

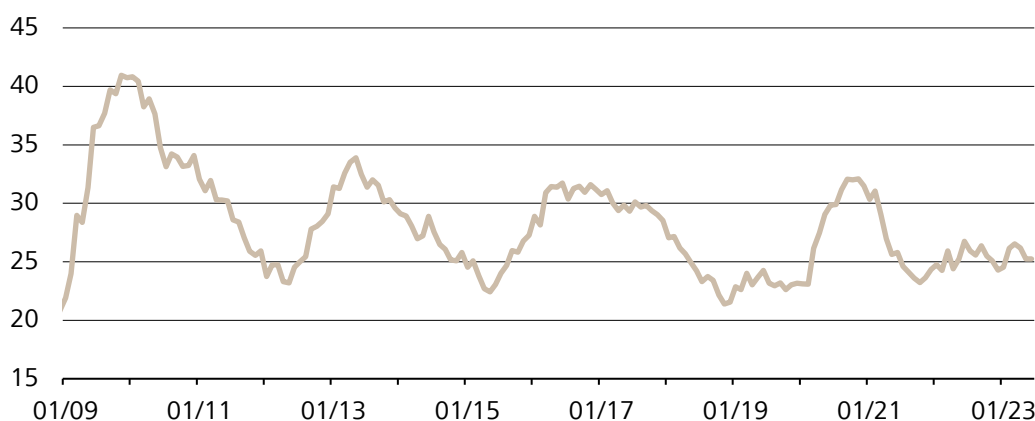
# Check conjoncturel

Tant la Fed que la BCE ont relevé encore une fois les taux au début du deuxième semestre, ne voyant pas de signes suffisants d'un ralentissement acceptable de la dynamique des prix sous-jacente. Entre-temps, les deux banques centrales constatent cependant quand même des signaux d'un fléchissement encourus ou en préparation. C'est pourquoi de nouvelles hausses des taux après la pause estivale ne sont plus forcément planifiées. Bien que l'inflation en suisse soit déjà retombée sous la barre des 2%, les membres du Directoire de la BNS considère en comparaison la situation avec prudence et tendent manifestement à préférer intervenir encore un peu à titre préventif.



## GRAPHIQUE DU MOIS: EN ATTENDANT GODOT

Impulsion de crédit: rapport entre la croissance chinoise du crédit et l'augmentation du PIB en %, basé sur des sommes mensuelles de 12 mois



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Attendre Godot signifie attendre en vain une personne ou la survenance d'un événement donné. L'expression «En attendant Godot» provient de la pièce éponyme de l'auteur irlandais Samuel Beckett, dans laquelle deux vagabonds attendent Godot sans succès tout en s'adonnant à des dialogues ou monologues presque toujours dénués de sens.

Cette expression est souvent utilisée sur les marchés financiers quand des évolutions attendues ou espérées ne veulent simplement pas arriver. Ces derniers mois, cela a été par exemple le cas du démarrage de l'économie chinoise poussé par l'Etat. Après la fin de la politique zéro-Covid, les espoirs étaient grands qu'une robuste reprise de la conjoncture chinoise insufflé davantage d'élan à l'économie mondiale. Et, au début de l'année, les effets de rattrapage après la réouverture ont aussi été importants. Mais après la reprise s'est rapidement essouffée. Les chiffres du PIB pour le deuxième trimestre n'ont plus montré qu'une dynamique de croissance modérée.

