

# RFFA: Stratégies cantonales pour attirer les entreprises

Economics Alert | Avril 2019



# Impressum

---

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

Burkhard Varnholt  
Vice Chairman IS&P  
+41 44 333 67 63  
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Oliver Adler  
Économiste en chef, CIO Office Suisse  
+41 44 333 09 61  
oliver.adler@credit-suisse.com

## **Clôture de rédaction**

25 mars 2019

## **Commandes**

Exemplaires électroniques via  
[credit-suisse.com/projetfiscal](http://credit-suisse.com/projetfiscal).

## **Copyright**

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

## **Auteur**

Jan Schüpbach  
+41 44 333 77 36  
jan.schuepbach@credit-suisse.com

# Stratégies cantonales pour attirer les entreprises

**Si le projet «Réforme fiscale et financement de l'AVS» est accepté par le peuple, l'imposition des sociétés changera de manière radicale. Les privilèges fiscaux accordés aux sociétés à statut spécial seront supprimés. En revanche, les entreprises innovantes profiteront de mesures d'encouragement acceptées sur le plan international. Mais les cantons aménageront ces nouveaux instruments fiscaux de manière très différente et certains procéderont en outre à de fortes baisses des taux d'imposition ordinaires.**

## Réforme fiscale et financement de l'AVS (RFFA)

Le 19 mai 2019, un des projets de réforme les plus importants de Suisse actuellement sera soumis à votation. La «Loi fédérale relative à la réforme fiscale et au financement de l'AVS» (RFFA) vise à introduire un système fiscal conforme aux normes internationales, mais compétitif afin de préserver l'attrait de la Suisse en tant que site d'implantation. À cet effet, le Parlement a introduit une compensation sociale en faveur de l'AVS dans le «Projet fiscal 17» initial. Si le texte est accepté, des premières mesures pourront être prises immédiatement après la votation, et la plupart devraient entrer en vigueur en janvier 2020.

## Suppression des privilèges fiscaux des sociétés à statut spécial

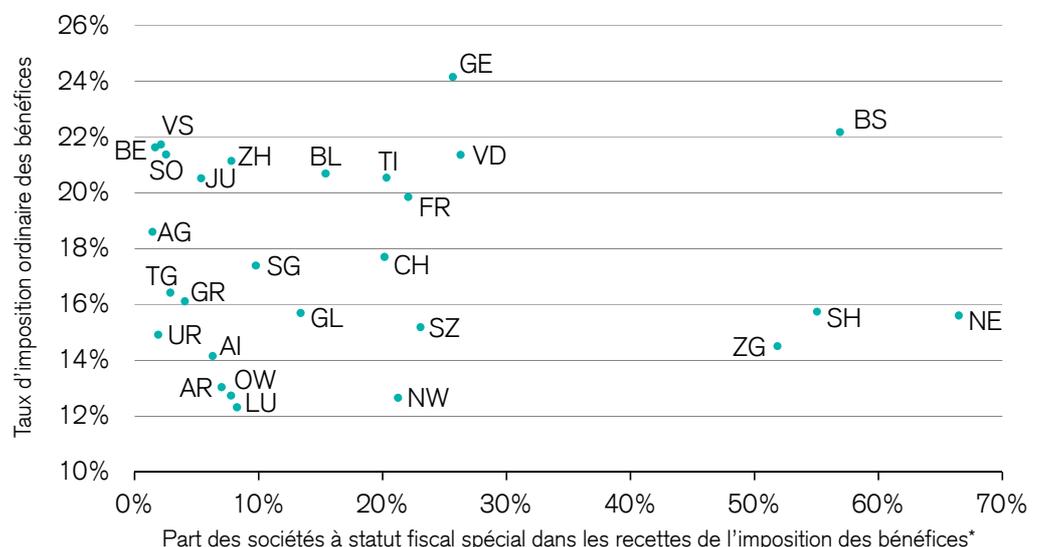
La suppression des privilèges fiscaux des sociétés à statut spécial (holdings, sociétés d'administration, de domicile et mixtes) est au cœur de la réforme. À l'heure actuelle, les entreprises qui réalisent l'essentiel de leur chiffre d'affaires à l'étranger et dont les coûts y sont encourus profitent de taux d'imposition réduits, voire d'exonérations. Les holdings, dont le but principal est de participer à d'autres sociétés de capitaux, ne sont ainsi soumises à aucun impôt sur le bénéfice au niveau cantonal et payent un impôt sur le capital réduit selon le canton. Cette inégalité de traitement des revenus, selon qu'ils sont générés en Suisse ou à l'étranger, ne sera plus autorisée.

