

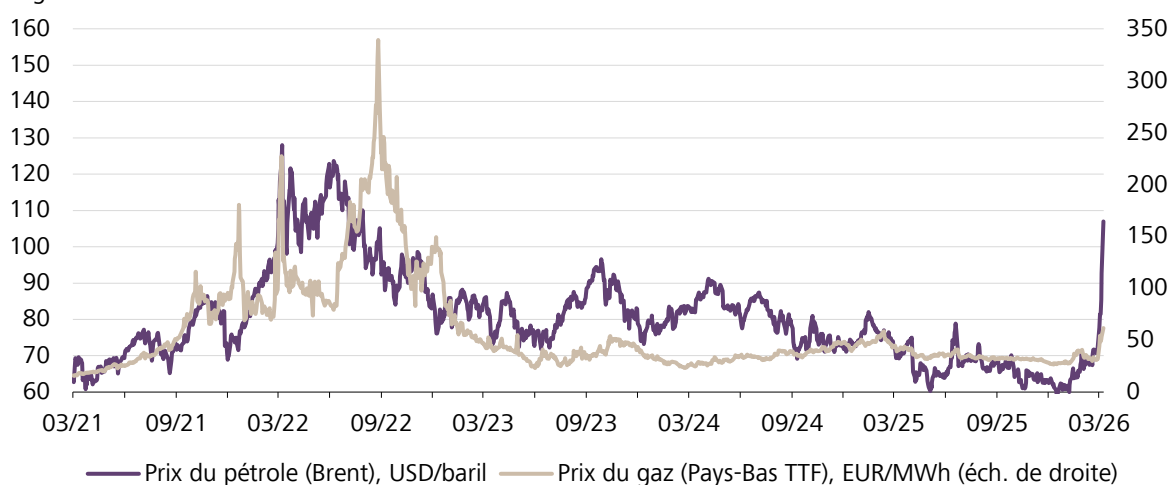
# Check conjoncturel

Pour l'économie mondiale, la guerre en Iran est avant tout synonyme d'incertitudes quant à l'approvisionnement en pétrole. Une fermeture prolongée de l'importante route maritime du détroit d'Ormuz, qui n'est pas irréaliste, ferait encore grimper le prix du pétrole de manière significative. Toutefois, en cas d'accalmie dans les prochaines semaines, l'impact resterait faible car le choc arrive au « mauvais moment », fondamentalement, les perspectives pour la conjoncture européenne et suisse se sont récemment stabilisées, voire légèrement améliorées.



## GRAPHIQUE DU MOIS: POUSSEE DES PRIX DE L'ENERGIE EN IRAN

Prix de l'énergie



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

L'Iran est affaibli après la première frappe d'Israël et des Etats-Unis et le régime doit à présent se réorganiser. Or, il peut continuer à déstabiliser toute la région du Golfe. Dans le scénario de risque d'une fermeture prolongée du détroit d'Ormuz, qui n'est pas irréaliste, la hausse des prix de l'énergie, encore gérable au début de la guerre, devrait fortement s'aggraver. Cela alimenterait l'inflation dans le monde entier et donnerait un véritable coup de frein à l'économie mondiale.

Cela vaut surtout pour les pays à forte consommation d'énergie qui dépendent d'importations. En Suisse, la sensibilité des prix de l'énergie aux prix à la consommation est faible en comparaison. Même un baril de pétrole de 100 USD ne devrait pas faire grimper l'inflation suisse de plus d'un demi-point de pourcentage, directement et par le biais d'effets de second tour. De plus, en cas de conflit prolongé, la fonction de valeur refuge du franc devrait jouer un rôle plus important, ce qui atténuerait à nouveau les hausses de prix. Une plus forte appréciation du franc, associée à une baisse