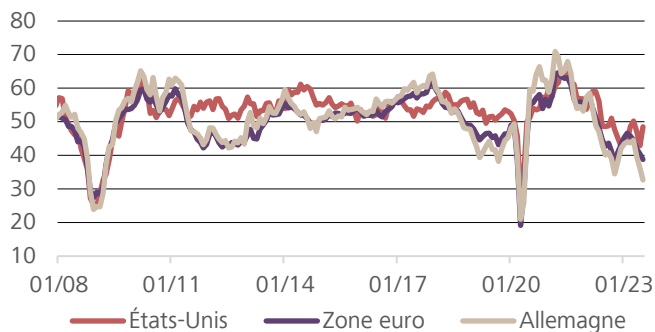
Les raisons de l'absence de retour aux taux de croissance élevés du passé sont multiples. La population chinoise a commencé à diminuer. Pendant la pandémie, les ménages privés n'ont guère reçu de soutien. L'économie privée souffre des tensions géopolitiques et de la réglementation plus stricte, ce qui a aussi entraîné un chiffre record du chômage des jeunes. Et surtout le marché immobilier gonflé a repris sa tendance baissière après un bref redressement. Les politiques essaient déjà depuis longtemps d'améliorer la situation en prenant toujours de nouvelles mesures. Cependant, ils ne sont manifestement toujours pas prêts à employer le bazooka attendu par les marchés et à gonfler encore davantage la bulle immobilière. A des fins de stabilisation, ce sont essentiellement les conditions de financement qui sont toujours plus assouplies. Cela permet d'éviter les faillites et une aggravation de la situation mais ne donne pas d'impulsion importante de crédit ni n'accélère l'assainissement structurel nécessaire, ce qui fait que les marchés financiers pourraient bien continuer d'attendre Godot.

# Conjoncture



## ENTRÉES DES COMMANDES

Indices des directeurs d'achat (PMI) industrie manufacturière  
Entrée des commandes

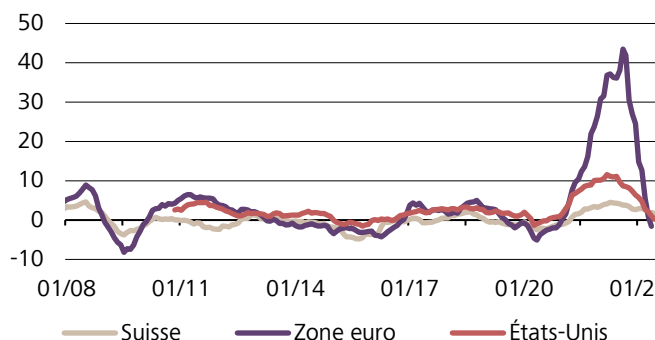


Source: S&P, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA PRODUCTION

In % par rapport à l'année précédente

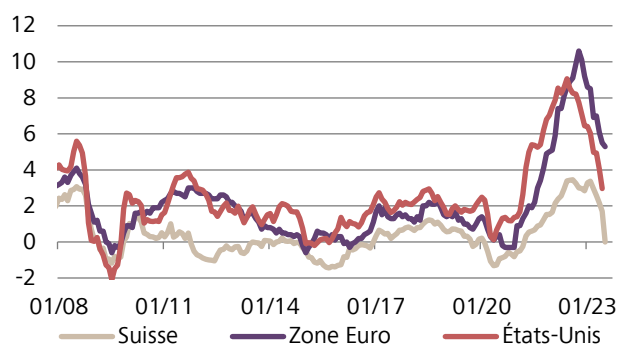


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Détente dans la situation des achats

La situation des achats des entreprises s'est détendue. Hormis dans quelques branches isolées comme l'industrie automobile en particulier, les chaînes d'approvisionnement se sont de nouveau stabilisées dans une large mesure. En Suisse, moins de 10% des contacts commerciaux de la BNS signalent clairement encore des difficultés importantes d'approvisionnement. Cela signifie en substance des impulsions positives pour l'industrie. Les entreprises peuvent traiter plus rapidement les coussins de commandes constitués pendant la longue période de goulets d'étranglement. L'amélioration de la disponibilité des marchandises n'est toutefois pas seulement à imputer notamment à la fin du boom de la demande de marchandises durant la pandémie. Les consommateurs dépensent à nouveau davantage pour des services, ce qui contribue à continuer à l'amélioration des recettes du tourisme surtout dans le sud de l'Europe pendant la principale saison des voyages. Et les entreprises ont à nouveau réapprovisionné leurs stocks souvent même plus que nécessaire. Les chiffres des stocks disponibles aux Etats-Unis sont sensiblement plus élevés qu'avant la pandémie.