## Une réforme de portée majeure

Les sociétés à statut spécial revêtent une importance considérable pour la Suisse. De 2012 à 2014, elles ont généré près de la moitié des recettes de l'impôt sur le bénéfice de la Confédération, soit 3,6 mrd CHF p. a. en moyenne. Pour les cantons et les communes, elles représentaient quelque 20%, soit 2,1 mrd CHF, et même plus de 50% dans les cantons de Neuchâtel, Bâle-

### Sociétés à statut fiscal spécial: une très grande importance économique

Importance des sociétés à statut fiscal spécial mesurée à l'aune de leur part dans les recettes de l'impôt sur le bénéfice, 2012-2014, taux ordinaire d'impôt sur le bénéfice 2018



Sources: Administration fédérale des contributions, KPMG, Credit Suisse

\* Niveau cantonal et communal, y c. part dans l'impôt fédéral direct

Ville, Schaffhouse et Zoug (cf. fig.). En outre, elles innovez fortement, comptant pour 48% environ des dépenses de recherche et développement (R&D) du secteur privé.

## Encouragement de la recherche et du développement

Suite à la suppression des privilèges fiscaux des sociétés à statut spécial, des règles d'imposition identiques s'appliqueront à l'avenir à toutes les entreprises. Afin de préserver l'attrait de la Suisse comme site d'implantation, de nouvelles mesures d'encouragement à l'innovation, aussi reconnues à l'étranger, doivent être introduites à l'échelle cantonale. Tous les cantons devront mettre en place une imposition privilégiée des bénéficiaires provenant de brevets («patent box»), avec une réduction de 90% au maximum. À titre facultatif, ils pourront aussi prévoir des déductions supplémentaires pour la recherche et le développement. Enfin, un canton pourra octroyer une déduction des intérêts sur l'émission de nouveaux fonds propres dès lors que la charge effective de l'impôt sur le bénéfice se montera à 18,03% au moins dans son chef-lieu, condition que seul Zurich semble remplir actuellement. Au total, l'allègement de ces trois instruments fiscaux ne pourra toutefois pas excéder 70% («limitation des allègements»), c'est-à-dire que chaque entreprise devra s'acquitter de l'impôt sur au moins 30% de son bénéfice imposable avant application de la réglementation spéciale.