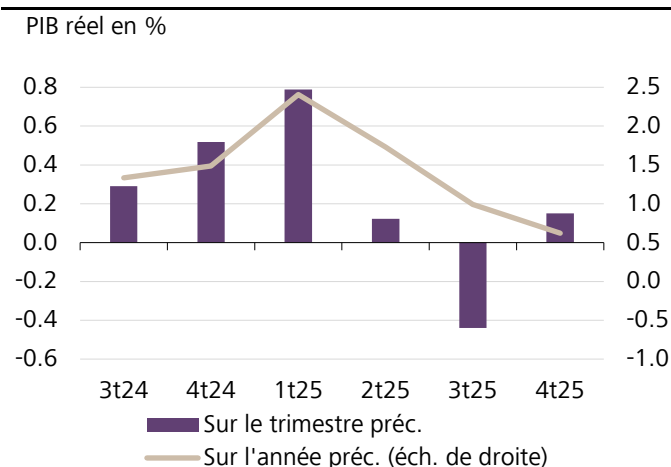
de la demande mondiale, serait également le principal facteur de charge pour l'économie d'exportation suisse, dont l'intensité énergétique est également faible en comparaison internationale.

Après le début de la guerre, la BNS a confirmé qu'elle était prête à intervenir en cas d'appréciation excessive du franc. Mais avant d'envisager toute intervention massive, il faudrait sans doute que le taux de change EUR/CHF passe nettement sous la barre des 0,90. En effet, le taux de change a été assez stable ces deux dernières années et ne montre aucun signe de surévaluation majeure. Une hausse modérée des prix de l'énergie contribuerait même en soi à relever le faible taux d'inflation et à l'éloigner quelque peu du bas de la fourchette cible d'inflation de la BNS. En cas de forte appréciation du franc, qui ne peut pas être suffisamment atténuée par les seuls achats de devises, il y aurait à nouveau plus de déflation importée et des risques plus élevés de baisse de la tendance générale des prix. De nouvelles baisses de taux ne sont alors pas à exclure. L'obstacle à franchir pour y parvenir devrait toutefois rester élevé.