## Recul de la demande

Dans le cadre de l'enquête réalisée par l'institut allemand d'étude de la conjoncture IFO, de plus en plus d'entreprises communiquent par conséquent une rapide diminution des carnets de commande. Un grand nombre d'entre elles jugent déjà qu'ils sont à nouveau trop bas. Selon les sondages effectués auprès des entreprises, l'érosion des entrées de commandes s'est même encore accélérée au début du deuxième semestre. Les fabricants suisses interrogés par le KOF communiquent eux aussi des perspectives plus sombres. Tant les entreprises que les ménages privés restent réservés quant à des achats importants en raison des hausses élevées de prix, aussi parce que les épargnes excédentaires constituées pendant la pandémie touchent lentement mais sûrement à leur fin et en raison des taux d'intérêt en hausse qui pèsent de plus en plus sur le budget. Les entreprises prévoient par ailleurs dans ce contexte une augmentation toujours plus réduite de l'emploi. La consommation suisse moins touchée par l'inflation ne devrait ainsi plus beaucoup progresser.

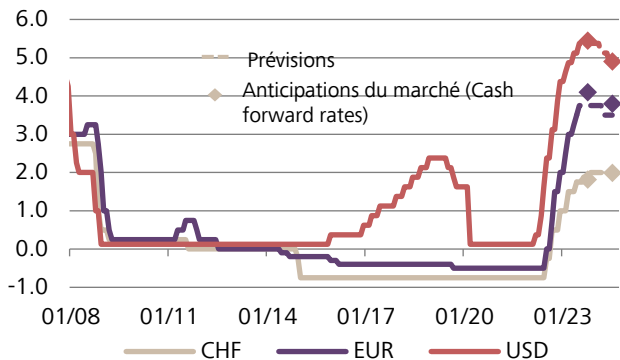
## La pipeline des prix continue de se vider

Les prix d'achat des entreprises reculent parfois fortement dans un nombre toujours plus grand de secteurs. La concurrence sur les prix qui croît à nouveau en même temps augmente en outre les incitations à répercuter les baisses de prix. Aux Etats-Unis, le niveau de consommation reste encore essentiellement plus élevé qu'en Europe grâce au degré de résistance plus levé de l'économie, ce qui devrait contribuer à faire s'apaiser plus lentement la tendance sous-jacente des prix. En Europe, les prix à la production et les anticipations de prix après l'envolée des prix de l'énergie précédente sont en revanche orientées plus fortement vers le bas. Cela devrait aussi réduire les hausses excessives des prix des services jusqu'à récemment. Cela est vrai en raison de la pipeline des prix moins remplie notamment aussi pour la Suisse où l'inflation s'est repliée sous la barre des 2% déjà avant le milieu de l'année.

# Taux d'intérêt



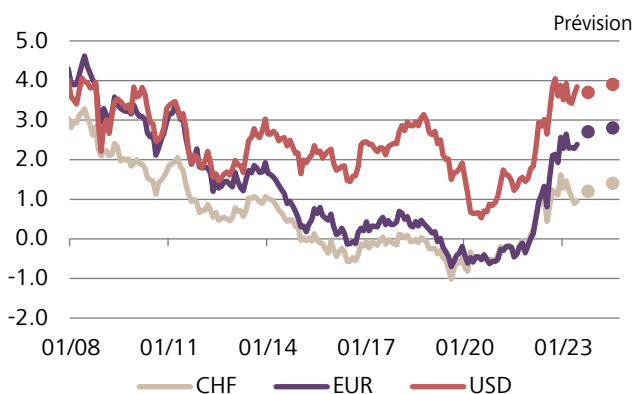
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



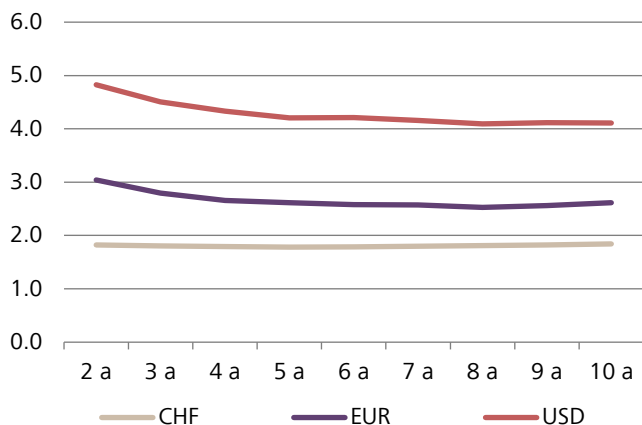
## EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ETAT : 07.08.23), EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed reconnaît quelques progrès