## Augmentation de l'imposition des dividendes et de la part cantonale

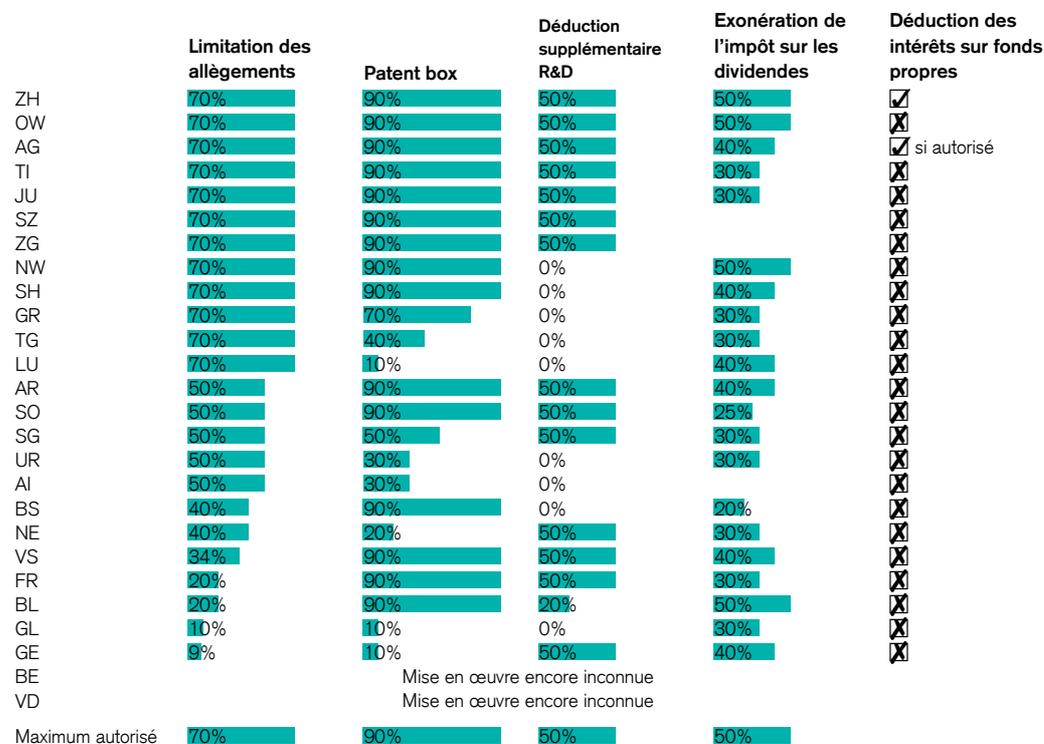
Afin de contre-financer la réforme, les rendements de participations devront notamment être davantage taxés au titre de l'impôt sur le revenu, à hauteur de 70% à l'échelon fédéral (contre 60% pour la fortune privée et 50% pour la fortune commerciale aujourd'hui) et d'au moins 50% au niveau cantonal (les taux sont actuellement plus faibles dans quatre cantons). La part des cantons au produit de l'impôt fédéral direct sera en outre relevée de 17% à 21,2%, de façon à leur conférer une marge de manœuvre supplémentaire pour abaisser les taux d'imposition ordinaires.<sup>1</sup>

## Grandes différences entre les cantons concernant l'aménagement des nouveaux instruments

Dans un cadre délimité, les cantons auront la possibilité de composer le train de mesures qui leur convient le mieux, en associant taux ordinaires d'impôt sur les sociétés et approches fiscales sur mesure. La stratégie de politique fiscale d'un canton dépend de l'importance des sociétés à statut spécial, de la pertinence de l'impôt sur les sociétés pour l'attrait du site, de l'intensité de la concurrence fiscale intercantonale et internationale et de ses possibilités financières. Le tableau ci-dessous offre un aperçu de l'aménagement des instruments fiscaux actuellement envisagé.

### Nouveaux instruments: marge de manœuvre bien exploitée par Zurich, Obwald et l'Argovie

Aperçu de l'aménagement des principaux nouveaux instruments fiscaux par les cantons; données au 13.03.2019



Source: BDO, cantons, Credit Suisse

<sup>1</sup> Outre celles citées ici, d'autres mesures fiscales sont prévues pour les entreprises (ajustements de l'impôt sur le capital, règles de déclaration des réserves latentes, etc.) et les actionnaires (limitation du principe de l'apport de capital). La péréquation financière intercantonale doit par ailleurs être modifiée. Pour de plus amples informations: <https://www.efd.admin.ch/efd/fr/home/dokumentation/legislation/votations/staf.html>.

## Poursuite de la concurrence via la baisse des taux d'imposition ordinaires

Malgré l'introduction de privilèges fiscaux, les possibilités de réduire la base de calcul sont en définitive moins importantes. Par ailleurs, de nombreuses entreprises ne pourront pas profiter des nouveaux instruments fiscaux prévus. Afin de préserver leur compétitivité fiscale, la plupart des cantons envisagent par conséquent d'abaisser les taux ordinaires d'impôt sur les sociétés. Dans l'ensemble, la concurrence fiscale via la réduction de ces taux devrait donc continuer de s'intensifier.

