

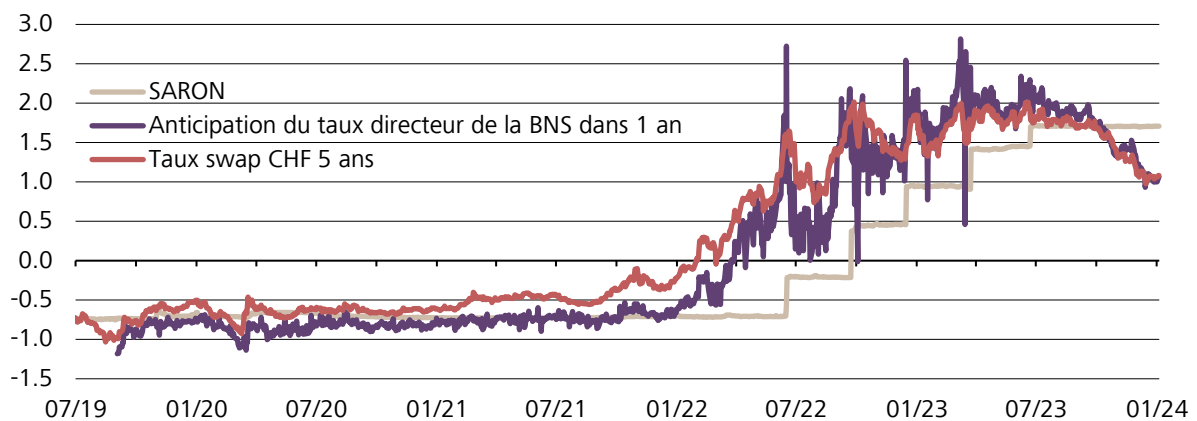
# Check conjoncturel

Le moral des entreprises et des consommateurs européens s'est stabilisé avant le passage à la Nouvelle année. Les prévisions d'activités demeurent très sombres, surtout dans l'industrie. En revanche, grâce à la résilience du marché de l'emploi, le secteur des prestations de services peut nettement mieux s'affirmer. Alors qu'en Suisse, les augmentations de prix administrés absorbent les hausses de salaires, la correction plus prononcée de l'inflation stabilise le pouvoir d'achat dans la zone euro et aux Etats-Unis, de sorte que la BCE et la Fed commencent progressivement à envisager de baisser les taux.



## GRAPHIQUE DU MOIS : AMBITIEUSES ANTICIPATIONS DE BAISES DE TAUX

Taux d'intérêts suisses en %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Banque nationale suisse a de nouveau laissé son taux directeur inchangé à 1,75% lors de sa réunion de politique monétaire trimestrielle de décembre. Elle rémunère le taux directeur sur la majorité des importants dépôts à vue réalisés par les banques auprès d'elle suite aux achats massifs de devises contre le franc depuis la crise financière. Avec le taux de dépôt et les transactions supplémentaires sur le marché monétaire à des conditions similaires, la BNS maintient le taux au jour le jour (SARON) proche du taux directeur en le stabilisant récemment légèrement en dessous à 1,70%. Bien que le taux directeur soit inchangé depuis juin au même titre que les conditions des hypothèques SARON, les taux d'intérêts des hypothèques fixes à long terme ont été fortement corrigés à la baisse. Ceci s'explique par les anticipations de taux directeurs pour cette année et les prochaines. A la différence du taux d'intérêt au jour le jour, les conditions des crédits à taux fixe ne réagissent pas aux changements effectifs du taux directeur de la BNS, mais reflètent les attentes du marché financier quant au taux moyen pour l'échéance