En juillet, après une pause, la banque centrale américaine a encore relevé comme attendu les taux directeurs de 25 points de base. Avec cette onzième intervention sur les taux, le taux cible des fonds fédéraux se situe désormais à 5,375%. En juin, les prévisions trimestrielles des taux des membres du Comité d'open market de la Fed (FOMC) faisaient encore état d'une nouvelle augmentation d'ici la fin de l'année, vu le peu d'avance dans le recul de la tendance des prix sous-jacente. Après la réunion de juillet, le président de la Fed Jerome Powell continuait aussi de juger cela possible. En même temps, il relevait la possibilité d'une nouvelle pause, ayant observé récemment plus d'indications pour un ralentissement au moins progressif de la pression sur les salaires et les prix. Si cela devait se confirmer jusqu'à la prochaine réunion, le pic des taux pourrait avoir été atteint. En raison des données conjoncturelles américaines qui continuent d'être en même temps extrêmement résistantes, il n'y a cependant certainement pas encore de signal de fin d'alerte définitif et aucune raison que les taux baissent prochainement.

### La BCE n'est plus en autopilotage

Comme cela était quasiment déjà annoncé, la BCE a aussi poursuivi ses hausses de taux tout à fait selon ce qui était attendu. Le taux de dépôt se situe désormais à 3,75%. Les risques liés aux prix continuent en outre d'être estimés orientés vers le haut. Cette fois, la présidente de la BCE Christine Lagarde n'a cependant plus signalé de plans concrets de nouvelles hausses des taux. L'autopilote a été pour ainsi dire débranché et les données à venir devraient désormais être seules déterminantes. En juillet, l'inflation sous-jacente de la zone euro s'est en tout cas maintenue sans changement à un taux excessif de 5,5%, légèrement au-dessus des attentes. En même temps, les sondages effectués auprès des entreprises montrent des perspectives d'activité encore plus sombres. Et les prix des étapes préliminaires sont plus importants. Malgré des accords salariaux plus élevés, cela devrait aussi peu à peu freiner beaucoup plus fortement les prix des services. On ne sait toutefois pas si cela devrait déjà être le cas d'ici la prochaine réunion de septembre.

### La BNS reste soucieuse

Après sa cinquième hausse du taux à 1,75%, la BNS a aussi constaté une nouvelle augmentation de la pression sur les prix lors de son examen de la situation en juin. Ses projections d'inflation continuent de montrer encore un léger dépassement de la marge de fluctuation de 0 à 2% à moyen terme. Bien que les chiffres d'inflation suisses enregistrent ces derniers mois un ralentissement plus marqué qu'attendu et que l'ensemble des indicateurs avancés signalent que la tendance des prix sous-jacente continue de s'apaiser, les membres de la direction générale de la BNS se sont toujours montrés jusqu'à récemment extrêmement soucieux d'effets possibles de second tour voire de troisième tour sur les prix à la consommation. Vu cette attitude prudente, il est de plus en plus vraisemblable que les banquiers centraux interviennent encore un peu à titre préventif, même si fondamentalement cela n'apparaît plus forcément nécessaire.

## Branches suisses – Déséquilibres dans l'exportation

La part de l'industrie pharmaceutique dans l'ensemble des exportations suisses a diminué en 2021 et en 2022, ce qui n'est arrivé que quatre fois au cours des 30 années précédentes. Les exportations pharmaceutiques ont poursuivi leur progression mais d'autres branches ont connu une croissance encore plus forte grâce au boom de la demande dû à la pandémie. C'est pourquoi la concentration élevée dans la structure des exportations s'est réduite pour la première fois depuis des années. C'est ce que montre le recul de l'indice de Herfindahl, calculé sur la base de 98 groupes de produits (voir graphique). Les exportations continuent toutefois d'être nettement moins diversifiées que dans des pays comparables. Dans l'OCDE, seuls les membres ayant d'importantes ressources de matières premières comme la Norvège ou l'Australie affichent encore une concentration de produits encore plus forte. Sinon, la structure des exportations est partout plus diversifiée qu'en Suisse. C'est aussi le cas de l'Europe de l'Est en partie fortement dépendante des exportations de l'industrie automobile. Jusqu'à la crise financière de 2008, la concentration des exportations en Suisse était à peu près de même niveau que dans les pays voisins. Puis de nombreuses branches exportatrices ont stagné pendant des années, surtout à cause de l'appréciation du franc, alors que le boom de la demande dans le secteur pharmaceutique s'accroissait. En dehors de l'industrie pharmaceutique, la concentration est bien plus basse, mais reste encore plus élevée que dans les pays voisins à cause des exportations horlogères. Après le recul des deux dernières années, la concentration de produits augmente cependant à nouveau. Du fait de la faiblesse de la conjoncture à l'échelle mondiale, la demande d'exportations a en effet de nouveau sensiblement diminué en 2023 dans la plupart des branches. Cela n'est en revanche pas vrai pour l'industrie pharmaceutique, moins sensible à la conjoncture, ce qui explique pourquoi elle a pu à nouveau conforter son avance par rapport aux autres branches exportatrices durant le premier semestre de 2023.

Une concentration élevée de produits entraîne normalement aussi une plus grande vulnérabilité aux crises. Cela a en particulier été le cas dans les pays fortement dépendants des matières premières. La demande dans la branche pharmaceutique est en revanche moins cyclique et plus stable. Il faudrait aussi en tenir compte si la

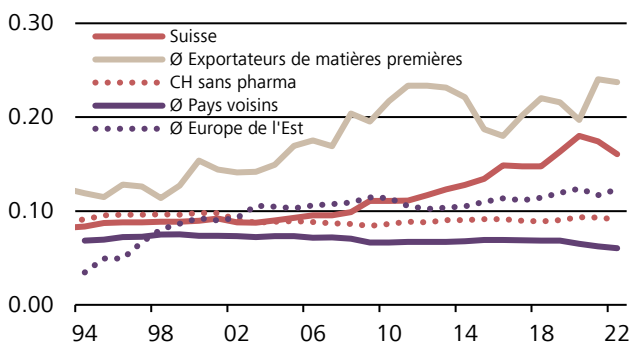
branche devait être plus strictement réglementée. Cela exercerait certes des pressions sur les marges élevées mais n'agirait guère sur la demande.

Cependant, le risque idiosyncratique est aussi applicable au cas suisse, à savoir le risque que l'on se rapporte aux spécificités des différentes entreprises et non à l'évolution générale de la branche. Car dans aucune autre grande branche exportatrice la dépendance à quelques rares acteurs n'est aussi élevée (voir graphique). Avec 85 milliards de francs à leur actif, les cinq entreprises les plus importantes sont responsables d'environ 90% de toutes les exportations pharmaceutiques. Si l'une d'elles connaît une situation critique, à cause par exemple d'un enchaînement de circonstances malheureuses, cela risque d'entraîner d'importantes répercussions économiques. Par ailleurs, avec ses excédents commerciaux se chiffrant en milliards et augmentant presque sans interruption, l'industrie pharmaceutique contribue de manière essentielle à l'appréciation continue du franc, ce qui affecte la compétitivité des prix des branches plus petites. C'est en soi mauvais car une monnaie forte oblige l'industrie à se maintenir en forme et encourage ainsi l'activité d'investissement et le changement structurel et finalement la production de biens de plus haute valeur. Ainsi, l'industrie suisse s'est plutôt mieux développée que celle des autres pays de l'OCDE durant les dernières années et décennies malgré la vigueur de sa monnaie. Face à la concurrence mondiale, la Suisse perd toutefois elle aussi régulièrement des parts de marché, principalement au profit de l'Asie du Sud-Est. Cela a aussi été le cas durant les deux dernières années – malgré une forte croissance des exportations. Si les prix en sont la cause essentielle, il est évident que la concurrence a réussi à accroître aussi le volume. Dans la plupart des branches, la part suisse dans le marché mondial diminue de fait déjà depuis des années. Cela n'est de loin pas seulement dû à l'appréciation du franc portée par les exportations pharmaceutiques. Les énormes excédents de la branche pharmaceutique figurent cependant en bonne place dans les rapports sur la situation de l'industrie, ce qui explique pourquoi le risque de désindustrialisation n'est souvent pas assez pris en compte dans la perception publique.



### CONCENTRATION DANS L'EXPORTATION

Indice de Herfindahl, OCDE (98 groupes de marchandises)

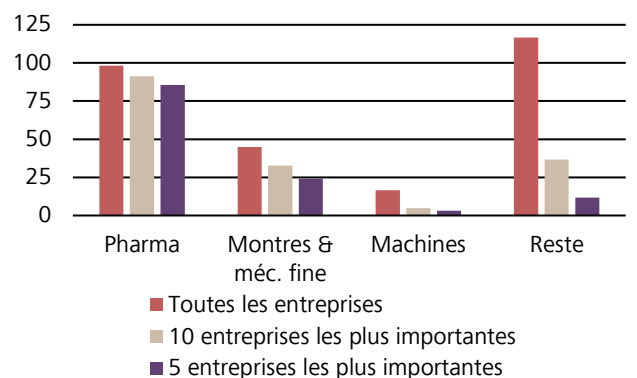


Source: UN Comtrade, Raiffeisen Economic Research



### EXPORTATIONS DES PRINCIPALES ENTREPRISES

En milliards de francs

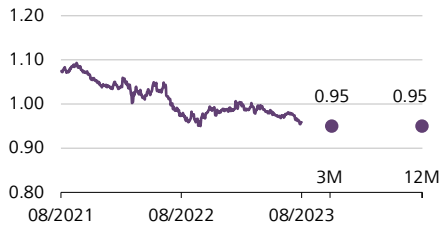


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

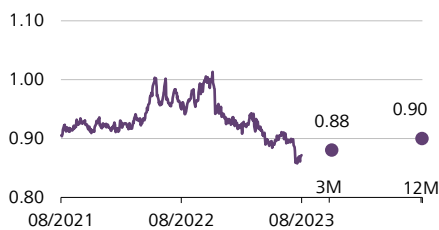
## Devises



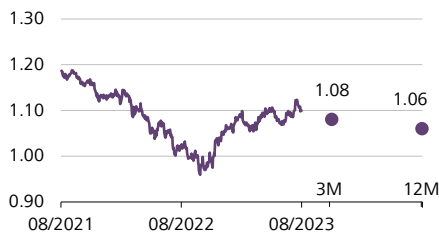
## PREVISIONS

**EUR/CHF**

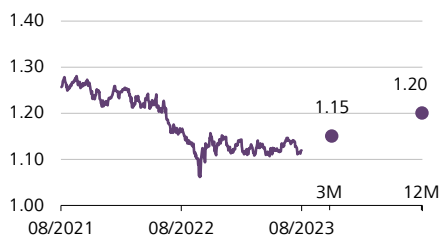
Il devient de plus en plus clair que l'économie dans la zone euro s'enlise. La monnaie unique en souffre de par sa nature cyclique. Elle est tombée à CHF 0.9518 en juillet, un plancher jamais atteint depuis septembre 2022. A la fin du mois, la perte de valeur était presque à 1,9%. Sur le moyen terme, nous prévoyons une tendance latérale de la paire des devises EUR / CHF. D'une part, l'écart du taux d'intérêt nominal par rapport au franc suisse profite à la monnaie européenne. D'autre part, les risques conjoncturels croissants soutiennent la monnaie helvète, valeur refuge.

**USD/CHF**

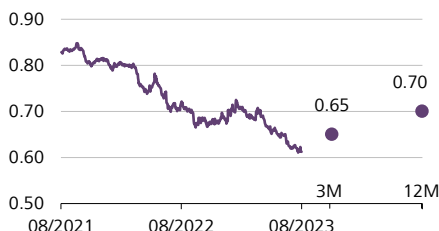
Le dollar américain est temporairement passé sous la barre des CHF 0.86 le mois passé. C'était en janvier 2015 la dernière fois que le billet vert a été aussi bon marché lorsque la BNS avait supprimé le taux plancher du franc suisse par rapport à l'euro. La faiblesse de la devise américaine est due aux prévisions sur les taux d'intérêts émises par les acteurs du marché qui partent du principe qu'avec l'augmentation des taux réalisée fin juillet (+25 pb), la Fed a achevé son cycle haussier. L'accroissement incontrôlé de la dette publique aux Etats-Unis donne au dollar du fil à retordre, mais à notre avis, le cours USD / CHF a crevé le plancher. Notre prévision pour l'année est donc légèrement plus haute, à 0.90.

**EUR/USD**

L'euro a atteint USD 1.1276 mi-juillet, son paroxysme depuis 17 mois, un gain de cours de 2% par rapport au début de l'année. Il est principalement stimulé par les prévisions sur les taux émis par les investisseurs qui partent du principe que la Banque centrale européenne (BCE) est à la traîne par rapport à la Fed concernant le cycle de resserrement en dépit de sa hausse des taux en juillet (+25 pb) et qu'elle devra donc resserrer davantage sa politique monétaire. A notre avis, une grande partie de ce soutien est déjà intégrée aux cours. Par ailleurs, le ralentissement conjoncturel pèse plus lourdement sur l'euro que sur le billet vert. Nos prévisions à 3 et à 12 mois pour le cours EUR / USD sont de 1.08 et de 1.06 respectivement.

**GBP/CHF**

Le taux d'inflation au Royaume-Uni est passé de 8,7% à 7,9% en juin, le plancher depuis plus d'un an. Néanmoins, l'écart avec la Suisse (1,7%) reste encore important. Dans le même temps, l'économie stagne sur l'île. En effet, le Brexit, vanté au départ comme solution remède, finit par déployer ses effets de boomerang, ce qui explique la faiblesse actuelle de la livre sterling. Toujours est-il que l'important écart du taux d'intérêt nominal par rapport au franc suisse soutient la monnaie britannique, si bien qu'elle a poursuivi en juillet son mouvement latéral volatil dans la fourchette entre CHF 1.10 et 1.15. A moyen terme, nous tablons sur une livre plus forte en raison de sa sous-évaluation.

**JPY/CHF\***

La Banque du Japon (BoJ) maintient le niveau de son taux directeur à -0,10% malgré une économie performante et une inflation accrue qui se situait à 3,3% en juin et qui a dépassé l'objectif de la banque centrale pour le 15e mois consécutif. A l'avenir, les rendements des obligations d'Etat à dix ans pourraient néanmoins surperformer le plafond précédent de 0,5%. Le cours JPY / CHF s'est donc un peu stabilisé après sa récente baisse en juillet. Or, la devise japonaise cote toujours 9% au-dessous de sa moyenne mobile sur 200 jours. Nous avons légèrement révisé nos prévisions sur 3 et 12 mois, mais attendons encore un contre-mouvement du yen chroniquement sous-évalué.

\* 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	-2.5	4.2	2.1	1.0	0.8
Zone euro	-6.8	5.2	3.4	0.5	-0.1
Etats-Unis	-2.8	5.9	2.1	1.0	0.5
Chine	2.3	8.1	3.0	5.0	4.5
Japon	-4.8	1.9	1.1	1.0	1.0
Global (PPP)	-3.0	6.2	3.4	2.4	2.3

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
Suisse	-0.7	0.6	2.8	2.3	1.8
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	1.5	2.0
Japon	0.0	-0.3	2.5	2.5	1.5



## MARCHÉS FINANCIERS

## Taux directeurs (Fin d'année en %)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	1.00	1.75	2.00	2.00
EUR	-0.50	2.00	3.75	3.75	3.50
USD	0.00-0.25	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	4.75-5.00
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	1.02	1.20	1.40
EUR (Allemagne)	-0.18	2.57	2.56	2.70	2.80
USD	1.51	3.87	4.08	3.70	3.90
JPY	0.07	0.41	0.64	0.50	0.75

## Cours de change (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.96	0.95	0.95
USD/CHF	0.91	0.92	0.88	0.88	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.62	0.65	0.70
EUR/USD	1.14	1.07	1.10	1.08	1.06
GBP/CHF	1.23	1.12	1.11	1.15	1.20

## Matières premières (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	78	86	86	80	80
Or (USD/once)	1829	1824	1937	2070	2000

\*07.08.2023

## 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>-2.5</b>	<b>4.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
Consommation des ménages	1.2	-4.2	1.7	4.0	1.9	0.8
Consommation publique	0.8	3.5	3.5	-0.5	-0.3	-0.2
Dépenses de biens d'équipement	1.8	-4.2	8.1	1.1	2.8	1.4
Investissements dans le bâtiment	-0.9	-1.0	-3.0	-4.3	-1.5	0.5
Exportations	1.6	-5.0	10.9	4.1	5.2	2.1
Importations	2.8	-6.0	5.0	5.6	5.9	2.3
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>

### Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile, Chefökonom Raiffeisen Gruppe  
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.