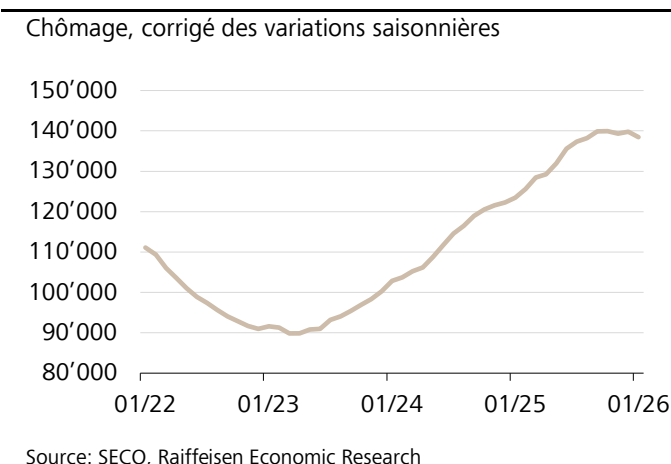
# Conjoncture



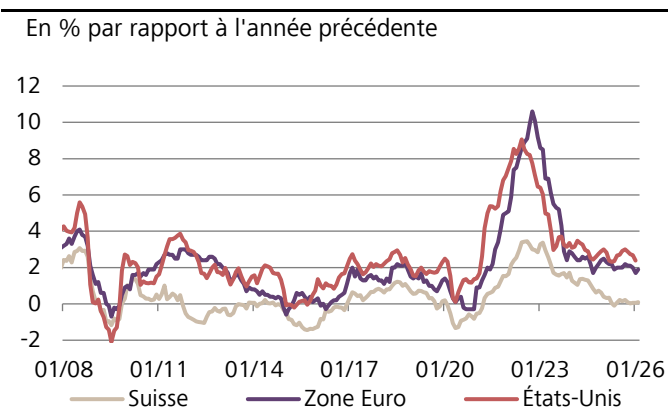
## CROISSANCE DU PIB SUISSE



## MARCHÉ DU TRAVAIL SUISSE



## PRIX À LA CONSOMMATION



### L'économie suisse encore divisée

L'économie suisse ne s'est pas de nouveau contractée au dernier trimestre. Le PIB corrigé de l'impact des événements sportifs a augmenté de 0,2% sur le trimestre précédent. La valeur ajoutée dans l'industrie a stagné. De nombreux secteurs industriels ont à nouveau enregistré un recul sensible, associé à une baisse des exportations vers les États-Unis. De nombreuses exportations suisses ont été soumises à des droits de douane américains de 39% pendant la majeure partie du trimestre. En revanche, le secteur tertiaire a continué à contribuer à la croissance. L'évolution a été très différente. La demande de services d'entreposage et de logistique a baissé, en accord avec l'affaiblissement de l'activité d'exportation. De même, la demande de services aux entreprises a diminué. En revanche, le commerce de détail et l'hôtellerie-restauration ont nettement progressé. Des prix à la consommation stables soutiennent le pouvoir d'achat. En outre, le chômage a cessé d'augmenter en fin d'année et l'emploi a légèrement progressé en données corrigées des variations saisonnières après deux trimestres de baisse. La consommation devrait donc rester un pilier de la croissance très fiable.

Par ailleurs, les investissements dans la construction ont enregistré une croissance sensible après une longue phase de stagnation. La forte demande de logements a rempli les carnets de commandes des entreprises de construction. En revanche, dans l'industrie manufacturière, les investissements en biens et services continuent de baisser en raison d'un taux d'utilisation plus faible. Mais là aussi, les perspectives s'éclaircissent peu à peu, notamment grâce à une stabilisation de la demande dans les pays européens voisins. Le secteur de l'exportation continue toutefois de faire face à des vents contraires, de la part des droits de douane américains, de la concurrence chinoise croissante et du franc qui tend à nouveau à se renforcer en raison de la guerre en Iran. Les premières données commerciales mensuelles de janvier indiquaient également une poursuite du mouvement latéral des exportations enregistré depuis mai dernier. Nous prévoyons donc toujours une croissance du PIB inférieure à la moyenne d'environ 1% pour 2026.

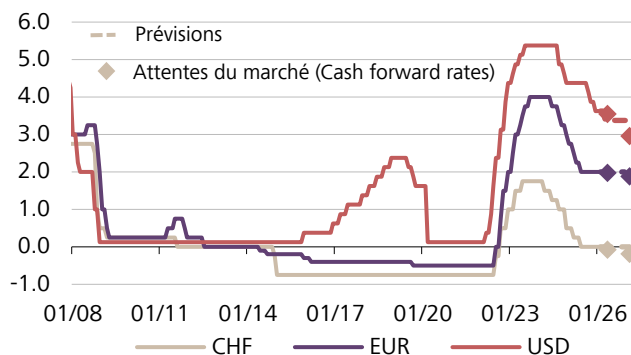
### Hausse des prix de l'énergie en perspective

Les droits de douane à l'importation n'entraînent certes pas une forte hausse des prix à la consommation américains pour les biens non énergétiques. Or, comme avant les augmentations des droits de douane, les prix se situaient sur une tendance baissière après la flambée des prix de la pandémie, on peut tout de même en déduire une répercussion des coûts. En outre, la hausse plus marquée des prix des services suggère une pression générale accrue sur les prix américains en raison de la robustesse de la demande intérieure. Pendant ce temps, dans la zone euro, les pressions sous-jacentes sur les prix continuent de s'atténuer lentement, sans toutefois donner de signes d'une sous-performance par rapport à l'objectif d'inflation de la BCE à moyen terme. En Suisse, la force récurrente du franc retarde la disparition de la déflation importée. Les attentes accrues des entreprises en matière de prix et la hausse des prix de l'énergie due à la guerre laissent toutefois présager une augmentation modérée de l'inflation sous-jacente plus tard dans l'année.