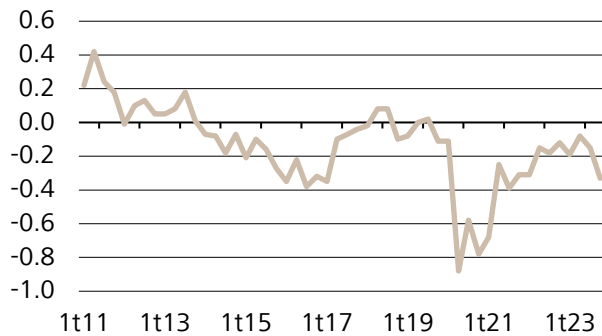
respective. Certes, le Directoire de la BNS estime actuellement que le niveau des taux est adapté et ne laisse pas encore sous-entendre d'éventuelles baisses. En revanche, avec la détente sur le front de l'inflation, la BCE et la Fed abordent déjà ouvertement le renversement du cycle des taux en cours d'année. Cela a fortement pesé sur les anticipations des taux directeurs et donc également ceux de la Suisse. Ainsi, en perspective annuelle, un taux directeur de près de 1,0% est déjà anticipé pour la BNS. Par conséquent, les conditions de refinancement des banques pour les hypothèques à taux fixe, les taux swap, évoluent pratiquement au même rythme, de sorte qu'elles sont souvent plus abordables que les hypothèques SARON. Or, certaines baisses de taux de la BNS sont déjà anticipées. Si l'assouplissement des taux par la BNS n'est pas aussi rapide qu'attendu récemment, sur quoi nous tablons dans notre scénario de base, il se pourrait même que les taux swap augmentent un peu ces prochains mois. Pour une baisse encore plus prononcée des taux à long terme, il faudrait déjà une crise conjoncturelle avec baisses rapides des taux d'urgence.

# Conjoncture



## UTILISATION DES CAPACITES

Contacts professionnels de la BNS, indice

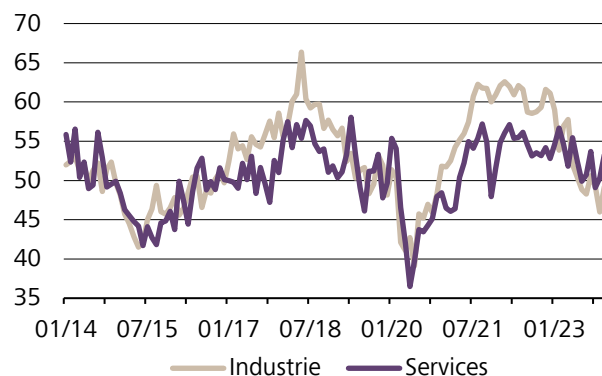


Source : BNS, Raiffeisen Economic Research



## MARCHE DU TRAVAIL

Indice des directeurs d'achat suisses (PMIs), emploi

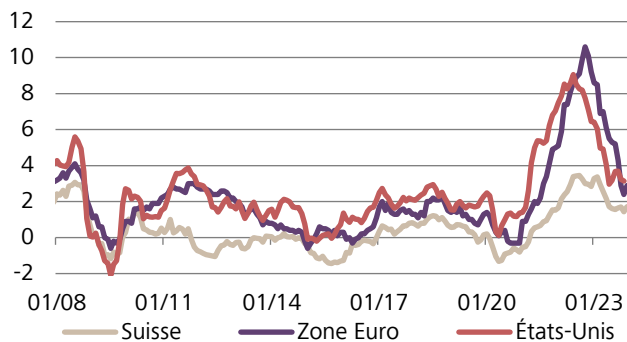


Source : procure, Raiffeisen Economic Research



## PRIX A LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### Capacités trop élevées

Le moral de l'industrie européenne s'est stabilisé à la fin de l'année. Les entrées de commande demeurent toutefois en net repli. En Suisse aussi, les carnets de commande continuent de fondre alors que les inventaires sont bien garnis. En particulier la demande provenant d'Europe et de Chine est plus atone. Entre temps, l'utilisation des capacités s'est donc effondré et une attitude attentiste s'est imposée face aux projets d'investissement. Par ailleurs, les industriels sont plus nombreux à prévoir de réduire les effectifs, mais jusqu'à présent dans une ampleur limitée.