## Éviter l'émigration des sociétés à statut fiscal spécial

Une pression accrue s'exercera sur les cantons dans lesquels les taux ordinaires d'impôt sur le bénéfice sont actuellement élevés (p. ex. Genève, Vaud ou Bâle-Ville) et où les sociétés à statut fiscal spécial représentent une grande partie des bénéfices imposables, d'autant que ces dernières ne pourront pas forcément bénéficier de l'une des nouvelles mesures fiscales (cf. fig. p. 3). En l'absence de réduction conséquente du taux d'imposition ordinaire des bénéfices, il y a un danger que les sociétés mobiles ne quittent le pays ou ne déménagent dans des cantons où la fiscalité est plus clémente. De tels cantons peuvent plutôt se permettre de réduire leurs taux ordinaires sans risquer un important manque à gagner, puisque l'impôt moyen sur le bénéfice effectivement prélevé, toutes entreprises confondues, y est déjà nettement inférieur au taux ordinaire.

## La concurrence fiscale intercantonnale exerce aussi une forte pression sur les cantons avec peu de sociétés à statut fiscal spécial

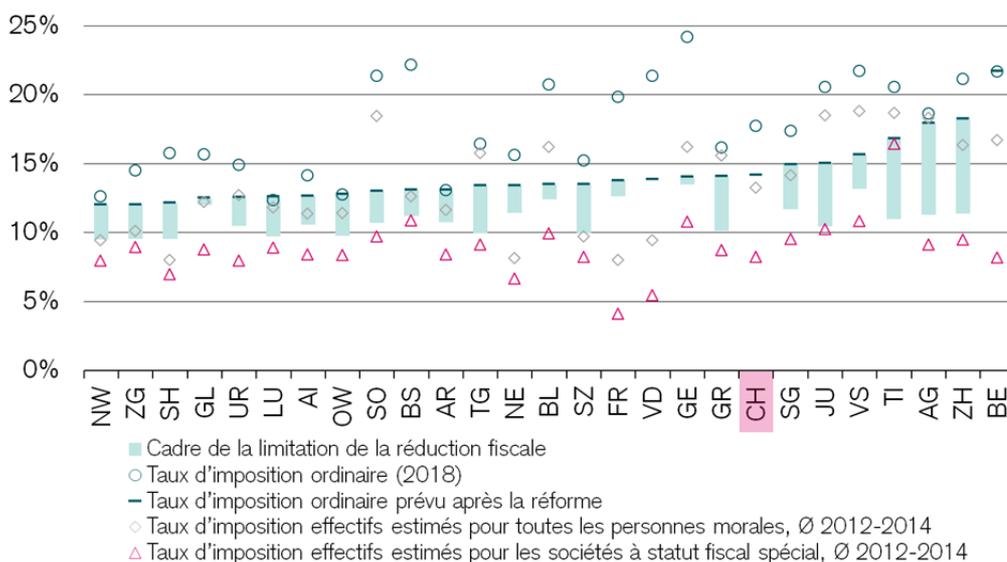
L'émigration des sociétés à statut fiscal spécial constitue un risque moindre pour les cantons où elles ne jouent qu'un rôle modeste. Pour autant, ceux-ci devront aussi reconsidérer leurs impôts sur les sociétés, car la concurrence fiscale intercantonnale devrait s'intensifier suite aux réductions opérées par d'autres cantons. Ces cantons se trouveront dans une situation difficile dans la mesure où un abaissement analogue du taux ordinaire pourrait entraîner des pertes de recettes beaucoup plus lourdes, étant donné la proportion plus importante des contribuables concernés par ce taux. Le maintien de la compétitivité fiscale – aussi bien pour les sociétés à statut fiscal spécial résidentes que pour les autres entreprises – sera plus coûteux dans ces cantons-là.

## Les grands groupes paieront à l'avenir plus d'impôts qu'aujourd'hui, les PME moins

La figure ci-dessous donne une idée, sur la base des connaissances actuelles, de l'évolution possible de la charge fiscale des personnes morales dans les cantons.<sup>2</sup> Les entreprises aujourd'hui imposées au taux ordinaire (cercles) devraient moins payer à l'avenir, étant donné que les taux d'imposition ordinaires vont parfois nettement baisser (traits) et qu'elles bénéficieront éventuellement des nouveaux instruments fiscaux, ce qui viendra encore diminuer leur charge fiscale (dans le cadre de la limitation des allègements, en turquoise). Les sociétés à statut fiscal spécial devront, quant à elles, s'acquitter généralement d'un peu plus d'impôts. Sur la période 2012–2014, leur

### Abaissement généralisé des taux ordinaires, mais charge fiscale légèrement accrue à l'avenir pour les sociétés à statut spécial