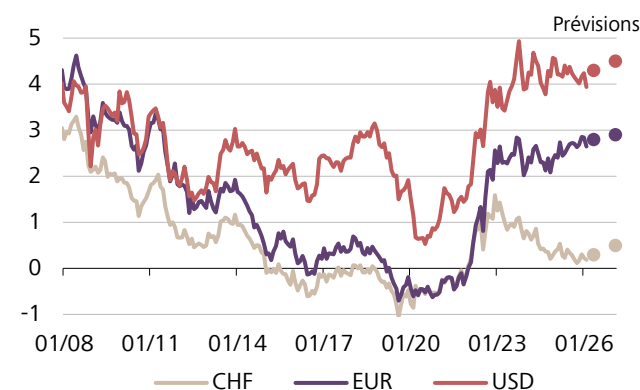
# Intérêts



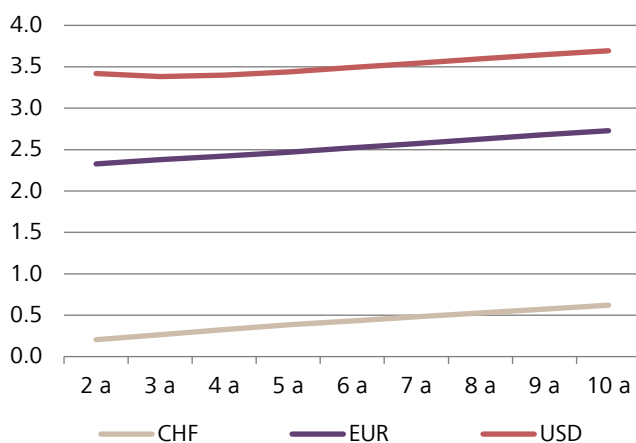
## TAUX DIRECTEURS, EN %



## EMPRUNTS D'ETAT SUR 10 ANS, EN %



## COURBE DES TAUX (ETAT: 09.03.2026), EN %



### La Fed perçoit à nouveau des risques de prix

Après trois baisses consécutives des taux d'intérêt, la banque centrale américaine (Fed) a fait une pause lors de sa réunion de janvier et a maintenu le taux cible des Fed Funds à 3,625%. Alors qu'en décembre, la plupart des membres estimaient que de nouvelles baisses des taux d'intérêt étaient appropriées dans un contexte de stabilisation progressive des prix, ils étaient moins nombreux à argumenter dans ce sens en janvier. En revanche, il y avait davantage de voix en faveur d'une évaluation plus équilibrée des risques, avec la possibilité d'augmenter les taux d'intérêt si l'inflation reste supérieure au niveau cible. Si les banquiers centraux ont constaté des signes de stabilisation sur le marché du travail, la plupart d'entre eux ont considéré que le risque d'un dépassement durable de l'objectif d'inflation était considérable. Ce risque s'est encore accru avec la récente hausse des prix de l'énergie.

### La BCE ne voit pas de sous-performance

La Banque centrale européenne (BCE) maintient ses taux directeurs à un niveau constant depuis le milieu de l'année dernière. Le taux de dépôt se maintient à 2,0%. Lors de sa première réunion de l'année, la BCE ne s'est toutefois pas montrée préoccupée par une éventuelle inflation inférieure aux prévisions. Le Conseil des gouverneurs continue de tabler sur une stabilisation de la trajectoire de l'inflation à moyen terme autour de la valeur cible. Pour que les taux d'intérêt baissent davantage, il faudrait une forte dégradation des perspectives conjoncturelles. L'évaluation de la conjoncture par la BCE a toutefois été à nouveau un peu plus optimiste en janvier. Les indicateurs de prix prévisionnels n'indiquent pas de ralentissement beaucoup plus prononcé en fin d'année. L'appréciation temporaire de l'euro par rapport au dollar a apporté un peu plus d'incertitude, ce qui a tendance à freiner les exportations et les prix. La présidente, M<sup>me</sup> Lagarde, a également confirmé lors de la conférence de presse que l'évolution des taux de change était suivie de très près. Mais dans l'ensemble, le taux de change n'a pas beaucoup changé depuis le milieu de l'année dernière. Le niveau reste inférieur à 1,20, dans le cadre du scénario de base de la BCE.