### Consommation solide

Le secteur des prestations de services continue d'être celui qui s'en sort le mieux avec une augmentation marquée continue du chiffre d'affaires avec forte hausse concomitante des besoins en personnel. Dans l'objectif d'attirer ou de retenir suffisamment de collaborateurs, en particulier l'hôtellerie veut cette année plus fortement relever les salaires. En revanche, dans l'industrie, les ajustements sont nettement plus modestes en raison de l'assombrissement des perspectives commerciales. Avant le passage à la nouvelle année, les contacts professionnels de la BNS ont annoncé leur intention de relever les salaires toutes branches confondues en moyenne de 2% pour 2024, soit un peu moins que la croissance de 2023. Par conséquent, cette année non plus, il n'y aura pas de hausse de revenu réel et cela plombe les envies d'achat, même si les consommateurs suisses ne semblent pas trop se restreindre. Les transactions de paiement par cartes ont battu un nouveau record dans le commerce de détail en décembre. Corrigée des variations de prix, la hausse du chiffre d'affaires n'est certes que modérée et pourtant il semblerait que les ventes de Noël aient été satisfaisantes. Cela vaut d'autant plus pour les remontées mécaniques, qui ont bien mieux démarré la saison hivernale que l'année dernière, lorsque les températures après Noël ont immobilisé de nombreux téléskis à de plus faibles altitudes et que la période des vacances était plus courte en raison du grand nombre de jours fériés le week-end.

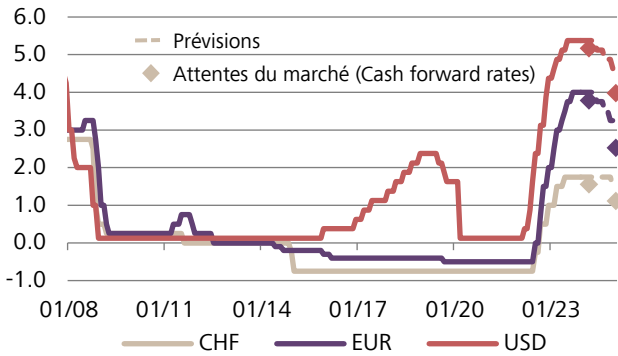
### Inflation sous contrôle

Aux États-Unis et dans la zone euro, avant la fin de l'année, les critères d'inflation ont affiché une dynamique nettement plus faible que les trimestres précédents. La croissance des salaires récemment encore nettement accrue devrait toutefois freiner la normalisation de la dynamique des prix, surtout dans le secteur des prestations de services. En tous cas, c'est ce que laissent supposer les attentes de prix de vente supérieures à la moyenne et récemment de nouveau plus élevées des prestataires de services. En Suisse, en attendant, l'environnement de prix semble de nouveau plus décontracté. Il existe certes plusieurs relèvements de prix administrés, mais nonobstant, de nombreuses autres catégories de prix affichent de nouveau un rythme plus lent. Malgré la hausse de la taxe à la valeur ajoutée, les entreprises suisses ne veulent que modérément relever les salaires au passage à la nouvelle année.

# Taux d'intérêts



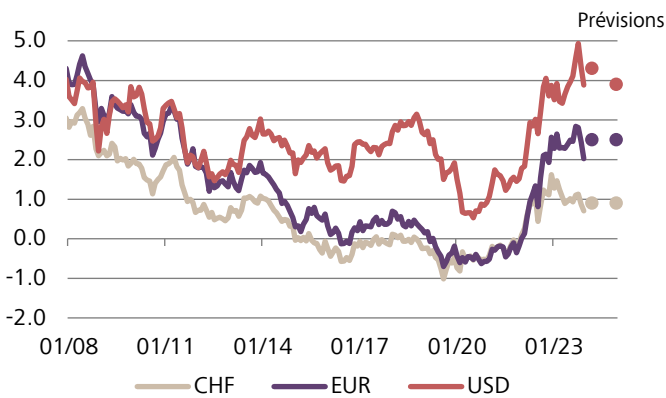
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