Taux effectifs d'impôt sur le bénéfice pour les entreprises soumises à une imposition ordinaire et privilégiée, ainsi que moyenne pour l'ensemble des personnes morales, taux ordinaire prévu après la réforme fiscale et cadre de la limitation des allègements selon les autorités cantonales



Source: Administration fédérale des contributions, KPMG, cantons, Credit Suisse

<sup>2</sup> En règle générale, les baisses d'impôts doivent encore être approuvées par les citoyens. La réforme de l'imposition des sociétés a déjà été décidée dans les seuls cantons de Vaud et de Bâle-Ville.

charge d'impôt sur le bénéfice (triangles) s'est révélée nettement inférieure aux taux ordinaires prévus.<sup>3</sup> Et même en cas d'exploitation intégrale de la limitation des allègements, il en résultera au moins une charge fiscale légèrement accrue dans tous les cantons.

## Importantes répercussions sur la qualité de la localisation

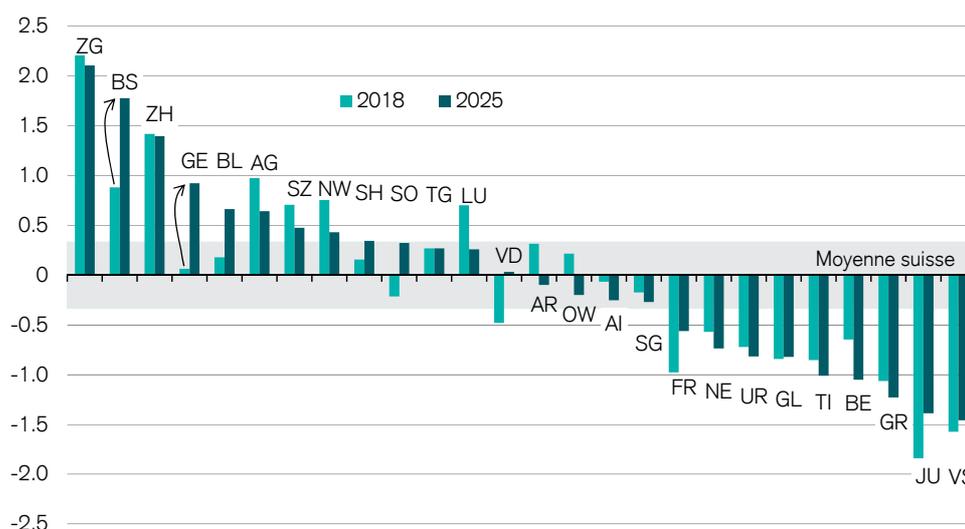
La réforme de l'imposition des sociétés et les adaptations opérées par les cantons dans ce domaine auront pour effet de redistribuer les cartes dans la concurrence intercantonale en termes d'attrait fiscal pour les entreprises – dès lors que les électeurs donnent leur aval. L'une des sept composantes du classement de la qualité de la localisation établi par le Credit Suisse devrait ainsi sensiblement changer. En nous appuyant sur les ajustements de l'imposition des entreprises envisagés par les gouvernements cantonaux qui, dans de nombreux cas, seront effectués progressivement jusqu'en 2025 environ, nous avons formulé à fin 2018 des perspectives sur la qualité de la localisation en 2025.<sup>4</sup> Pour ce faire, nous avons recalculé le sous-indicateur de qualité de la localisation «attrait fiscal pour personnes morales», lequel mesure la charge liée aux taux ordinaires des impôts sur le bénéfice et le capital, mais pas la mise en œuvre prévue des nouveaux instruments fiscaux. Nous avons également tenu compte des évolutions des indicateurs d'accessibilité résultant de l'achèvement de la Nouvelle ligne ferroviaire à travers les Alpes (NLFA) d'ici à 2020. Étant donné que certains cantons ont, depuis lors, à nouveau modifié leurs stratégies fiscales prévues, nous avons réactualisé le classement hypothétique.