### Pas d'inquiétudes majeures du côté de la BNS

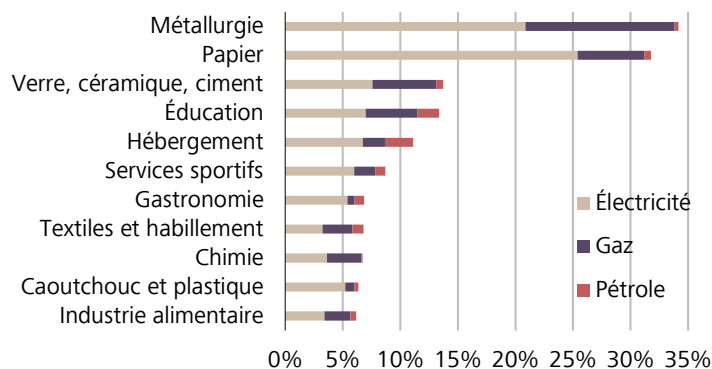
Depuis juin dernier, la Banque nationale suisse (BNS) ne voit pas non plus de raison d'adapter sa politique monétaire. Elle maintient ses taux d'intérêt à zéro. Certes, l'inflation peut encore être légèrement négative à court terme. Les perspectives pour l'économie suisse se sont toutefois éclaircies en fin d'année et les taux d'intérêt déjà très bas continuent de stimuler l'économie. La récente et nouvelle appréciation du franc ne devrait pas encore causer de soucis majeurs à la BNS. En termes réels - c'est-à-dire corrigé des différences d'inflation - le franc se montre plutôt stable depuis environ deux ans. Il est soutenu par l'écart plus important entre les taux d'intérêt et ceux de la zone euro, qui rend les placements en francs suisses comparativement moins attractifs. La BNS n'a donc pas vraiment besoin d'agir, que ce soit sur le marché des changes ou sur les taux directeurs. Dans le sillage des fluctuations de cours dues à la guerre en Iran, la BNS a toutefois souligné qu'elle était prête à intervenir en cas de mouvement rapide et excessif du franc.

## Secteurs suisses



## COUTS DE L'ENERGIE PAR SECTEUR

En % de la valeur ajoutée

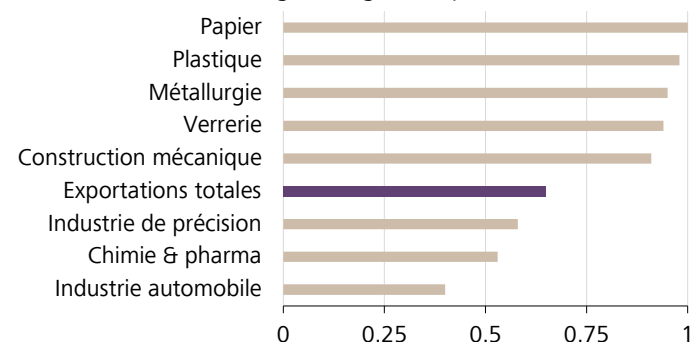


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## SENSIBILITE AUX TAUX DE CHANGE

Élasticité du taux de change à long terme par secteur d'activité

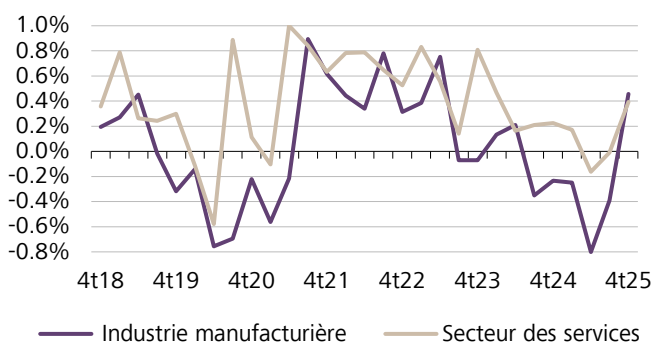


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## CROISSANCE DE L'EMPLOI

Equivalents temps plein sur le trimestre précédent, données corrigées des variations saisonnières



Source: OFS Raiffeisen Economic Research

## L'escalade au Proche-Orient fait flamber les prix du pétrole et du gaz

La dépendance de l'économie suisse vis-à-vis du pétrole n'a cessé de diminuer au cours des dernières décennies. L'essence, le fioul et les autres produits pétroliers restent toutefois la principale source d'énergie, représentant 45% de la consommation totale d'énergie. La majeure partie de la consommation de pétrole est due au trafic routier et aux besoins de chauffage. Celles des entreprises est relativement faible, car elles couvrent leurs besoins énergétiques en premier lieu par l'électricité et le gaz.

Mais après l'escalade militaire en Iran, le prix du gaz naturel a également augmenté. Le prix de gros est encore nettement inférieur au niveau atteint après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Si la guerre se prolonge, une hausse des prix aussi importante que celle de 2022 n'est toutefois pas à exclure. La majeure partie du gaz naturel de la région est certes livrée à l'Asie, mais un blocage persistant du détroit d'Ormuz exacerberait la concurrence pour d'autres sources d'approvisionnement et entraînerait une hausse sensible des prix du gaz, y compris en Europe.

Dans le secteur tertiaire suisse, il n'existe que peu de branches dans lesquelles les coûts du gaz représentent une part pertinente des coûts totaux en raison des besoins de chauffage. Avec la fin de la saison de chauffage, il ne faut toutefois pas s'attendre à une pression immédiate sur les coûts dans ce domaine. La situation est différente dans certains secteurs industriels où le gaz naturel est un facteur de production important. Il s'agit notamment de la production et du traitement des métaux, de l'industrie du papier ainsi que du secteur du verre et de la céramique.

## Signes de stabilisation sur le marché du travail

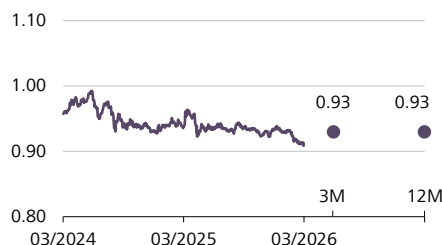
Un ralentissement de l'économie mondiale ou une nouvelle appréciation du franc suisse constitueraient un facteur de charge plus important pour les entreprises que les coûts de l'énergie. Cependant, certains secteurs à forte intensité énergétique, comme l'industrie du papier ou la métallurgie, présentent en même temps une forte sensibilité aux taux de change. Ils seraient donc plus touchés que d'autres secteurs si la guerre devait se prolonger.

Ce conflit tombe mal, car les perspectives de la conjoncture suisse se sont récemment quelque peu améliorées. La conjoncture industrielle mondiale s'est accélérée au cours des derniers mois. De plus, certains indices laissent penser qu'après quatre ans, l'industrie allemande a elle aussi renoué avec la croissance. Le marché du travail suisse a récemment montré des signes de stabilisation. Ainsi, pour la première fois depuis longtemps, l'emploi a également progressé dans l'industrie manufacturière (cf. graphique). Toutefois, la guerre au Proche-Orient augmente le risque d'un nouveau report de la reprise dans l'industrie.

## Monnaies



## PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

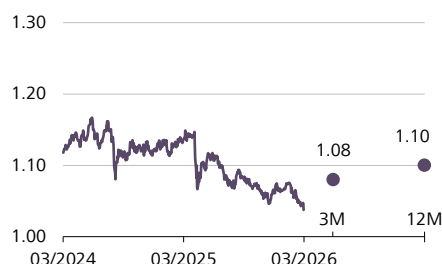
L'euro s'est déprécié de 1,2% par rapport au franc suisse au mois de février. Avec le déclenchement de la guerre en Iran début mars, il a atteint son plus bas niveau historique, si l'on exclut les turbulences de cours de janvier 2015. Il semble toutefois que la monnaie unique ait enregistré une baisse légèrement exagérée. Le franc suisse restera certes prisé comme valeur refuge. Dans le même temps, la Banque centrale européenne (BCE) ne devrait plus baisser ses taux directeurs au vu de la faible inflation et de la solide conjoncture dans la zone monétaire. L'avantage en matière de taux d'intérêt qui subsiste ainsi soutient l'euro. Nous voyons donc la paire de devises EUR / CHF s'établir à 0.93 sur l'année.