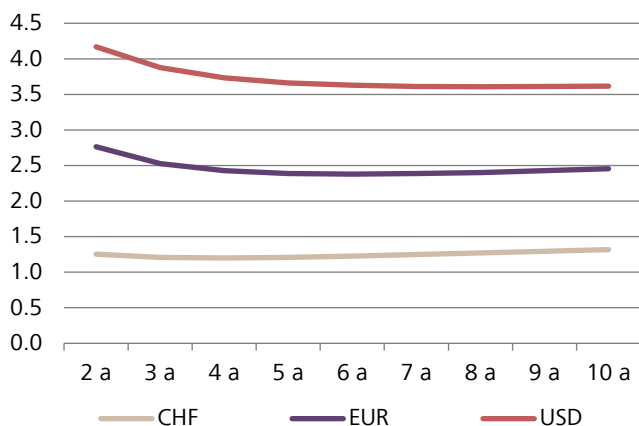
## EMPRUNTS D'ETAT SUR DIX ANS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT : 11.01.2024), EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed se montre impressionnée

La Fed ne prévoit plus de relever les taux. En raison de la tendance baissière continue de l'inflation, malgré la conjoncture toujours aussi robuste, les membres du FOMC s'attendent même à une baisse totale des taux de 75 points de base d'ici fin 2024. Le président de la Fed, Jerome Powel, ne veut pas attendre que l'inflation soit à 2% pour assouplir sa politique, aussi longtemps que les données indiquent la bonne direction – surtout que le niveau élevé du taux directeur (5,375%) signifie des taux réels de plus en plus hauts. Les marchés des taux prévoient des baisses encore plus agressives dès le mois de mars. Cela a encore renforcé la tendance baissière des taux des marchés des capitaux avant la nouvelle année. Or, face à la résilience du marché du travail et de la consommation privée, la correction aux extrémités longues paraît désormais très avancée, peut-être même un peu trop.

### La BCE veut rester vigilante

Depuis septembre, la BCE estime que le niveau de taux actuel devrait suffire pour pouvoir atteindre l'objectif inflationniste à moyen terme. L'évaluation de la situation en décembre a plébiscité le recul plus prononcé qu'attendu de l'inflation. Toutefois, même si la conjoncture européenne est nettement plus faible que celle des États-Unis, la BCE est plus vigilante que la Fed. En effet, la présidente de la BCE, Christine Lagarde veut disposer de bien plus de données confirmant l'apaisement durable de l'inflation au vu de la forte progression des coûts salariaux. Tout ceci n'augure pas un retournement rapide du cycle de taux. Or, en cas de poursuite de l'apaisement des prix, plusieurs confrères du Conseil des gouverneurs de la BCE envisagent une première baisse des taux au milieu de l'année, sur quoi table également notre scénario de base.

### Vision plus équilibrée de la BNS

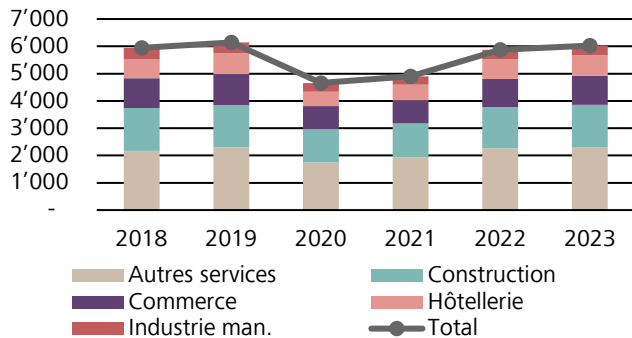
Même la BNS a fini par voir des risques de prix plus équilibrés. Lors de sa réunion de décembre, elle a donc renoncé à tendre à resserrer la vis. Elle n'évoque plus explicitement de nouvelles hausses de taux. Les nouvelles prévisions d'inflation à moyen terme de la BNS se situent à 1,6%, clairement sous la valeur de 1,9% de septembre, et donc plus nettement dans la fourchette cible ambitionnée de 0%-2%. Selon le président de la BNS, Thomas Jordan, ce n'est pas assez faible pour envisager d'ores et déjà des baisses de taux, notamment car les hausses de prix administrés augurent une nouvelle hausse temporaire du taux d'inflation. En se basant sur le niveau de taux directeur modéré de 1,75%, la BNS affiche comparativement la plus faible nécessité de baisses potentielles de taux directeurs au cours de l'année à venir. En particulier toute réduction plus prononcée de l'écart de taux avec la zone euro, en raison des baisses de taux de la BCE, présente toutefois le risque d'une vigueur indésirable du franc. Dans ce cas, la BNS ne devrait pas attendre plus longtemps pour baisser les taux, au lieu de la solution alternative qui consiste à acheter de nouveau massivement des devises.