## Qualité de la localisation 2025: Zoug toujours en tête, Bâle-Ville dépasse Zurich et l'Argovie

Dans cet Indicateur de qualité de la localisation (IQL) hypothétique en 2025, Zoug se maintiendrait en tête (cf. fig.). Avec l'abaissement de l'impôt sur le bénéfice à 13,04% approuvé par les électeurs en février 2019, le canton de Bâle-Ville enregistrerait la plus forte progression selon les informations actuelles: il relèguerait sans appel à la troisième place le canton de Zurich (imposition des bénéfices prévue: 18,19%), qui occupe le deuxième rang depuis que nous établissons ce classement. Le canton de Genève (imposition des bénéfices prévue: 13,99%) opérerait également une belle remontée de neuf places au total. Bâle-Campagne et Soleure gagneraient six places, également grâce à leur volonté affichée de réduire fortement leurs taux d'imposition des bénéfices (respectivement à 13,45% et 13,0%) tout en diminuant l'impôt sur le capital. L'Argovie, qui occupait la troisième place en 2018, reculerait au sixième rang si elle abaissait comme prévu son taux d'impôt sur le bénéfice à 17,9% et son taux d'impôt sur le capital à 0,75%. Un changement interviendrait en fin de classement après de nombreuses années de stabilité: avec un taux d'impôt sur le bénéfice de 15%, le Jura enverrait le Valais au dernier rang.

### Comparaison de la qualité de la localisation des cantons suisses en 2018 et 2025

Indicateur de qualité de la localisation (IQL), indice synthétique, Suisse = 0, en 2018 et après recalcul des sous-indicateurs d'accessibilité et de charge fiscale des personnes morales (données au 13.03.2019)



Source: Credit Suisse

<sup>3</sup> Dans certains cantons, la charge fiscale moyenne était inférieure au taux d'imposition fédéral ordinaire. Cela s'explique par les allègements fiscaux permis dans le cadre de la nouvelle politique régionale (anciennement Lex Bonny). Un canton peut octroyer des allègements fiscaux aux entreprises nouvellement créées qui servent son intérêt économique, pendant une durée de dix ans au maximum. La Confédération peut en outre encourager l'implantation de sociétés dans des régions moins développées en abaissant l'impôt fédéral direct. Dans certains cas, une société à statut fiscal spécial pouvait donc ne payer aucun impôt cantonal sur le bénéfice et s'acquitter d'un impôt fédéral direct réduit. Cet instrument a fait l'objet d'une révision en 2016.

<sup>4</sup> Cf. «Qualité de la localisation 2025: perspectives après la réforme fiscale», Credit Suisse, novembre 2018.

**Diminution de l'avantage relatif d'une faible imposition des bénéfices**

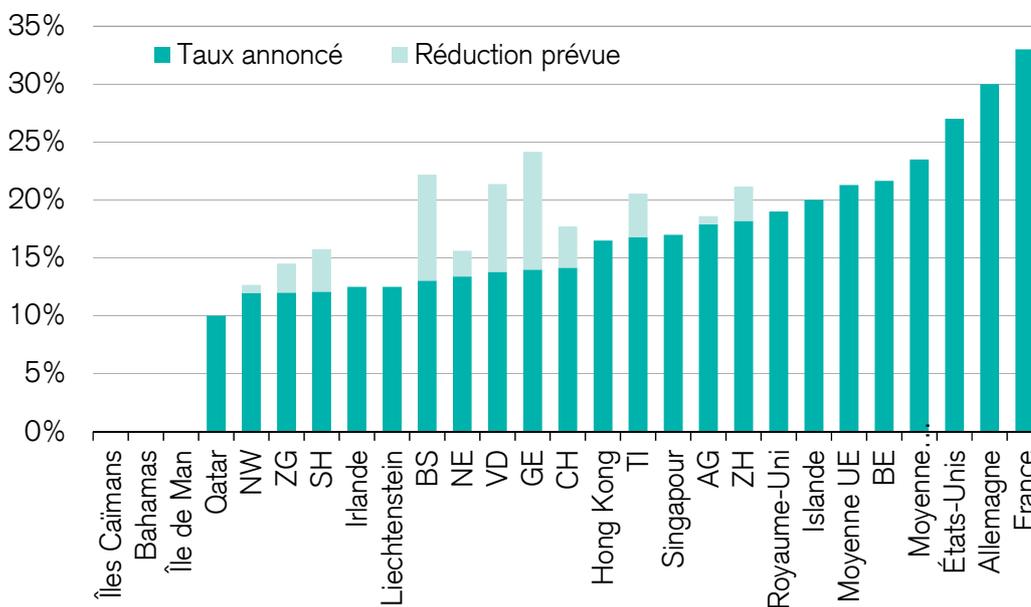
Les abaissements prévus de l'imposition des sociétés amélioreront la qualité de la localisation. Toutefois, celle-ci étant déterminée en termes relatifs, des cantons pourraient perdre des places dans l'indicateur de qualité de la localisation en dépit de leurs allègements fiscaux. Les actuels champions de l'imposition des sociétés seront ainsi dépouillés de leur avantage relatif, du moins en partie, car les écarts se réduiront globalement et certains cantons souhaitent accroître encore leur attrait fiscal à l'avenir. La valeur de l'indicateur de tous les cantons de Suisse centrale et des deux cantons d'Appenzell reculera. Appenzell Rhodes-Extérieures concéderait le plus grand nombre de places – six en tout. À taux d'impôt sur le bénéfice inchangé, le canton d'Obwald perdrait cinq places malgré une diminution marquée de l'impôt sur le capital, tout comme Lucerne, qui envisage une augmentation modérée du taux d'impôt sur le bénéfice (à 12,6%) afin d'équilibrer son budget. Suite au rejet de la révision de la loi fiscale par ses électeurs en novembre 2018, le canton de Berne finirait lanterne rouge dans le classement fiscal et passerait du quatrième au 23<sup>e</sup> rang dans celui de la qualité de la localisation.

