dentiste dans lesquels sont employés un minimum de dix équivalents plein temps comme maisons médicales. Selon notre recensement, il existait plus de 1300 maisons médicales dans notre pays en 2014, soit une hausse de 210 unités ou 19% en trois ans (cf. fig.). Si la croissance absolue s'est révélée la plus marquée dans les centres (plus de 100 nouvelles maisons), les communes suburbaines et périphériques affichaient des taux de progression relatifs plus élevés. Cela s'explique sans doute par un nombre de maisons existantes plus important dans les centres et donc par une phase de consolidation plus avancée (cf. fig.). La situation en termes de taux de croissance régionaux se révèle similaire: les régions ne possédant pas de grand centre ont enregistré une croissance relative importante, Tessin et Suisse centrale en tête. Dans cette dernière, la progression du nombre de nouvelles maisons médicales atteint près de 33% par rapport au parc existant.

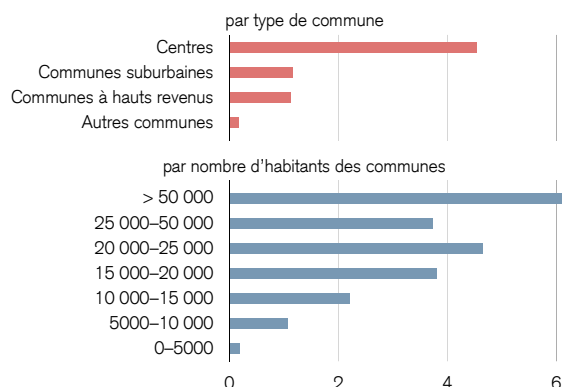
Accessibilité par les transports: un critère déterminant

La densité de maisons médicales est donc la plus importante dans les grands centres (cf. fig.), mais se révèle faible dans les communes de moins de 15 000 habitants. Dans les communes plus petites, où la population est inférieure à 5000 habitants, les maisons médicales conformes à notre définition restent l'exception. L'examen détaillé des microsituations démontre que la plupart des bâtiments recensés sont implantés sur des sites affichant une excellente accessibilité, tant par les transports publics que par le transport individuel motorisé (cf. fig.). Pour exploiter pleinement l'avantage lié à ce dernier, il est cependant souhaitable de disposer de parkings pour les clients à proximité immédiate des bâtiments. Les maisons médicales occupent donc généralement des localisations centrales facilement accessibles. En revanche, le trafic piéton est un facteur moins décisif, raison pour laquelle les sites un peu moins fréquentés, mais moins onéreux situés sur des axes secondaires sont également envisageables.

fabian.huerzeler@credit-suisse.com

Communes à forte densité de maisons médicales

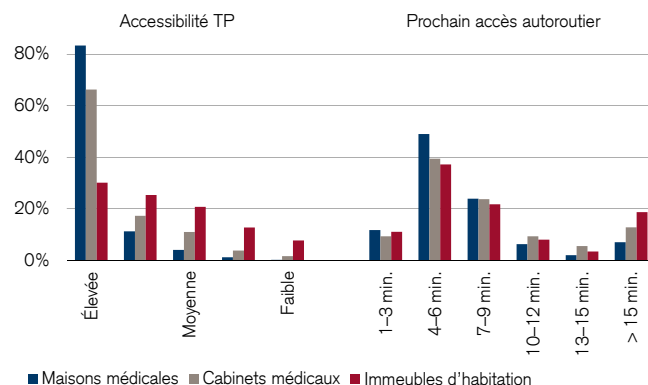
Nombre moyen d'employés dans les maisons médicales pour 1000 habitants, 2012



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Caractéristiques des maisons médicales à l'échelle micro

Répartition par caractéristiques de localisation, 2012



Source: Office fédéral de la statistique, Office fédéral du développement territorial, Credit Suisse

Agenda politico-économique

De la politique de santé suisse

Nous constatons que les caisses-maladie et les firmes pharmaceutiques sont les plus représentées au sein des Chambres fédérales et, fait remarquable, par les mêmes parlementaires – ce qui ne facilite sans doute pas le contrôle réciproque.

Une motion sur sept débattue au niveau fédéral concerne la santé

Le système de santé suisse est très étroitement lié à la politique, tant sur le plan du financement que sur celui de l'organisation. Dans ce domaine, la Confédération, les cantons et les communes dépensent chaque année presque 23 mrd CHF par l'intermédiaire de différents canaux. Simultanément, les dépenses de santé privées dépendent aussi fortement de la politique, principalement via la fixation des contributions et d'autres paramètres (p. ex. TARMED) de l'assurance-maladie obligatoire. Et les montants sont ici également très importants: les paiements pour l'assurance-maladie obligatoire s'élèvent à env. 26 mrd CHF par an. Il n'est donc pas surprenant que les thèmes ayant trait à la politique de la santé fassent l'objet de débats animés au Parlement. Chaque année, le Conseil national et le Conseil des États examinent quelque 250 affaires parlementaires relatives au système de santé, dont une sur cinq est une motion. En 2016, presque 10% des interventions parlementaires et 15% des motions concernaient la santé. Cela donne aux groupes d'intérêts l'opportunité de participer directement à l'élaboration de la réglementation.

Intérêts des caisses-maladie et des firmes pharmaceutiques bien représentés

L'organisation du système de santé incombe principalement aux commissions de la sécurité sociale et de la santé du Conseil national et du Conseil des États. C'est pourquoi nous analysons plus en détail les liens d'intérêts déclarés des membres des commissions, lesquels sont recensés sur lobbywatch.ch, la plateforme Internet pour une politique transparente. Par lien d'intérêts, on entend p. ex. un mandat au sein d'un conseil de fondation ou d'administration. Les parlementaires ayant des liens d'intérêts avec les caisses-maladie sont très bien représentés: au Conseil national, ce sont sept membres de la commission sur 13 et au Conseil des États, neuf sur 25. Suivent le «Groupe parlementaire médecine complémentaire» avec 12 parlementaires, également bien représenté en dehors des commissions, puis, à la 3^e place avec neuf parlementaires, la «Communauté d'intérêts en recherche et innovation biomédicales» qui défend les intérêts d'Interpharma, l'association des entreprises pharmaceutiques suisses.

Les liens d'intérêts croisés compliquent le contrôle réciproque

Fait intéressant, presque tous les parlementaires associés à Interpharma ont aussi des liens avec les caisses-maladie, ce qui devrait les dissuader d'exiger des baisses des prix des médicaments pour les utilisateurs finaux. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous comparons les liens d'intérêts dans la santé avec ceux dans le domaine des transports, où il est aussi question d'importants postes de dépenses et de redistribution. Les commissions des transports et des télécommunications (également 13 et 25 membres) comportent des groupements de lobbying puissants, avec onze parlementaires rattachés au transport individuel, cinq à la branche de la logistique/des transports et quatre à la mobilité douce. Certains parlementaires affichent même des liens d'intérêts tant avec le transport individuel qu'avec la logistique/les transports, mais les liens d'intérêts croisés avec la mobilité douce font p. ex. défaut. Dans ce cadre, la configuration au sein des commissions de la sécurité sociale et de la santé est tout à fait spéciale, mais ne peut pas être tenue pour responsable du blocage lors de grands projets de réforme visant la santé. La révision de la structure tarifaire TARMED a jusqu'à présent échoué à l'étape des négociations entre caisses, médecins et hôpitaux et le projet «Managed Care» a été rejeté par les électeurs.

lukas.gehrig@credit-suisse.com

Placements

Prévisions de rendements robustes

Le secteur de la santé offre une croissance bénéficiaire attrayante et des rendements en dividende stables, tout en affichant une grande résistance aux replis des marchés. Ceci dit, les actions des prestataires de santé ne sont pas exemptes de risques.

Des moteurs de croissance intacts

Les actions du secteur de la santé ont surperformé le marché au cours des 5 dernières années (cf. fig.). La branche offre en outre encore un potentiel de robuste croissance bénéficiaire. D'une part, l'évolution démographique mondiale devrait entraîner les dépenses de santé à la hausse sur fond d'accroissement de la population totale et du nombre de personnes âgées. Les plus de 60 ans représentent aujourd'hui presque 13% de la population de la planète, une proportion appelée à augmenter à près de 22% en 2050. D'autre part, la classe moyenne en plein essor dans les pays émergents affiche un besoin croissant en soins de santé (cf. fig.).

Les débats politiques: source d'incertitudes

Ces derniers mois, les actions des prestataires de santé ont toutefois pâti du débat sur les prix des médicaments aux États-Unis. Les décisions politiques influent considérablement sur l'évolution des cours des titres de la santé puisque les gouvernements du monde entier jouent un rôle majeur dans ce domaine, aussi bien en tant qu'autorités réglementaires que de demandeurs. Les tentatives visant à réduire les dépenses de santé et la remise en question des traitements au rapport coût/efficacité défavorable devraient certes peser sur la rentabilité des entreprises de la branche. Mais les produits très efficaces qui justifient des prix supérieurs ainsi que les efforts des entreprises en vue d'investir davantage dans des processus plus efficaces compensent ces effets négatifs. En Suisse, les firmes pharmaceutiques consacrent p. ex. plus d'un tiers de leurs dépenses à la recherche et au développement.

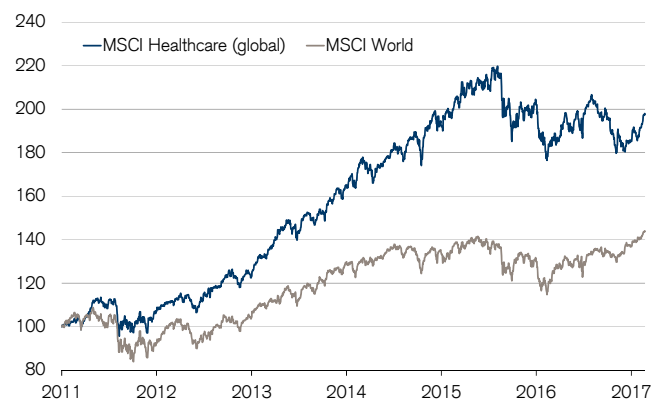
Forte dépendance des innovations

Bien qu'elles se soient dans le passé illustrées par une extrême résistance aux replis conjoncturels et des rendements en dividende stables, les actions de la santé ne sont pas exemptes de risques. Outre les décisions politiques, les innovations influent très fortement sur le succès du secteur. Même si les entreprises exploitent efficacement leurs ressources, elles n'ont généralement, pour préserver leur pipeline de produits, pas d'autre choix que d'acheter des innovations parfois coûteuses développées par des tiers. Sur le front des titres individuels, une analyse détaillée de la future évolution du pipeline est par conséquent indispensable.

burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Surperformance des actions de la santé face au marché

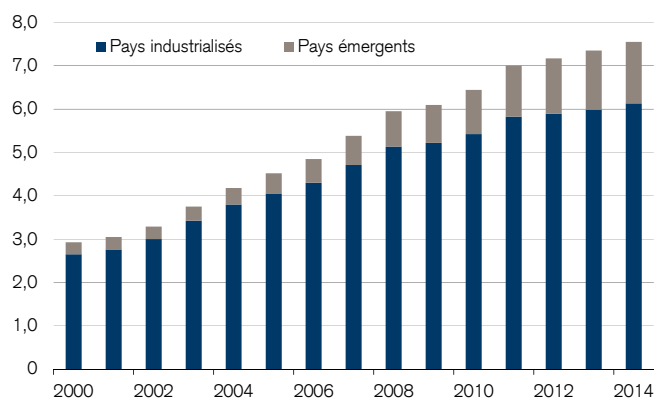
Indice de rendement global (janvier 2011 = 100)



Source: Bloomberg, Credit Suisse; dernières données au 22.02.2017

Augmentation continue des dépenses de santé mondiales

En milliards USD



Source: Banque mondiale, Credit Suisse

Branches

Construction hospitalière – un financement incertain

Les hôpitaux suisses veulent investir 16 mrd CHF dans leur infrastructure sur les 20 prochaines années. Les projets concernent ici aussi l'indispensable modernisation, dont une partie devrait se révéler impossible à financer sans moyens publics.

Besoin de rattrapage en matière d'investissements dans l'infrastructure hospitalière

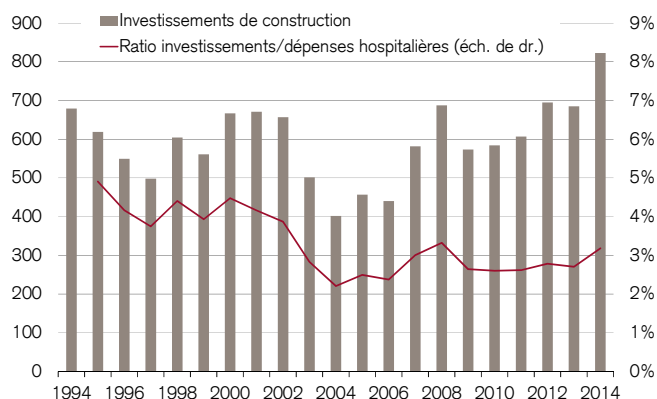
Selon les sources publiques disponibles, des constructions hospitalières pour un volume d'environ 16 mrd CHF sont actuellement planifiées en Suisse, et d'autres projets sommeillent sans doute encore dans certains tiroirs. Cette somme peut sembler énorme à première vue, mais il convient de la relativiser. La plupart des projets doivent être concrétisés sur une période de 10 à 20 ans, ce qui correspond à un volume d'investissement moyen de 0,8 à 1,6 mrd CHF par an, soit 3% à 6% des dépenses hospitalières totales actuelles. Certes, c'est plus que ce que les hôpitaux ont investi dans leur infrastructure ces 20 dernières années (env. 3,2% en moyenne, cf. fig.), mais ces investissements étaient sans doute trop faibles. Bon nombre des hôpitaux existants ont été érigés dans les années 1960, 1970 et 1980 et ont grand besoin d'une rénovation. En dépit de cette situation, les voix redoutant que ce boom de la construction puisse entraîner des surcapacités et des lacunes de financement se multiplient.

Le nouveau financement hospitalier crée des incitatifs à l'investissement

Depuis l'introduction du nouveau financement hospitalier en 2012, les établissements reçoivent des forfaits par cas, qui couvrent non seulement l'exploitation courante, mais aussi les investissements. Désormais, ces sont donc les hôpitaux qui sont en principe responsables des constructions neuves et de remplacement – et non plus les cantons. Sur fond de pression sur les coûts dans la santé et de forte densité d'hôpitaux de soins aigus, la concurrence autour des patients s'est sensiblement accrue depuis l'introduction du nouveau financement. Les hôpitaux disposant d'infrastructures obsolètes sont ici désavantagés: d'une part, ils semblent moins attractifs aux patients et, d'autre part, leurs installations sont moins bien adaptées aux soins modernes, d'où des coûts d'exploitation élevés. Rien d'étonnant donc à ce que les hôpitaux souhaitent rénover leurs infrastructures. Dans les régions à forte densité hospitalière par rapport à la demande existante, cette évolution risque de se traduire par des surinvestissements, d'autant plus que la planification hospitalière s'arrête souvent à la frontière du canton, voire de la commune – à l'opposé de l'objectif du nouveau régime de financement. Dans certaines zones, l'on parle même de «course à l'armement», ce qui pourrait conduire à ce que les nouveaux hôpitaux soient incapables de couvrir leurs coûts. La concrétisation d'un tel scénario dépend en grande partie de la future évolution de la demande par rapport à l'offre, et de la capacité des hôpitaux à supporter eux-mêmes leurs investissements.

Début d'un boom dans la construction hospitalière

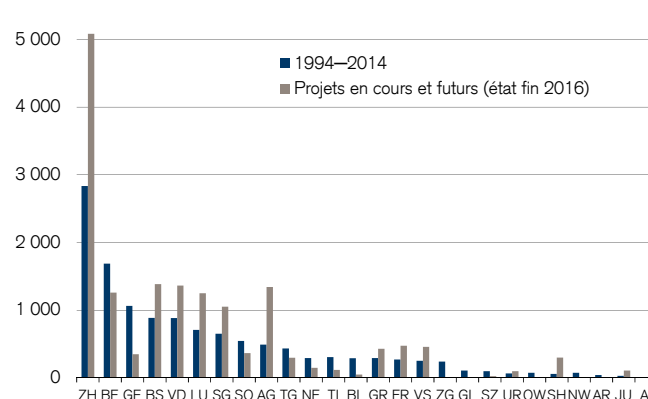
Investissements de construction en mio. CHF; ratio investissements/dépenses hospitalières



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Des milliards d'investissements dans plusieurs cantons

Projets hospitaliers connus, par rapport aux investissements passés en mio. CHF



Source: Office fédéral de la statistique, Medinside.ch, sites Web des hôpitaux, Credit Suisse