# Branches suisses



## FAILLITES DE SOCIÉTÉS SUISSES

Hors cas en raison de défaillances dans l'organisation

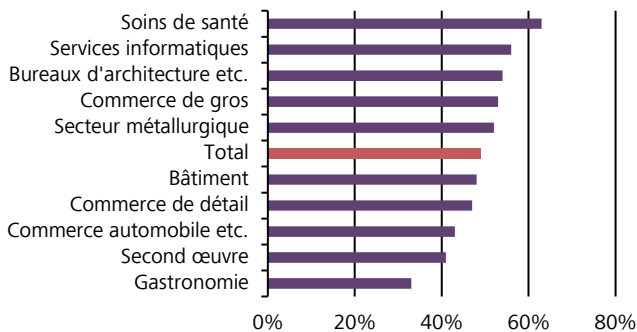


Source : Office statistique du canton de Zurich, Raiffeisen Economic Research



## REMBOURSEMENT DES CRÉDITS COVID-19

Crédits entièrement remboursés en %, à la fin 2023

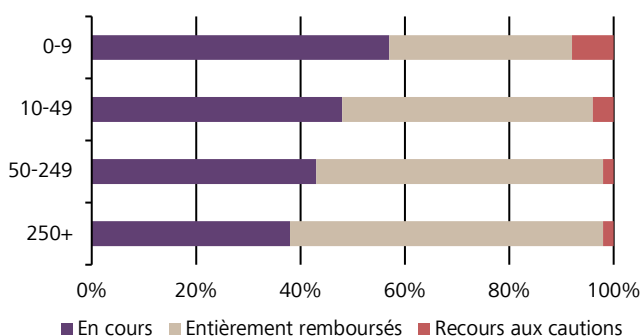


Source : SECO, Raiffeisen Economic Research



## CRÉDITS COVID-19 SELON LA TAILLE DE L'ENTREPRISE

Selon le nombre de salariés, en juin 2023



Source : SECO, Raiffeisen Economic Research

### Toujours pas de vague de faillites

Près d'une entreprise suisse sur quatre a sollicité un crédit Covid-19 il y a près de trois ans, dans l'hôtellerie, même une sur deux. Les crédits transitoires octroyés par la Confédération ont empêché une vague de faillites d'une ampleur sans précédent, même si ces crédits ont aussi permis à des entreprises non rentables et endettées d'avoir accès à des liquidités. Dans un premier temps, le nombre de faillites a donc fortement reculé. Or, l'inquiétude est restée grande quant au report de la vague de faillites, par ex. quand en mars 2022, a commencé l'amortissement des crédits. Le nombre de faillites d'entreprises a finalement explosé en 2022 avec 20% et a encore augmenté l'année dernière (+3%). Or, dans l'ensemble, même en 2023, il n'y a pas eu tellement plus de faillites qu'avant la pandémie. Par ailleurs, le nombre d'entreprises est de nouveau en hausse, de sorte que le taux de faillite est de nouveau inférieur à 2019.

Dans certains secteurs, la situation est certes très tendue au niveau des liquidités, comme par ex. dans la restauration où jusqu'à présent, seul un tiers des crédits Covid-19 a été entièrement remboursé. Dans la construction aussi, dans l'industrie automobile et dans le commerce de détail, certaines entreprises semblent manquer de liquidités pour amortir rapidement les crédits Covid. Le rythme de remboursement est lent, en particulier chez les micro-entreprises est c'est d'ailleurs là qu'il faut honorer les cautions et donc les défaillances de crédit et que les banques font appel au cautionnement de la Confédération.