**La Suisse affiche encore d'autres avantages en termes de localisation**

La Suisse se positionne parmi les sites économiques les plus attractifs dans de nombreux classements internationaux.<sup>5</sup> Ses principaux atouts résident dans sa stabilité politique, la qualité de ses infrastructures et de ses établissements de formation, sa paix sociale et la santé de ses finances publiques. Revers de la médaille et obstacle probable à certaines implantations d'entreprises, les coûts fonciers et du travail sont relativement élevés et ont encore augmenté avec l'appréciation du franc. Cela dit, la Suisse présente deux avantages notables en matière de coûts: les coûts du capital, c'est-à-dire le niveau des taux d'intérêt, et la charge fiscale, sont comparativement modérés. Avec les réductions envisagées de l'imposition ordinaire des bénéfices, la plupart des sites suisses conserveraient leur attrait fiscal à l'avenir également, des taux compris entre 12% et 14% étant jugés intéressants en comparaison internationale. La charge fiscale tendra néanmoins à perdre de l'importance dans le choix du site d'implantation d'une entreprise, puisque les taux seront globalement harmonisés.

**Sites suisses fiscalement attrayants en comparaison internationale aussi**

Taux maximum d'imposition des bénéfices; CH: sélection de chefs-lieux de cantons, réduction prévue de l'imposition ordinaire des bénéfices par rapport à 2018 suite à la réforme fiscale



Source: KPMG, cantons, Credit Suisse

<sup>5</sup> Cf. p. ex Global Competitiveness Index du Forum économique mondial ou Business Environment Ranking de l'Economist Intelligence Unit.

## Information importante

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

## Avertissement sur les risques

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

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

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

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

### Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent aucune garantie de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres. Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

### Marchés émergents

Lorsque le présent rapport traite des marchés émergents, vous devez avoir conscience qu'il existe un certain nombre de risques et d'incertitudes inhérents aux investissements et transactions dans différents types de placements ou, relatifs ou liés, aux émetteurs et débiteurs constitués en société, implantés ou exerçant des activités commerciales sur les marchés des pays émergents. Les placements relatifs aux marchés des pays émergents peuvent être considérés comme des placements spéculatifs et leur cours seront bien plus volatils que le cours des placements concernant les marchés des pays les plus développés. Les investissements dans des placements relatifs aux marchés émergents sont destinés uniquement aux investisseurs avertis ou professionnels expérimentés qui connaissent les marchés en question, sont capables d'apprécier et de tenir compte des divers risques inhérents à ce type de placements et possèdent les ressources financières nécessaires pour supporter le risque substantiel de perte d'investissement inhérent à ce type de placements. Il vous incombe de gérer les risques liés à tout placement relatif aux marchés des pays émergents et l'affectation des actifs de votre portefeuille. Vous devriez demander l'avis de vos conseillers concernant les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

### Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale. Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

### Risques de taux d'intérêt de crédit

La valeur d'une obligation dépend de la solvabilité de l'émetteur et/ou du garant (le cas échéant), laquelle peut changer sur la durée de l'obligation. En cas de défaillance de l'émetteur et/ou du garant de l'obligation, celle-ci ou tout revenu en découlant n'est pas garanti(e) et vous pouvez perdre tout ou partie de l'investissement initial.

## Département Investment Strategy

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

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

## Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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

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

## NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION

**OU DE CONSEIL:** Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques. **CONFIDENTIALITÉ DES DONNÉES:** Les données à caractère personnel sont traitées conformément aux Principes relatifs au traitement des données du Credit Suisse (CS), qui peuvent être consultés sur le site Internet officiel du CS à l'adresse: [www.credit-suisse.com/ch/fr/legal.html](http://www.credit-suisse.com/ch/fr/legal.html).

## Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft,

établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Arabie saoudite:** Ces informations sont distribuées par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Autriche:** Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «succursale autrichienne»), succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale autrichienne est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), située au 283, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et de l'autorité autrichienne des marchés financiers, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne, Autriche. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux clients professionnels et aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **DIFC:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Émirats arabes unis. **Espagne:** Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance française, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) française. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxem-

bourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexique:** Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) et C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»). Ce document a été préparé aux fins d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico avant d'effectuer un placement. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d'une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie. Les prospectus, les documents d'offre, les termes et conditions, les règles de placement, les rapports annuels et les informations financières contiennent des informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l'émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière, ainsi qu'auprès de votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico. Les informations contenues dans le présent document ne remplacent pas les Relevés de compte, l'INFORME DE OPERACIONES et/ou les confirmations que vous adresse Credit Suisse Mexico en vertu des Règles générales applicables aux établissements financiers et aux autres fournisseurs de services d'investissement. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas une banque, n'est pas autorisé à recevoir des dépôts ou à assurer la conservation de titres et ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Selon les dispositions de la LMV, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d'une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie. **Pays-Bas:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlandsche Bank (DNB), et de l'autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et de l'autorité de surveillance portugaise, la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C., qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le

prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé. **Royaume-Uni:** Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited, un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turquie.

**États-Unis: Le présent document, en sa forme originale ou copiée, ne saurait être envoyé, introduit ou distribué aux États-Unis ou à des personnes imposables aux États-Unis (au sens de la Regulation S du US Securities Act de 1933, dans sa version amendée).**

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

19C012A\_IS

## Autres publications du Credit Suisse

---

---

### Marché des surfaces de bureaux suisse 2019

L'étude spéciale analyse les évolutions actuelles sur le marché suisse de l'immobilier de bureau ainsi que divers marchés régionaux.

**5 décembre 2018**

---

### Retail Outlook 2019

L'étude annuelle relative au commerce de détail suisse présente les perspectives conjoncturelles de la branche ainsi que les défis actuels auxquels elle doit faire face. Dans notre dossier spécial de cette année, nous examinons entre autres l'internationalisation de la concurrence dans le commerce de détail.

**8 janvier 2019**

---

### Marché immobilier 2019

Publiée chaque année, l'étude immobilière analyse les répercussions du contexte conjoncturel, les défis actuels ainsi que les mutations structurelles sur les principaux marchés immobiliers de Suisse.

**5 mars 2019**

---

### Moniteur Suisse 1er trimestre 2019

Le Moniteur Suisse analyse l'évolution de l'économie helvétique et établit des projections en la matière.

**19 mars 2019**

---

### Mind the Gap: temps partiel, congé, lacune de prévoyance

L'étude se penche sur le comportement en matière de prévoyance de la population suisse, l'accent étant placé sur la prévoyance individuelle (pilier 3a) des femmes et des familles.

**11 avril 2019**



**Credit Suisse SA**

Case postale

CH-8070 Zurich

**credit-suisse.com**