La croissance de la demande n'implique que peu de lits supplémentaires

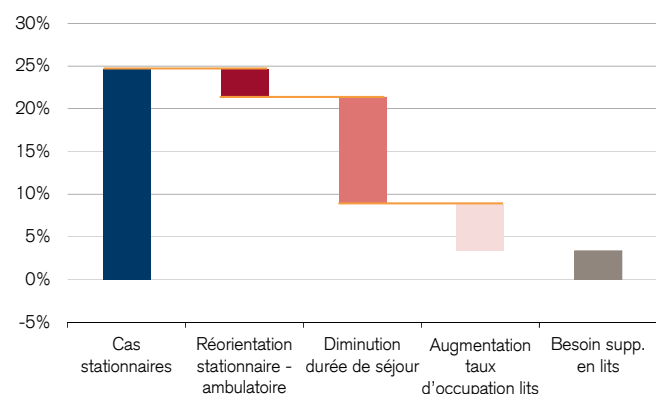
Sur fond de poursuite de l'évolution médico-technique et de vieillissement démographique, la demande de prestations hospitalières devrait continuer à croître. En partant de l'hypothèse d'un taux d'hospitalisation en très légère augmentation par tranche d'âge, la progression des traitements stationnaires devrait atteindre 25% d'ici à 2030 (cf. fig.). Ce type de traitements génère aujourd'hui près de 75% des revenus hospitaliers helvétiques. Cela dit, la part du domaine ambulatoire augmente rapidement et cette évolution devrait perdurer. L'entreprise de conseil PwC estime p. ex. que plus de 200 000 patients aujourd'hui stationnaires pourraient être traités en ambulatoire à l'horizon 2030. Les modifications indispensables de la structure tarifaire ne semblent toutefois que difficilement imposables sur le plan politique, raison pour laquelle ce chiffre constitue sans doute un maximum. Nous pensons que l'objectif de réorientation sera atteint aux deux tiers en 2030, ce qui devrait réduire le nombre de lits requis d'environ 40 000 unités. Par ailleurs, nous estimons que la durée de séjour moyenne des cas stationnaires va passer d'actuellement 5,6 jours à 5,0 jours sous l'effet du progrès médical et que la pression à l'efficacité va faire progresser le taux d'occupation moyen des lits de 81% aujourd'hui à 85%. La réorientation vers le domaine ambulatoire et la réduction de la durée de séjour n'ont certes que peu d'effet modérateur sur le besoin en médecins, salles d'opérations et autres appareils de diagnostic, mais font effectivement baisser le nombre de lits requis. En d'autres termes, la demande d'infrastructures hospitalières devrait continuer à croître, mais le nombre de lits stationnaires nécessaires à l'échelle nationale ne devrait pas ou peu augmenter. Seules exceptions: les régions dans lesquelles la demande de prestations hospitalières va connaître une progression supérieure à la moyenne, celles dans lesquelles le taux d'occupation des lits est d'ores et déjà élevé (cf. fig.) et celles qui, p. ex. en raison d'une excellente qualité des soins, attireront toujours plus de patients d'autres régions. Cet effet qualitatif peut être considérable, comme l'ont montré les années passées (cf. fig.), mais se révèle impossible à anticiper.

Investissements de remplacement pour l'essentiel, mais parfois aussi d'extension

Il convient à présent de comparer l'extension planifiée de l'offre à l'évolution de la demande. Les coûts estimés de bon nombre de projets sont certes déjà connus, mais les sources publiques disponibles ne font que rarement mention du nombre de lits planifié ou d'autres éléments quantitatifs concernant les infrastructures. Les quelques projets pour lesquels nous disposons de tels chiffres brossent une image peu homogène. La majeure partie des 16 mrd CHF prévus devrait être allouée à des investissements de remplacement et de modernisation. Certains hôpitaux projettent cependant également une extension modérée de leur capacité en termes de lits (comme dans le canton de Zurich: +10% d'ici à 2025). La planification actuelle semble donc s'orienter vers un léger accroissement du nombre de lits, et non vers une diminution (tendance qui doit encore se vérifier). Cela se traduira-t-il par des surcapacités régionales? Difficile à dire au regard des données disponibles. Dans les régions où la densité d'offre est déjà très élevée et où la croissance de la demande devrait se révéler modeste (p. ex. à Berne et Bâle, cf. Credit Suisse, 2013: «Le marché hospitalier en mutation»), la légère augmentation du nombre de lits pourrait cependant entraîner des surcapacités.

Hausse de la demande, mais pas du nombre de lits requis

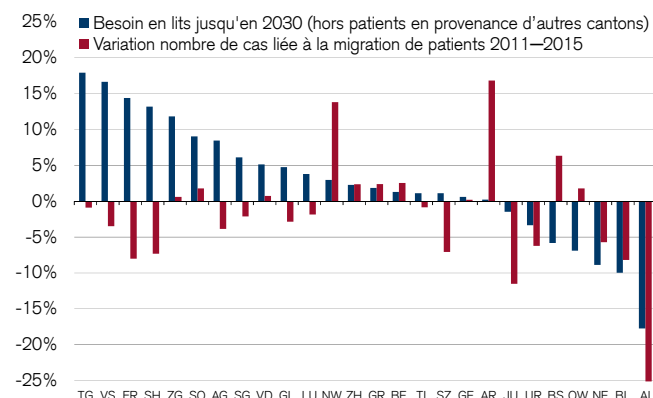
Besoin supplémentaire en lits stationnaires de 2015 à 2030, prévision



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Évolution disparate des besoins régionaux en lits

Besoin en lits: croissance en % 2015–2030 basée sur une hypothèse d'occupation des lits de 85%; migration des patients: variation nette 2011–2015 par rapport au nombre de patients traités dans le canton en 2015, en %



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

La majorité des hôpitaux de soins aigus n'atteint pas (encore) la marge EBITDA requise à long terme

Même si les investissements hospitaliers n'entraînent pas de surcapacités, leur financement à long terme ne semble pas systématiquement assuré. Selon le nouveau régime, les hôpitaux sont tenus de financer leurs investissements principalement sur la base des recettes découlant des forfaits par cas, ce qui se révèle un défi majeur pour bon nombre d'entre eux. Les études montrent que les hôpitaux publics devraient générer une marge EBITDA moyenne à long terme de 10% minimum pour être en mesure de financer durablement leur infrastructure (EBITDA = excédent brut d'exploitation). En 2015, seuls 16% des établissements suisses que nous avons considérés atteignaient la barre des 10%, la valeur médiane se situant autour de 5,7% (cf. fig.). Si l'on intègre les coûts d'exploitation et les loyers [pour établir la marge EBITDAR; R=Rent (loyers)], la valeur médiane augmente à 7,1% et près de 25% des hôpitaux parviennent à la marge minimale. La marge EBITDAR tient compte du fait que certains hôpitaux louent une partie de leur infrastructure, ce qui implique moins d'amortissements, mais plus de charges de loyer. Selon les experts de PwC, la marge EBITDAR minimale requise demeure néanmoins supérieure à 10%.

Investissements lourds prévus même là où les rendements sont faibles

Peu surprenant, de nombreux projets d'investissement concernent des hôpitaux qui n'atteignent pour l'heure pas la marge EBITDA(R) recommandée (cf. fig.). Sur les 16 mrd CHF prévus, près de 13 mrd sont imputables à des hôpitaux qui ont publié leurs chiffres EBITDA(R), dont 3,5 mrd seulement à des établissements qui ont effectivement franchi le seuil des 10%. Pas moins de 3,7 mrd CHF concernent des hôpitaux dont la marge est inférieure à 6%, bon nombre d'entre eux n'atteignant pas le taux moyen d'amortissement suisse de ces dernières années. Cela dit, il s'agit là seulement d'une sorte d'instantané, puisque les investissements doivent aussi contribuer à faire baisser les coûts d'exploitation grâce à des processus plus efficaces, et donc à augmenter les marges. En outre, la croissance de la demande devrait bien souvent s'accompagner d'une hausse des marges contributives. Si ces deux évolutions sont effectivement susceptibles d'intervenir, la conclusion provisoire reste évidente: pour une bonne partie des investissements prévus, les bénéfices engendrés actuellement ne suffisent pas ou suffisent de justesse pour supporter durablement les coûts d'investissement.

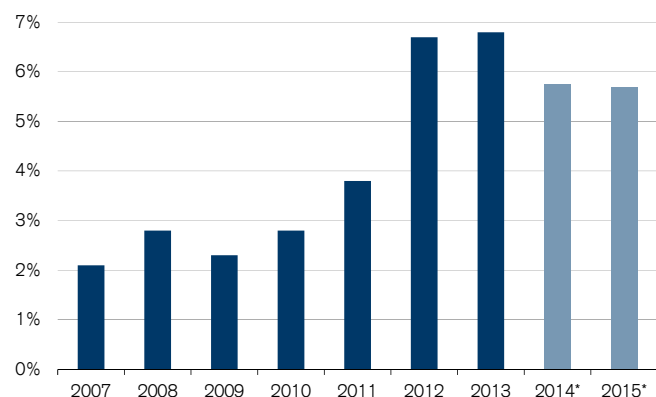
Les cantons devraient continuer à apporter un soutien

Les hôpitaux revêtent bien souvent une «importance systémique» – tout du moins à l'échelon de la politique locale – et il est donc peu probable que les établissements affichant un rendement trop faible soient contraints à la fermeture (à l'opposé des fondements implicites du nouveau régime de financement). Comme par le passé, les fusions d'hôpitaux devraient en revanche se poursuivre, à l'instar des interventions en soutien plus ou moins évidentes de certains cantons. Cela se révèle sans doute indispensable pour garantir la sécurité régionale des approvisionnements. Simultanément, il est à craindre que ce soutien empêche ou freine une mutation structurelle pourtant indispensable. Et cela va à l'encontre des objectifs du nouveau financement hospitalier, altère la concurrence au détriment d'établissements (aussi publics) plus efficaces et renchérit le système de santé suisse aux dépens des contribuables.

andreas.christen@credit-suisse.com

Rendements des hôpitaux suisses: inférieurs aux objectifs

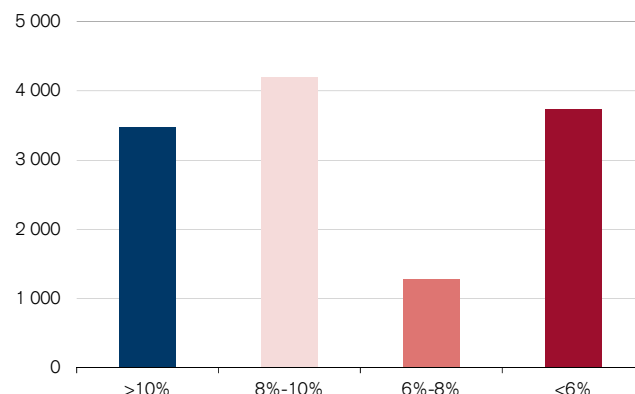
Marges EBITDA d'hôpitaux de soins aigus; * sur la base de 60 hôpitaux généraux suisses



Source: PwC, rapports annuels d'hôpitaux généraux suisses, *estimation Credit Suisse

Financement à long terme souvent incertain

Somme des volumes d'investissement connus en mio. CHF; par marges EBITDAR des hôpitaux concernés: plus le rouge est foncé, plus l'objectif de marge est manqué



Source: rapports annuels, Office fédéral de la statistique, Office fédéral de la santé publique, Credit Suisse

Hôpitaux publics: recours accru au marché des capitaux

Même après l'introduction de la nouvelle loi (SwissDRG), le financement des hôpitaux publics a presque exclusivement été assuré par les propriétaires (cantons, communes et groupements intercommunaux) et les placements privés des établissements de santé cantonaux ou universitaires sont demeurés rares. Pourtant, l'hôpital de Limmattal a opéré une transaction de 100 mio. CHF sur le marché obligataire en octobre 2013. Initialement, les incertitudes régnaient quant aux modalités de classification de la solvabilité des établissements publics, tant pour les investisseurs que pour les banques. Entre-temps, les critères d'examen de la solvabilité ont été perfectionnés à l'occasion d'autres émissions d'emprunts, comme celles de l'hôpital régional d'Emmental (avec le Credit Suisse en tant que chef de file), de l'hôpital de Wetzikon ou des Services psychiatriques d'Argovie. Au fur et à mesure des transactions, les connaissances concernant leur évaluation se sont améliorées, au grand bénéfice des investisseurs et des émetteurs. En outre, les notes de solvabilité étaient sans exception bonnes, notamment grâce à la garantie implicite de l'État (les pouvoirs publics étant ici propriétaires). L'emprunt en deux tranches pour un total de 300 mio. CHF levé sur le marché des capitaux à l'été 2016 par l'hôpital pédiatrique de Zurich a constitué un sommet provisoire. Nous anticipons que d'autres hôpitaux publics financeront leurs projets de construction et d'extension via le marché obligataire dans les prochaines années – en particulier si les taux d'intérêt restent bas, puisque l'emprunt est généralement la forme de financement la plus économique. Leader de longue date dans le domaine des obligations suisses, le Credit Suisse continuera donc de jouer un rôle actif à l'avenir.

stefan.buehler@credit-suisse.com

Branches I Moniteur

Industrie chimique et pharmaceutique

2016 a été une année extrêmement dynamique pour l'industrie chimique et pharmaceutique. Les exportations ont signé leur plus forte progression depuis 2006 (+12%). Cette remarquable avancée s'est cependant ralentie à l'automne 2016, et les entreprises interrogées sur la marche de leurs affaires au début d'année 2017 par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPF Zurich (KOF) jugeaient leur situation moins bonne qu'en moyenne sur 2016. Au vu de la hausse structurelle de la demande de médicaments, nous tablons néanmoins sur une légère croissance des chiffres d'affaires cette année.

andreas.christen@credit-suisse.com

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

L'industrie MEM a de nouveau enregistré un recul de ses chiffres d'affaires en 2016, bien que moins marqué que l'année précédente. Les disparités entre sous-branches se révèlent significatives: si la situation s'est améliorée dans les machines, le climat est resté pesant dans l'industrie des métaux. Grâce à de solides impulsions conjoncturelles, la branche des machines devrait renouer avec la croissance en 2017, pour la première fois depuis deux ans. L'industrie des métaux devrait certes profiter de la stabilisation dans la construction et du rebond des machines, mais les chiffres d'affaires ne devraient au mieux que légèrement augmenter sur fond d'atonie des autres débouchés (horlogerie) et de vigueur de la concurrence étrangère.

emilie.gachet@credit-suisse.com

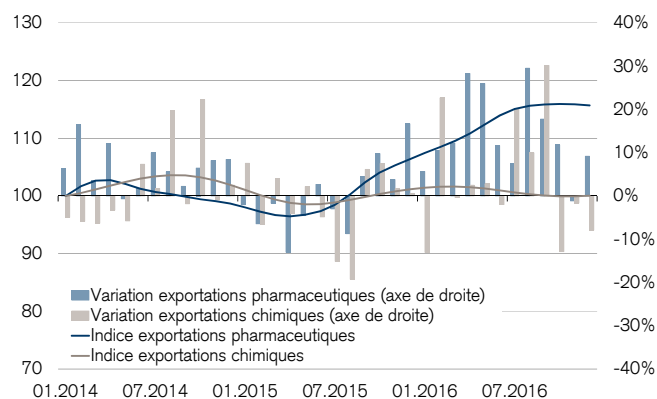
Industrie horlogère

En 2016, les exportations de montres ont connu leur plus fort repli depuis la crise financière de 2009 (presque -10%). La faiblesse de la demande a fortement affecté l'emploi: en moyenne annuelle, le chômage a augmenté de 17% dans la branche par rapport à 2015. La marche des affaires 2017 dépendra surtout de l'évolution sur le marché européen, qui a pâti d'une baisse du nombre de touristes l'année dernière. Si une stabilisation semble en vue, il ne faut pas s'attendre à un net rebond dans les mois à venir.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Tassement de la croissance des exportations pharmaceutiques

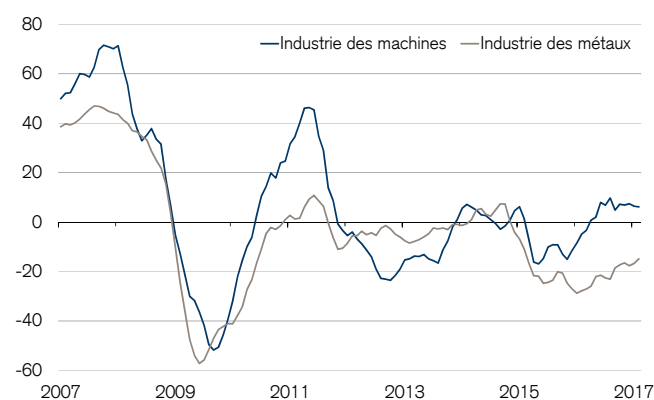
Exportations: tendance; indice: janvier 2014 = 100; variation en glissement annuel, en %



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Marché des affaires modérée dans l'industrie des métaux

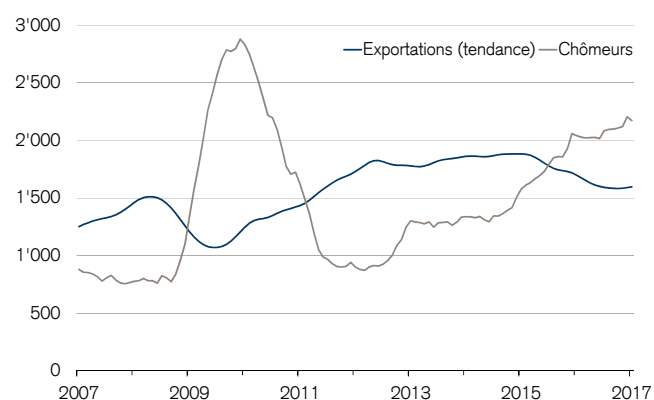
Évaluation de la marche des affaires, solde «bonne»/«mauvaise», en %*



Source: KOF de l'EPF Zurich, Credit Suisse; * moyenne sur 3 mois

Exportations de montres retombées au niveau de 2011

Exportations mensuelles en mio. CHF (tendance); nombre de chômeurs



Source: Administration fédérale des douanes, Secrétariat d'État à l'économie, Credit Suisse

Commerce de détail

Comme en 2015, le commerce de détail suisse s'est contracté l'année dernière. Avec une diminution estimée de 1,4% en glissement annuel, la dynamique baissière ne s'est que légèrement ralentie sur le front des chiffres d'affaires nominaux en 2016. Ce nouveau repli est sans doute imputable au climat de consommation morose et à la forte progression des détaillants en ligne étrangers. En 2017, nous anticipons une stabilisation dans la branche, mais largement grâce à l'alimentaire. Le segment du non-alimentaire devrait quant à lui continuer de reculer.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Tourisme

Le rebond de l'hôtellerie helvétique s'est poursuivi à la fin de l'automne et au début de l'hiver 2016. Entre septembre et novembre, le nombre de nuitées était supérieur de 1,3% à son niveau de l'année précédente. La clémence du mois de septembre et les abondantes chutes de neige en novembre ont attiré de nombreux Suisses dans les montagnes, ce dont ont profité les destinations alpines en difficulté. Grâce à ce bon départ, les remontées mécaniques ont elles aussi augmenté leur CA de 3,2% en rythme annuel entre le début de la saison hivernale et la fin janvier 2017. Pour le reste de l'année, nous tablons sur une légère croissance des nuitées, principalement imputable aux touristes suisses.

sascha.jucker@credit-suisse.com

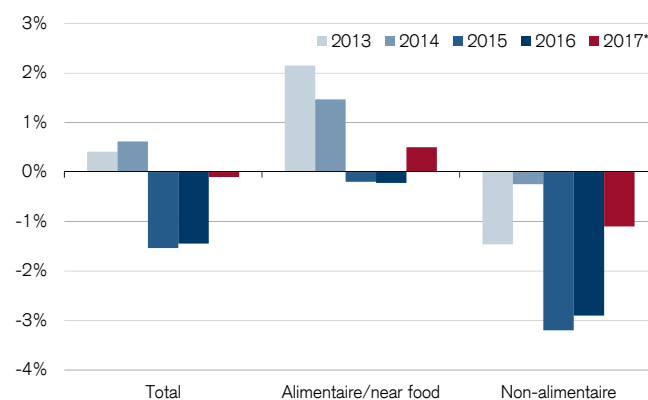
Technologies de l'information (TI)

Les entreprises suisses des TI tablent sur un bon début d'année 2017. L'indice Swico ICT, qui mesure leurs attentes en matière d'évolution des chiffres d'affaires, des entrées de commandes et des marges sur le trimestre en cours, est reparti à la hausse pour la première fois depuis la mi-2016 au 1^{er} trimestre 2017. La numérisation croissante de la société et de l'économie devrait se traduire par une demande dynamique de services informatiques en 2017 également. Seuls bémols: la poussée de la concurrence étrangère sur le marché national, qui augmente la pression sur les prix, et le manque aigu de personnels qualifiés.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Stagnation du commerce de détail suisse en 2017

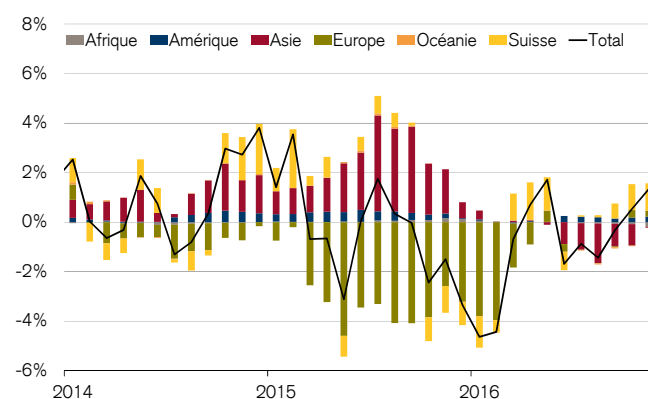
CA nominaux du commerce de détail, variation en glissement annuel, en %



Source: GfK, *prévision Credit Suisse

La fidélité de la clientèle suisse soutient l'hôtellerie

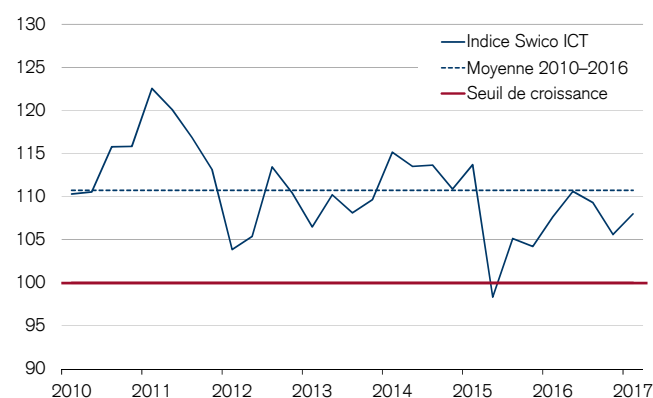
Nuitées: moyenne sur 3 mois des contributions à la croissance, par continent



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

Les entreprises suisses des TI optimistes pour 2017

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



Source: Swico, Credit Suisse

Politique monétaire

Comment le taux directeur négatif grève la rentabilité des banques

Le taux directeur négatif instauré par la Banque nationale suisse (BNS) a considérablement réduit les marges sur dépôts des banques. Pour compenser ce manque à gagner, celles-ci ont été en mesure d'accroître leurs marges sur crédits.

La clientèle de détail des banques a été épargnée par le taux de dépôt négatif...

À ce jour, les banques helvétiques n'ont pas répercuté à leur clientèle de détail le taux directeur négatif adopté par la BNS en janvier 2015, de toute évidence pour éviter une envolée de la demande de billets et d'importants retraits des dépôts. Leurs marges sur les passifs (marges sur dépôts) s'en sont trouvées fortement diminuées, ce qui a pesé sur leur rentabilité. Nous estimons cette marge en calculant l'écart entre un portefeuille de swaps à trois ans (taux d'intérêt déterminés sur les marchés financiers) et le taux d'intérêt rémunérant les dépôts d'épargne.

...mais les conditions de prêt se sont moins détériorées qu'attendu

Pour compenser au moins en partie cette hausse des coûts, les banques ont accru leurs marges sur les actifs (marges sur prêts): l'écart entre les taux hypothécaires et les autres taux de prêt sur les marchés financiers (tels que taux de swap) a p. ex. augmenté depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif par la BNS. Les marges sur crédits d'investissement des banques semblent aussi avoir progressé après l'instauration de cette mesure. Toutes choses étant égales par ailleurs, les emprunteurs n'ont ainsi pas autant bénéficié que ce qu'ils auraient pu espérer de l'abaissement du taux directeur en territoire négatif.

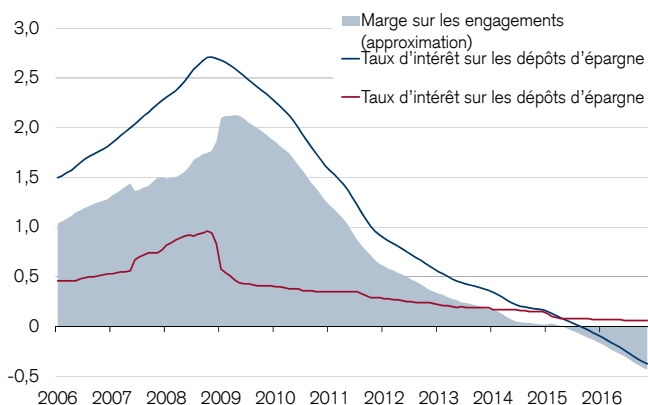
Le taux directeur négatif a-t-il eu pour effet de durcir la politique monétaire?

La BNS, qui a régulièrement fait part de ses inquiétudes quant au risque de surchauffe du marché immobilier, voit probablement la hausse des taux hypothécaires d'un bon œil. L'évolution des taux de prêt est toutefois plus problématique pour les entreprises. Les données disponibles suggèrent que l'adoption d'un taux directeur négatif n'a pas dynamisé le crédit aux entreprises. Nos analyses indiquent aussi que cette diminution n'a pas vraiment eu le même effet favorable sur les conditions de prêt qu'une baisse équivalente des taux en territoire positif. Le subventionnement des épargnants par les emprunteurs est en outre plus typique des phases de durcissement de la politique monétaire (relèvement du taux directeur). Si la BNS n'entendait pas doper la croissance du crédit en optant pour un taux directeur négatif (à l'inverse de la BCE p. ex.), nous pensons qu'elle devrait tenir compte de cette évolution dans l'évaluation des coûts liés à cette mesure.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Chute des marges sur dépôts des banques

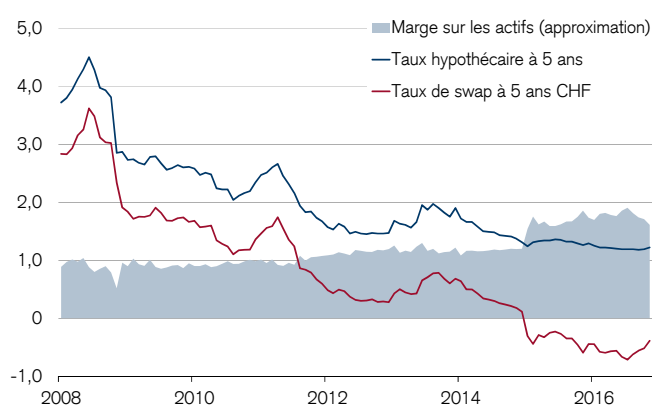
En % et points de pourcentage, respectivement



Source: Datastream, BNS, Credit Suisse

Augmentation des marges sur prêts

En % et points de pourcentage, respectivement



Source: Datastream, BNS, Credit Suisse

Politique monétaire I Moniteur

Prêts aux entreprises non financières

Les prêts bancaires aux entreprises non financières ont augmenté au 2^e semestre 2016, sous l'influence du secteur tertiaire. Les volumes des crédits octroyés aux sociétés manufacturières ont en revanche poursuivi leur déclin. Cette évolution reflète probablement une sous-utilisation des capacités de production et donc un besoin en investissements réduit plutôt qu'une crise de liquidités ou une contraction du crédit. Dans les faits, les soldes de trésorerie détenus auprès de banques par les entreprises non financières continuent de croître malgré le repli des bénéfices et les taux d'intérêt très bas, voire négatifs, rémunérant de tels dépôts.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Billets de banque en circulation

La demande de billets de banque était soutenue en 2016. En novembre 2016, les billets en circulation avaient augmenté de 1,8 mrd CHF par rapport à la même période en 2015 – soit une hausse supérieure à leur variation habituelle. Généralement, le nombre de billets en circulation en novembre est inférieur au volume atteint à la fin de l'année précédente (sous l'effet de l'envolée saisonnière de la demande en décembre et de la diminution consécutive en janvier). Cependant, le lancement du nouveau billet de 50 CHF en avril 2016 a sans doute été à l'origine d'une croissance de la demande plus forte qu'à l'accoutumée.

maxime.botteron@credit-suisse.com

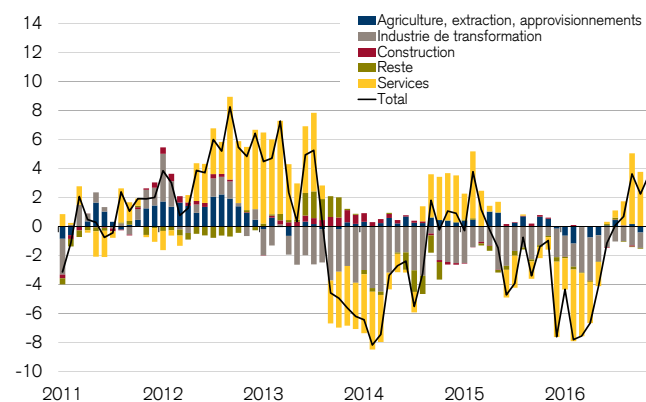
Investissements de portefeuille

Les investisseurs helvétiques ont radicalement changé de comportement depuis le 2^e semestre 2009. Leurs achats trimestriels de titres étrangers, qui atteignaient en moyenne presque 14 mrd CHF, ont été réduits à 1,4 mrd CHF seulement depuis le T3 2009. Les achats de valeurs étrangères nécessitent de vendre des francs suisses contre d'autres devises; leur repli a donc vraisemblablement alimenté la vigueur du franc. Comme le montre le pic enregistré au T1 2015, les investisseurs suisses semblent disposés à acquérir des titres étrangers uniquement en cas de surévaluation excessive du franc.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Croissance du crédit alimentée par le secteur tertiaire

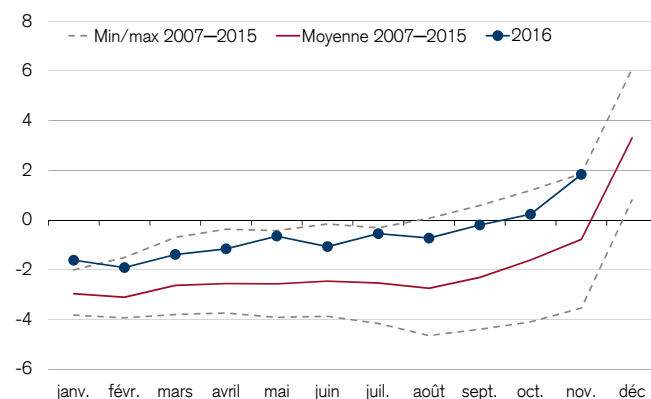
% en glissement annuel (hors hypothèques)



Source: Datastream, Credit Suisse

Demande de billets de banque plus soutenue en 2016

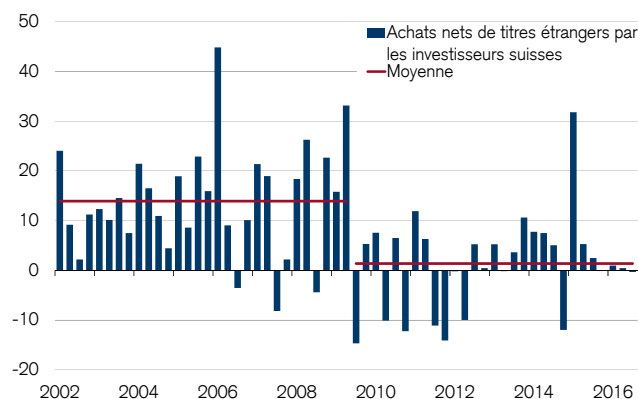
Billets de banque en circulation – variation cumulée par rapport à l'année précédente, en mrd CHF



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Achats de titres étrangers toujours faibles

En mrd CHF



Source: Banque nationale suisse, Credit Suisse

Indicateurs avancés du Credit Suisse

Indice des directeurs d'achat (PMI)

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

Baromètre des exportations du Credit Suisse

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

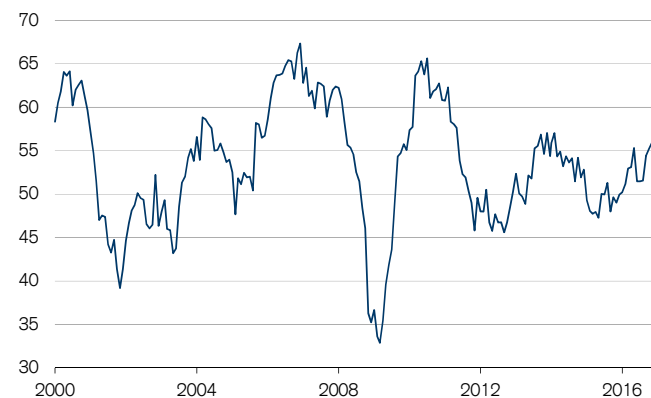
Indice CS-CFA Society Suisse

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

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

Conjoncture industrielle

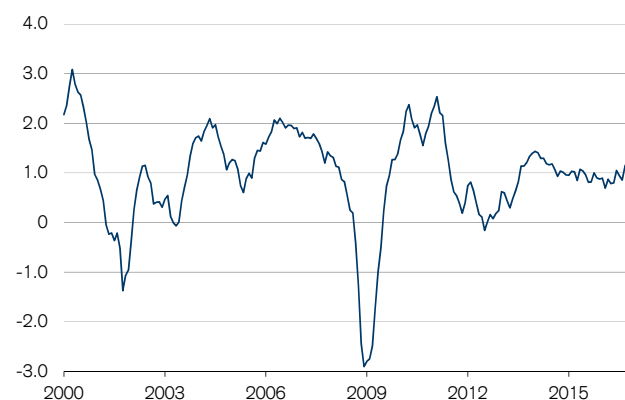
Indice PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

Exportations

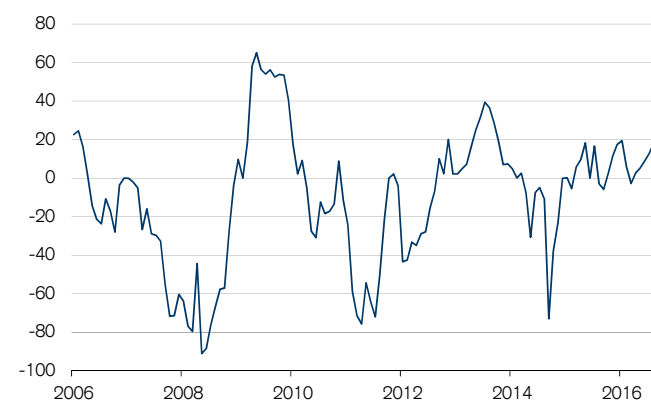
En écarts types, valeurs > 0 = croissance