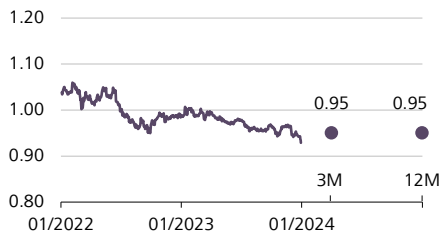
### Malgré la hausse des taux, des crédits Covid supportables

En mars 2023, la Confédération a renchéri les conditions de crédit en raison de la hausse généralisée des taux en espérant ainsi des amortissements plus rapides. Or, les remboursements étaient globalement inférieurs à 2022. D'un autre côté, le nombre et le volume des cautions honorées a baissé l'année dernière, ce qui indique que la hausse des taux est gérable pour la plupart des entreprises, du moins à court terme. En tous les cas, les chiffres des faillites n'ont pas fortement augmenté dans les secteurs concernés, même récemment. Certes, on peut supposer que le nombre de faillites continue d'augmenter en raison de l'affaiblissement conjoncturel, mais une véritable vague de faillites n'est toujours pas en vue. Car chez la plupart des entreprises, la situation des liquidités reste confortable malgré l'évolution délicate des affaires comme le signalent les contacts professionnels de la BNS. D'ailleurs, le remboursement des crédits Covid ne représente pas une grande charge pour la majorité des entreprises. En tous cas, fin 2023, la moitié des crédits avait été entièrement remboursée et pour le reste, les entreprises concernées ont encore sept longues années.

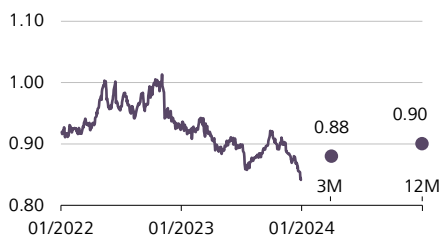
## Devises



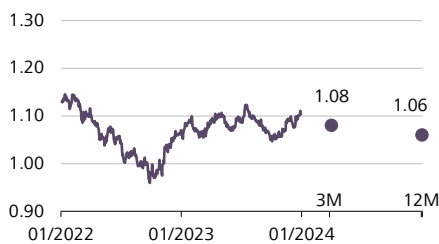
## PREVISIONS

**EUR/CHF**

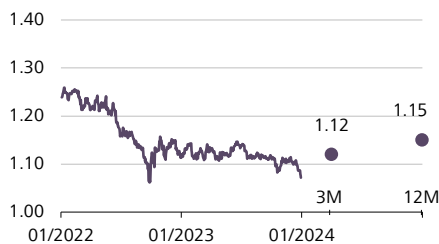
L'euro a perdu environ 2,5% de sa valeur par rapport au franc suisse en décembre. A la fin du mois, il a atteint un niveau bas de 0.9248 franc. D'une part, ses récentes pertes de cours ont été déclenchées par la dynamique conjoncturelle qui continuera de s'affaiblir en cette nouvelle année. D'autre part, la Banque centrale européenne (BCE) devrait décider ses premières baisses de taux d'intérêt au cours de l'été 2024, tandis que la Banque nationale suisse (BNS), quant à elle, devrait maintenir le niveau actuel de ses taux au moins jusqu'au troisième trimestre. A notre avis, le cours EUR / CHF a dernièrement toutefois crevé le plancher. Nous prévoyons ainsi la paire de devises à un niveau légèrement supérieur sur douze mois.

**USD/CHF**

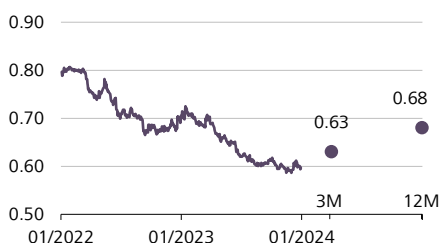
La Réserve fédérale américaine Fed a maintenu le taux d'intérêt clé de sa politique monétaire en décembre. En outre, elle a signalisé la fin du cycle de hausse et les premières baisses pour 2024. En Suisse, les taux devraient toutefois rester à leur niveau actuel pendant encore un certain temps. Le resserrement de la différence d'intérêt crée un vent contraire pour le dollar américain. Les faibles volumes négociés sur le marché des devises durant la période des fêtes ont accentué la situation. A 0.8332 franc, le billet vert était en décembre à son plus bas niveau depuis début 2015. Nous pensons que le cours du dollar intègre trop de facteurs négatifs et tablons sur un mouvement contraire à moyen terme.