**USD/CHF**

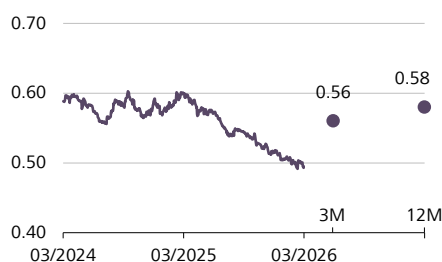
La Cour suprême des Etats-Unis a invalidé les droits de douane imposés en vertu de la loi sur l'état d'urgence. Néanmoins, le président Donald Trump a annoncé de nouvelles taxes à l'importation. Cela risque d'entraîner une nouvelle perte de confiance dans les relations commerciales autrefois stables, ce qui pèse sur le dollar US. En conséquence, le cours USD / CHF a de nouveau baissé le mois dernier. L'attaque des États-Unis et d'Israël contre l'Iran a toutefois relancé quelque peu la demande pour le billet vert au début du mois de mars. La Fed devrait quant à elle ne réduire son taux directeur qu'une seule fois en 2026. L'avantage persistant en matière de taux d'intérêt plaide en faveur de la devise américaine. Nos prévisions restent inchangées.

**EUR/USD**

Les cycles de baisse des taux d'intérêt des banques centrales devraient être pratiquement terminés des deux côtés de l'Atlantique. La différence d'intérêt continue donc de jouer en faveur du dollar US. En revanche, la politique douanière erratique du président Trump et les incertitudes qui en découlent suscitent des vents contraires. Par conséquent, la paire de devises EUR / USD a récemment affiché une tendance latérale volatile autour du seuil de 1.18. Sur un horizon de douze mois, nous anticipons un euro à 1,16 dollar US. La raison principale en est que nous prévoyons pour l'année en cours une évolution conjoncturelle plus modérée en Europe qu'aux Etats-Unis.

**GBP/CHF**

La Bank of England (BoE) se trouve dans une situation initiale délicate: l'inflation, toujours nettement supérieure à l'objectif de 2%, s'oppose en fait à un assouplissement de la politique monétaire. Une telle mesure serait pourtant nécessaire, car malgré une croissance étonnamment forte ces derniers temps, l'économie évolue modérément. En tant que monnaie cyclique, la livre sterling a été sensiblement affectée par les tensions géopolitiques au mois de février. A 1.03 franc, elle n'a même jamais été aussi bon marché. A notre avis, le cours GBP / CHF intègre toutefois trop de facteurs négatifs. Nous tablons sur un redressement à moyen terme.

**JPY/CHF\***

La Première ministre japonaise, Sanae Takaichi, reste au pouvoir après le triomphe électoral du parti libéral-démocrate. Son orientation politique, qui mise sur des dépenses publiques expansionnistes, est ainsi considérée comme confirmée. Par conséquent, le yen japonais a poursuivi sa baisse par rapport au franc suisse en février. A la fin du mois, il a enregistré une perte de cours de 1,6%. L'inflation persistante devrait inciter la Bank of Japan (BoJ) à relever à nouveau son taux directeur à moyen terme. Compte tenu de ce qui précède, nous prévoyons toujours 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 %)

|             | 2022 | 2023 | 2024 | Prévision 2025 | Prévision 2026 |
|-------------|------|------|------|----------------|----------------|
| Suisse*     | 3.5  | 1.3  | 1.2  | 1.4            | 1.0            |
| Zone euro   | 3.6  | 0.6  | 0.8  | 1.5            | 1.0            |
| États-Unis  | 2.5  | 2.9  | 2.8  | 2.2            | 2.1            |
| Chine**     | 3.0  | 5.2  | 5.0  | 5.0            | 4.0            |
| Japon       | 1.3  | 0.7  | -0.2 | 1.2            | 0.8            |
| Monde (PPP) | 3.8  | 3.5  | 3.3  | 3.2            | 2.9            |

## Inflation (moyenne annuelle en %)

|            | 2022 | 2023 | 2024 | Prévision 2025 | Prévision 2026 |
|------------|------|------|------|----------------|----------------|
| Suisse     | 2.8  | 2.1  | 1.1  | 0.2            | 0.2            |
| Zone euro  | 8.4  | 5.5  | 2.4  | 2.1            | 1.6            |
| États-Unis | 8.0  | 4.1  | 3.0  | 2.7            | 3.0            |
| Chine      | 2.0  | 0.2  | 0.2  | 0.1            | 0.5            |
| Japon      | 2.5  | 3.3  | 2.7  | 3.2            | 1.9            |