Source: PMIPremium, Credit Suisse

Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



Source: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

Indice de la construction Suisse

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

Renewable Energy Index

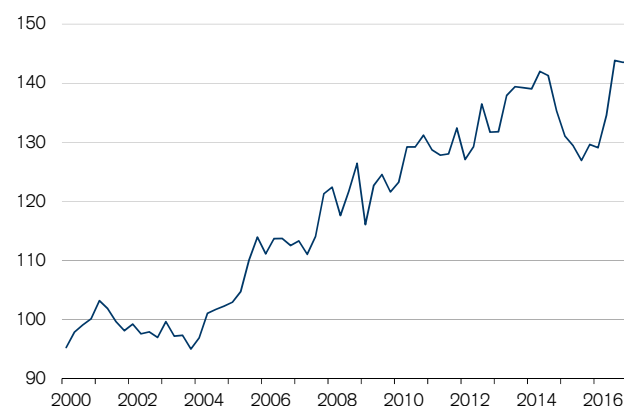
Le Renewable Energy Index Suisse est établi trimestriellement en collaboration par le Credit Suisse et l'AEE SUISSE (Agence des énergies renouvelables et de l'efficacité énergétique). Il repose sur une enquête menée auprès des entreprises du secteur des solutions énergétiques durables (énergies renouvelables et efficacité énergétique). Le recensement et l'analyse des données s'effectuent conformément aux prescriptions de l'International Federation of Purchasing and Materials Management. L'indice établit un instantané de la marche des affaires dans le secteur des solutions énergétiques durables. Publié depuis le 1er trimestre 2010, le Renewable Energy Index constitue une composante précieuse du recensement des données dans la branche.

Blue Book Index

Le Blue Book Index transpose les informations qualitatives publiées par la Banque nationale suisse dans son Bulletin trimestriel relatif à l'activité économique en données quantitatives. Tirant son nom de la couverture du Bulletin trimestriel (de couleur bleue), cet indice est agrégé à partir de cinq sous-indices retraçant l'évolution dans quatre secteurs économiques (industrie manufacturière, construction, prestations de services non financiers et secteur bancaire) et sur le marché du travail. Il est formé par la moyenne arithmétique des cinq sous-indices équipondérés. Chaque sous-indice peut prendre une valeur entre -1 et +1, les intervalles représentant 0,25 point. Le seuil de +0,25 indique des «conditions normales» ou une «croissance modérée», tandis que +1 et -1 équivalent respectivement à un «boom» et à une «contraction».

Conjoncture du bâtiment

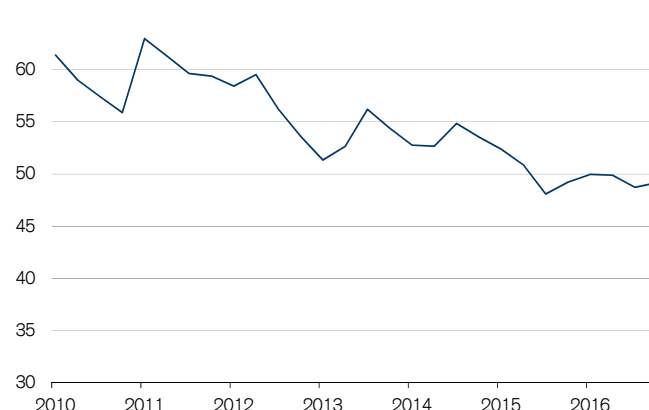
1er trimestre 1996 = 100



Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

Branche des énergies renouvelables

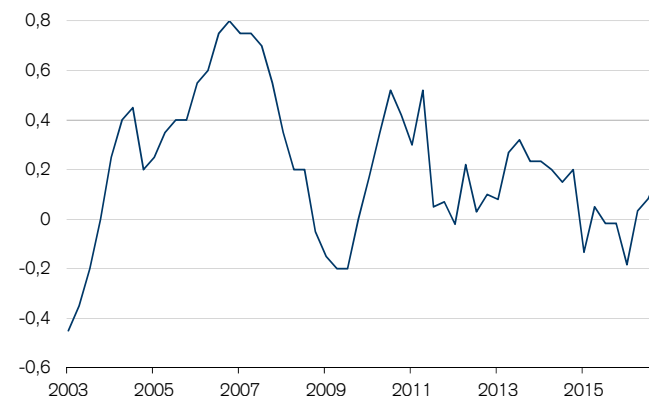
Indice > 50 = croissance



Source: A EE, Credit Suisse

Transposition quantitative du Bulletin trimestriel de la BNS

Indice normalisé entre -1 et +1



Source: Credit Suisse

Prévisions et indicateurs

Prévisions pour l'économie suisse

| | 2017P T1 | 2017P T2 | 2017P T3 | 2017P T4 | 2018P T1 | 2018P T2 | 2018P T3 | 2018P T4 | 2017P | 2018P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|
| PIB (comparaison annuelle, en %) | 1,2 | 1,1 | 1,5 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,7 |
| Consommation privée | 1,3 | 1,5 | 1,6 | 0,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,2 | 1,5 |
| Consommation publique | 1,8 | 1,2 | 2,5 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Formation brute de capital fixe | 0,6 | 2,1 | 2,4 | 3,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,1 | 2,3 |
| Investissements de construction | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Investissements d'équipement | 0,0 | 2,5 | 3,0 | 4,5 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,5 | 2,8 |
| Exportations (marchandises et prestations) | 3,0 | 4,0 | 6,0 | 5,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,5 | 4,0 |
| Importations (marchandises et prestations) | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Inflation (en %) | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,5 |
| Chômage (en %) | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 3,2 | 3,2 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 3,3 | 3,1 |
| Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %) | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,3 | 0,5 |
| Immigration nette (en milliers) | | | | | | | | | 60 | |
| Croissance nominale annuelle des salaires (en %) | | | | | | | | | 0,5 | |
| Balance des opérations courantes (en % du PIB) | | | | | | | | | 9,8 | |
| Solde des comptes publics (en % du PIB) | | | | | | | | | 0,0 | |
| Taux d'endettement (en % du PIB) | | | | | | | | | 45,0 | |

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

Prévisions pour l'économie mondiale

| Prévisions | Prévisions | | | | Structure | | Importance pour la Suisse | |
|-------------|----------------------------|------|----------------------------|------|----------------------|-------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| | PIB | | Inflation | | Population en mio | PIB en mrd USD | Part dans les exportations en % | Part dans les importations en % |
| | glissement annuel, en % | | glissement annuel, en % | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2017 | 2018 | 2015 | 2015 | 2016 | 2016 |
| Monde | 3,5 | 3,6 | 3,1 | 2,8 | 7 222 | 73 171 | 100 | 100 |
| Etats-Unis | 2,0 | 2,3 | 2,3 | 2,5 | 322 | 17 947 | 14,9 | 8,0 |
| Zone euro | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 333 | 11 540 | 44,4 | 63,5 |
| Allemagne | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 82 | 3 358 | 18,8 | 27,8 |
| France | 1,5 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 64 | 2 421 | 6,6 | 7,8 |
| Italie | 0,8 | 0,8 | 1,4 | 1,4 | 61 | 1 815 | 6,0 | 9,6 |
| Royaume-Uni | 1,7 | 1,5 | 2,3 | 2,0 | 65 | 2 848 | 5,4 | 3,7 |
| Japon | 1,2 | 1,0 | 0,6 | 0,6 | 127 | 4 123 | 3,5 | 1,7 |
| Chine | 6,5 | 6,2 | 2,4 | 2,2 | 1 375 | 10 982 | 4,7 | 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 |
|--|------------------|------------------|------------------|---|--------|-------------------|---------------------|
| LIBOR à 3 mois (en %) | -0,72 | -0,9 à -0,7 | -0,9 à -0,7 | Masse monétaire M0 (mrd CHF) | 541,9 | 536,3 | 476,1 |
| Marge de fluctuation BNS (en %) | -1,25 à -0,25 | -1,25 à -0,25 | -1,25 à -0,25 | Masse monétaire M1 (% comparaison annuelle) | 5,7 | 6,0 | -0,9 |
| Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %) | -0,12 | -0,1 à 0,1 | 0,0 à 0,2 | Masse monétaire M2 (% comparaison annuelle) | 3,7 | 3,8 | 1,6 |
| | | | | Masse monétaire M3 (% comparaison annuelle) | 2,9 | 3,0 | 1,4 |
| | | | | Réserves en devises (mrd CHF) | 674,5 | 696,1 | 599,8 |

Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Notifications

Les informations et opinions exprimées dans ce rapport (autres que les contributions apportées à des articles par des stratèges en investissement) sont celles du département Research de la division International Wealth Management du Credit Suisse au moment de la rédaction du présent rapport et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les opinions exprimées en relation avec un titre spécifique dans ce rapport peuvent être différentes ou ne pas concorder avec les observations et les opinions du département Research de la Division Investment Banking du Credit Suisse en raison de différences dans les critères d'évaluation.

La présente documentation peut faire référence à des changements de recommandations et de notations issues de la recherche, parfois présentées sous forme de listes. Tous les articles et rapports de Research relatifs aux changements de recommandations et de notations des entreprises et/ou des différents instruments financiers peuvent être consultés sur le site suivant:

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

Les contributions apportées à des articles par des stratèges en investissement ne sont pas des rapports de recherche. Les stratèges en investissement ne dépendent pas du département Research du CS. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour garantir l'indépendance du département Research du CS, y compris des politiques relatives aux restrictions en matière de négoce des titres concernés avant la publication des rapports Research. Les dites politiques ne s'appliquent pas aux stratégies en investissement.

Le CS décline toute responsabilité à l'égard de toute perte découlant de l'utilisation des éléments présentés dans ce rapport; cette exclusion de responsabilité ne saurait être invoquée dans les cas prévus par la législation ou la réglementation applicable au CS. Ce rapport ne doit pas être substitué à l'exercice d'un jugement indépendant comme fondement à la prise de décision. Le CS peut avoir émis ou pourrait émettre à l'avenir une idée d'investissement concernant ce titre. Les idées d'investissement sont des opportunités à court terme basées sur des événements et des éléments déclencheurs sur les marchés, tandis que les notations des sociétés s'appuient sur la performance absolue escomptée sur une période de six à douze mois tel que cela est défini dans la section notification. Les idées d'investissement et les notations de sociétés reflètent des hypothèses sous-jacentes et des méthodes d'analyse différentes. Par conséquent, il est possible que les idées d'investissement diffèrent des notations de sociétés. En outre, le CS peut avoir publié d'autres rapports, ou pourrait en publier à l'avenir, qui contredisent les informations présentées dans ce rapport ou qui en tirent des conclusions différentes. Ces rapports reflètent les diverses suppositions, visions et méthodes d'analyses des analystes qui les ont rédigés et le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdits rapports soient portés à l'attention de tout destinataire du présent rapport.

Certification par les analystes

Chacun des analystes mentionnés dans le présent document certifie que les points de vue exprimés dans cette brochure à l'endroit des entreprises et des titres qu'il ou elle est amené(e) à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Il affirme que sa rémunération n'est et ne sera jamais liée, directement ou indirectement, à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document.

Les analystes Knowledge Process Outsourcing (KPO) mentionnés dans le présent rapport sont employés par Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited.

Indications importantes

La politique du CS consiste à publier et à mettre à jour ses rapports de recherche / recommandations à la fréquence qu'il juge appropriée, lorsqu'il estime que l'évolution d'une entreprise, d'un secteur ou d'un marché est susceptible d'avoir des répercussions sensibles sur les points de vue et opinions exprimés ici. Le CS se fait fort de publier uniquement des analyses impartiales, indépendantes, honnêtes, claires et intelligibles.

Le code de conduite du Credit Suisse, auquel la totalité des employés doit adhérer, est accessible par Internet sous:

http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html

Pour des détails complémentaires sur la méthodologie de notation du Credit Suisse, veuillez vous référer aux informations sur l'indépendance des recherches financières qui se trouvent sous:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

L'analyste responsable de la rédaction de cette brochure se voit rétribué en fonction de plusieurs paramètres parmi lesquels la totalité des revenus touchés par le CS, dont une partie est générée par les activités d'investment banking du Credit Suisse.

Notifications complémentaires

Royaume-Uni: En ce qui concerne la notification des informations sur titres à revenu fixe pour les clients de Credit Suisse (UK) Limited et de Credit Suisse Securities (Europe) Limited, veuillez téléphoner au +41 44 333 33 99.

Inde: Veuillez consulter le site <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> pour les notifications complémentaires requises en vertu des réglementations du Securities And Exchange Board of India (Research Analysts), 2014. Le Credit Suisse est susceptible d'avoir un intérêt dans les sociétés mentionnées dans le présent rapport. Les rapports publiés par le Département Research du CS sont également disponibles sur <https://investment.credit-suisse.com/>

Pour des informations sur les notifications relatives aux sociétés recommandées par Credit Suisse Investment Banking et mentionnées dans le présent rapport, veuillez vous référer au site de la division Investment Banking sous:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour toutes informations complémentaires, y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de la division Private Banking & Wealth Management sous:

<https://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 Credit Suisse, 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 importants 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. Le CS est signataire d'un accord avec l'émetteur relatif à la fourniture de services aux sociétés d'investissement. **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.

Distribution des rapports de recherche

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est préparé et 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) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Australie:** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung 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. **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 Firm Category 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Dubaï:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Hong Kong:** Le présent document a été publié à Hong Kong par Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, qui possède une licence en tant que société agréée par la Hong Kong Monetary Authority et qui est réglementée par la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 de la législation du pays). **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, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. **Japon:** Ce rapport est publié uniquement au Japon par Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membre de la Japan Securities Dealers Association, de la Financial Futures Association of Japan, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited ne publiera ni ne transmettra ce rapport en dehors du Japon. **Jersey:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, dont les activités d'investissement sont réglementées par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **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 a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° 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 Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. **Arabie saoudite:** Ce document ne peut pas être distribué dans le Royaume sauf aux personnes autorisées conformément aux réglementations relatives aux fonds de placement. Credit Suisse Saudi Arabia porte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document et confirme avoir fait toutes les vérifications raisonnablement nécessaires avec le plus grand soin et en toute bonne foi, et qu'il n'y a pas d'autres faits dont l'omission pourrait rendre toute déclaration contenue dans le présent document comme trompeuse. L'Autorité des

marchés financiers n'assume aucune responsabilité quant au contenu de ce document, ne saurait être tenue responsable ni de l'exactitude ni de son exhaustivité et décline expressément toute responsabilité quant aux pertes qui pourraient résulter ou être induites par l'utilisation d'une partie quelconque de celui-ci. **Singapour:** Ce rapport a été élaboré et publié à Singapour exclusivement à l'intention des investisseurs institutionnels, des investisseurs accrédités et des investisseurs avertis (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations), et est également publié par Credit Suisse AG, Singapore Branch, à l'intention des investisseurs étrangers (tels que définis dans les Financial Advisers Regulations). Credit Suisse AG, Singapore Branch, peut distribuer les rapports établis par ses entités étrangères et sociétés affiliées sous le régime prévu au Règlement 32C des Financial Advisers Regulations. Les bénéficiaires singapouriens doivent prendre contact avec Credit Suisse AG, Singapore Branch, par téléphone au +65-6212-2000 pour toute question résultant du ou en rapport avec le présent rapport. En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité, d'investisseur averti ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, Singapore Branch, est dispensé de respecter certaines exigences de conformité selon le Financial Advisers Act, chap. 110 de Singapour («FAA»), les Financial Advisers Regulations et les notifications et les directives qui en découlent, en relation avec les prestations de conseil financier que Credit Suisse AG, Singapore Branch, est susceptible de vous fournir. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España. **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. **EAU:** Ce document et les informations qu'il contient ne constituent en aucune façon une offre publique de valeurs mobilières aux Émirats Arabes Unis, et ils ne doivent par conséquent pas être interprétés comme tels. Les services ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs sophistiqués aux EAU qui (a) sont désireux et capables d'effectuer un examen indépendant des risques associés à l'investissement dans lesdits services et (b) y procèdent sur demande expresse de leur part. Les services n'ont pas été approuvés ou agréés par, ni enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, l'Autorité de supervision des marchés financiers ou toute autre autorité compétente ou agence gouvernementale des EAU. Ce document est réservé exclusivement à l'usage du destinataire nommé; il ne doit donc pas être remis ou montré à quiconque (à l'exception des employés, agents ou conseillers impliqués dans l'étude de l'investissement par le destinataire). Aucune transaction ne sera conclue aux EAU. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. 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 indemnisations 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 © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

17C033A_R

Autres publications du Credit Suisse Economic Research



Étude sur les caisses de pension suisses 2017

Pour la quatrième fois, le Credit Suisse analyse le paysage des caisses de pension suisses. Cette étude repose entre autres sur une enquête de grande envergure menée auprès d'environ 200 caisses de pension et portant sur les défis actuels que doit relever le système du 2e pilier.

4 mai 2017



Indice de la construction 2^e trimestre 2017

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.

24 mai 2017



Moniteur immobilier 2^e trimestre 2017

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.

8 juin 2017



Facteurs de succès pour PME Suisses 2017

Cette étude annuelle interroge les PME suisses sur leurs facteurs de succès en Suisse. Cette année, l'accent thématique est placé sur le marché du travail et l'impact de la pénurie de spécialistes sur les PME helvétiques.

24 août 2017

Le prochain Moniteur Suisse paraîtra le 14 juin 2017

Lisez également tous les mois «Economie et marchés – Perspectives pour les investisseurs» et abonnez-vous à nos publications directement auprès de votre conseiller clientèle.