**EUR/USD**

L'euro a gagné 1,3% par rapport au dollar US en décembre, terminant l'année à 1.1039. En glissement annuel, la monnaie unique européenne a ainsi enregistré une forte hausse de près de 3,1%. Contrairement à l'économie américaine, celle de la zone euro devrait toutefois basculer dans une récession en 2024. En conséquence, la BCE commencera à réduire les taux d'intérêt avant la Fed. En fin de compte, nous ne nous attendons à aucune appréciation durable de l'euro. Selon nos prévisions, le cours EUR / USD devrait légèrement baisser sur un horizon de trois mois et de douze mois.

**GBP/CHF**

L'inflation persistante (novembre: 3,9%) et la politique monétaire restrictive de la Bank of England (BoE) pèsent sur l'économie britannique et donc sur la monnaie. En conséquence, la livre sterling a perdu plus de 4% de sa valeur par rapport au franc suisse en 2023. Fin décembre, elle coûtait encore 1.0716 franc. Il ne faut pas exclure une nouvelle hausse des taux directeurs par la BoE, mais compte tenu du ralentissement conjoncturel, l'obstacle est de taille. Selon nous, le cours de la livre sterling intègre encore trop de facteurs négatifs. Nous nous attendons donc à ce que le cours GBP / CHF se redresse sur l'année.

**JPY/CHF\***

En 2023, la Bank of Japan (BoJ) a été la seule banque centrale à s'opposer à la tendance générale d'appliquer une politique monétaire plus restrictive. Les autorités monétaires souhaitaient ainsi alimenter l'inflation afin d'assurer le financement de la dette publique élevée du pays (2022: environ 260% du produit intérieur brut). Résultat: Le yen a littéralement chuté. Par rapport au franc suisse, il a perdu plus de 14% au cours de l'année. A moyen terme, la BoJ n'aura toutefois guère d'autre choix que d'augmenter les taux d'intérêt, ce qui réduira le désavantage actuel de la monnaie japonaise en termes de taux et devrait entraîner un redressement du cours JPY / CHF.

\* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

## Prévisions Raiffeisen (I)



## CONJONCTURE

## PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

|              | 2020 | 2021 | 2022 | Prévision 2023 | Prévision 2024 |
|--------------|------|------|------|----------------|----------------|
| Suisse       | -2.1 | 5.4  | 2.6  | 1.0            | 0.8            |
| Zone euro    | -6.8 | 5.2  | 3.4  | 0.5            | -0.1           |
| Etats-Unis   | -2.2 | 5.8  | 1.9  | 2.2            | 0.5            |
| Chine        | 2.3  | 8.1  | 3.0  | 5.0            | 4.5            |
| Japon        | -4.3 | 2.4  | 1.1  | 1.7            | 1.0            |
| Global (PPP) | -2.8 | 6.3  | 3.5  | 2.8            | 2.3            |

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

|            | 2020 | 2021 | 2022 | Prévision 2023 | Prévision 2024 |
|------------|------|------|------|----------------|----------------|
| Suisse     | -0.7 | 0.6  | 2.8  | 2.1            | 1.5            |
| Zone euro  | 0.3  | 2.6  | 8.4  | 5.5            | 2.0            |
| Etats-Unis | 1.2  | 4.7  | 8.0  | 4.0            | 2.5            |
| Chine      | 2.5  | 0.9  | 2.0  | 0.5            | 1.5            |
| Japon      | 0.0  | -0.3 | 2.5  | 3.1            | 2.0            |



## MARCHÉS FINANCIERS

## Taux directeurs (Fin d'année en %)\*

|     | 2021      | 2022      | Actuel.*  | Prévision 3M | Prévision 12M |
|-----|-----------|-----------|-----------|--------------|---------------|
| CHF | -0.75     | 1.00      | 1.75      | 1.75         | 1.50          |
| EUR | -0.50     | 2.00      | 4.00      | 4.00         | 3.25          |
| USD | 0.00-0.25 | 4.25-4.50 | 5.25-5.50 | 5.25-5.50    | 4.50-4.75     |
| JPY | -0.10     | -0.10     | -0.10     | -0.10        | 0.00          |