## MARCHÉS FINANCIERS

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

|     | 2024      | 2025      | Actuel.**** | Prévision 3M | Prévision 12M |
|-----|-----------|-----------|-------------|--------------|---------------|
| CHF | 0.50      | 0.00      | 0.00        | 0.00         | 0.00          |
| EUR | 3.00      | 2.00      | 2.00        | 2.00         | 2.00          |
| USD | 4.25-4.50 | 3.50-3.75 | 3.50-3.75   | 3.50-3.75    | 3.25-3.50     |
| JPY | 0.25      | 0.75      | 0.75        | 0.75         | 1.00          |

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

|                 | 2024 | 2025 | Actuel.**** | Prévision 3M | Prévision 12M |
|-----------------|------|------|-------------|--------------|---------------|
| CHF             | 0.27 | 0.28 | 0.38        | 0.30         | 0.50          |
| EUR (Allemagne) | 2.36 | 2.85 | 2.87        | 2.80         | 2.90          |
| USD             | 4.57 | 4.17 | 4.14        | 4.30         | 4.50          |
| JPY             | 1.09 | 2.06 | 2.22        | 2.10         | 1.90          |

## Taux de change (fin d'année)

|                 | 2024 | 2025 | Actuel.**** | Prévision 3M | Prévision 12M |
|-----------------|------|------|-------------|--------------|---------------|
| EUR/CHF         | 0.94 | 0.93 | 0.90        | 0.93         | 0.93          |
| USD/CHF         | 0.90 | 0.79 | 0.78        | 0.79         | 0.80          |
| JPY/CHF (x 100) | 0.58 | 0.51 | 0.49        | 0.56         | 0.58          |
| EUR/USD         | 1.04 | 1.17 | 1.16        | 1.17         | 1.16          |
| GBP/CHF         | 1.14 | 1.07 | 1.04        | 1.08         | 1.10          |

## Matières premières (fin d'année)

|                                 | 2023  | 2024 | Actuel.**** | Prévision 3M | Prévision 12M |
|---------------------------------|-------|------|-------------|--------------|---------------|
| Pétrole brut (Brent, USD/baril) | 75    | 61   | 101         | 75           | 65            |
| Or (USD/once)                   | 2'625 | 4319 | 5'084       | 5'500        | 5'500         |

\*corrigé des événements sportifs \*\*les chiffres du PIB sont plus controversées dans leur exactitude que dans d'autres pays et devraient être considérées avec une certaine réserve \*\*\*\*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 \*\*\* 09.03.2026

# Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉES DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

|                                  | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | Prévision 2025 | Prévision 2026 |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|----------------|----------------|
| <b>PIB réel, variation en %</b>  | <b>5.9</b> | <b>3.5</b> | <b>1.3</b> | <b>1.2</b> | <b>1.4</b>     | <b>1.0</b>     |
| Consommation privée              | 2.2        | 4.9        | 1.4        | 2.4        | <b>1.5</b>     | <b>1.4</b>     |
| Consommation publique            | 2.9        | -0.6       | 1.4        | 1.3        | <b>1.0</b>     | <b>0.5</b>     |
| Dépenses de biens d'équipement   | 7.0        | 4.7        | 3.8        | 1.2        | <b>-0.5</b>    | <b>0.9</b>     |
| Investissements dans le bâtiment | -3.1       | -6.9       | -1.5       | -1.4       | <b>-0.5</b>    | <b>0.9</b>     |
| Exportations                     | 11.5       | 5.8        | -2.0       | 3.0        | <b>2.0</b>     | <b>0.0</b>     |
| Importations                     | 4.8        | 6.6        | 1.1        | 3.7        | <b>4.0</b>     | <b>2.3</b>     |
| <b>Taux de chômage en %</b>      | <b>3.0</b> | <b>2.2</b> | <b>2.0</b> | <b>2.4</b> | <b>2.8</b>     | <b>3.2</b>     |
| <b>Inflation en %</b>            | <b>0.6</b> | <b>2.8</b> | <b>2.1</b> | <b>1.1</b> | <b>0.2</b>     | <b>0.2</b>     |



## Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen  
The Circle 66  
8058 Zurich  
[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.