## Taux du marché des capitaux (Rendements des obligations d'Etat à 10 ans ; fin d'année, rendement en %)

|                 | 2021  | 2022 | Actuel.** | Prévision 3M | Prévision 12M |
|-----------------|-------|------|-----------|--------------|---------------|
| CHF             | -0.15 | 1.58 | 0.81      | 0.90         | 0.90          |
| EUR (Allemagne) | -0.18 | 2.57 | 2.20      | 2.50         | 2.50          |
| USD             | 1.51  | 3.87 | 4.00      | 4.30         | 3.90          |
| JPY             | 0.07  | 0.41 | 0.61      | 0.80         | 0.90          |

## Cours de change (Fin d'année)

|                 | 2021 | 2022 | Actuel.** | Prévision 3M | Prévision 12M |
|-----------------|------|------|-----------|--------------|---------------|
| EUR/CHF         | 1.04 | 0.99 | 0.93      | 0.95         | 0.95          |
| USD/CHF         | 0.91 | 0.92 | 0.85      | 0.88         | 0.90          |
| JPY/CHF (x 100) | 0.79 | 0.71 | 0.59      | 0.63         | 0.68          |
| EUR/USD         | 1.14 | 1.07 | 1.09      | 1.08         | 1.06          |
| GBP/CHF         | 1.23 | 1.12 | 1.09      | 1.12         | 1.15          |

## Matières premières (Fin d'année)

|                          | 2021 | 2022 | Actuel.** | Prévision 3M | Prévision 12M |
|--------------------------|------|------|-----------|--------------|---------------|
| Pétrole brut (USD/baril) | 78   | 86   | 78        | 85           | 80            |
| Or (USD/once)            | 1829 | 1824 | 2032      | 2070         | 2150          |

\* taux directeur respectivement pertinent pour les taux du marché monétaire (taux des dépôts de la BNS, taux des dépôts de la BCE, corridor pour le taux cible des fonds fédéraux), \*\*10.01.2024

## Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

|                                  | 2019       | 2020        | 2021       | 2022       | Prévision 2023 | Prévision 2024 |
|----------------------------------|------------|-------------|------------|------------|----------------|----------------|
| <b>PIB, réel, évolution en %</b> | <b>1.2</b> | <b>-2.1</b> | <b>5.4</b> | <b>2.6</b> | <b>1.0</b>     | <b>0.8</b>     |
| Consommation des ménages         | 1.2        | -3.4        | 1.8        | 4.2        | 2.1            | 0.7            |
| Consommation publique            | 0.8        | 3.8         | 3.3        | -0.8       | 0.6            | 0.2            |
| Dépenses de biens d'équipement   | 1.8        | -1.5        | 5.9        | 4.6        | -0.9           | 0.0            |
| Investissements dans le bâtiment | -0.9       | -1.0        | -3.1       | -5.5       | -2.1           | 0.4            |
| Exportations                     | 1.6        | -5.1        | 12.5       | 4.6        | 5.0            | 3.8            |
| Importations                     | 2.8        | -6.0        | 5.9        | 5.9        | 6.2            | 2.0            |
| <b>Taux de chômage en %</b>      | <b>2.3</b> | <b>3.2</b>  | <b>3.0</b> | <b>2.2</b> | <b>2.0</b>     | <b>2.2</b>     |
| <b>Inflation en %</b>            | <b>0.4</b> | <b>-0.7</b> | <b>0.6</b> | <b>2.8</b> | <b>2.1</b>     | <b>1.5</b>     |

### Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen  
The Circle 66  
8058 Zürich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

### Auteurs

Alexander Koch  
Domagoj Arapovic

### Autres Publications

Vous trouvez cette publication ainsi que d'autres publications Raiffeisen sous le lien ci-dessous.

[www.raiffeisen.ch/publikationen](http://www.raiffeisen.ch/publikationen)

### Internet

[www.raiffeisen.ch](http://www.raiffeisen.ch)

### Mentions légales importantes

#### Ceci n'est pas une offre

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée.

Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

#### Exclusion de responsabilité

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication.

Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

#### Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication.