

## Résumé exécutif

Avec le recul de l'inflation, la phase de resserrement global touche également à sa fin. Dans l'ensemble, la dynamique économique diminue, ce qui alimente à son tour les craintes de récession et donne lieu à diverses spéculations sur les voies possibles de baisse des taux d'intérêt.

**États-Unis :** Aux États-Unis, la détérioration du moral des consommateurs entraîne des doutes croissants quant aux perspectives économiques. Malgré les baisses de taux annoncées pour cette année, les taux d'intérêt à long terme restent à un niveau élevé. Il existe différentes approches explicatives, mais toutes impliquent des conséquences économiques négatives.

**UE :** Dans la zone euro, l'économie stagne déjà et devrait continuer à stagner jusqu'en 2025. Compte tenu de ces évolutions, et notamment de la transition vers les énergies vertes, une politique monétaire moins restrictive et plus accommodante serait nécessaire pour pouvoir réaliser les investissements requis.

**Suisse :** Bien que l'économie suisse soit touchée par le ralentissement économique mondial, on s'attend toujours à une croissance positive, même si elle est inférieure à la moyenne. Ceci est soutenu par un climat de consommation positif. De plus, la courbe actuelle des taux d'intérêt indique un net assouplissement des conditions de financement.

**Perspectives :** L'année 2024 sera marquée par des baisses des taux directeurs. La question de savoir à quel moment et à quel rythme les banques centrales procéderont à ces ajustements dépendra principalement de l'évolution économique. Nous anticipons la première baisse des taux directeurs dès le mois de mars.

## 2024 - L'année des baisses des taux directeurs

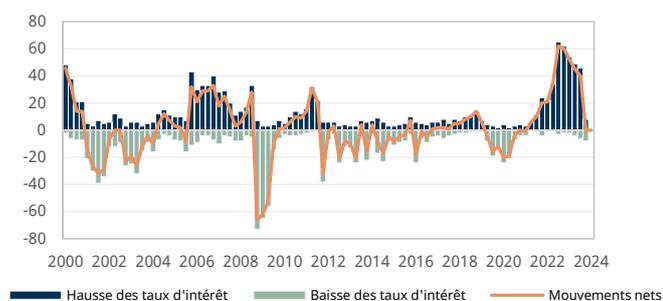
Jerome Powell, président de la Fed, a donné un signal clair lors de la réunion de décembre 2023 : "Une nouvelle hausse des taux d'intérêt est improbable", laissant entendre une possible baisse des taux en 2024. Cette prise de position est en corrélation avec une évolution mondiale qui marque la fin du cycle de hausse des taux le plus intense de ces dernières décennies (figure 1).

Au cours des deux dernières années, l'inflation a fortement influencé l'économie mondiale. Actuellement, elle connaît certes une baisse prometteuse, mais reste à un niveau élevé (figure 2). Les causes en sont les pénuries d'approvisionnement dues à la pandémie et la hausse des prix de l'énergie, qui ont encore été aggravées par les tensions géopolitiques et les conflits militaires (figure 3). Au cours du second semestre 2023, les chaînes d'approvisionnement fragiles s'étaient plutôt bien rétablies, ce qui a considérablement réduit les pressions inflationnistes.

Depuis le 19 octobre 2023, en réaction aux actions militaires controversées d'Israël à Gaza, les milices houthis s'emparent des navires marchands qui traversent la mer Rouge. Il en résulte un nouveau défi pour les chaînes d'approvisionnement mondiales. Malgré des temps de trajet plus longs et des prix de fret plus élevés en raison d'itinéraires plus longs, les pressions inflationnistes n'ont pas encore eu lieu. Il est crucial de continuer à suivre attentivement ces évolutions.

Le ralentissement de la dynamique économique, délibérément provoqué, renforce les craintes de récession (figure 4). Les taux d'intérêt directeurs sont ajustés en fonction de l'impact de la politique monétaire sur l'économie. Il est donc essentiel de suivre de près la situation économique. Il est toutefois clair que l'année 2024 sera marquée par une baisse des taux d'intérêt.

Figure 1 : La phase de resserrement monétaire mondial touche à sa fin



**Remarque :** le graphique montre, trimestre par trimestre, le nombre de modifications des taux directeurs - aussi bien des hausses que des baisses - des banques centrales des pays membres de l'OCDE.  
**Source :** données de Bloomberg, au 17.01.2024

Figure 2 : Hausse de l'inflation dans tous les pays industrialisés



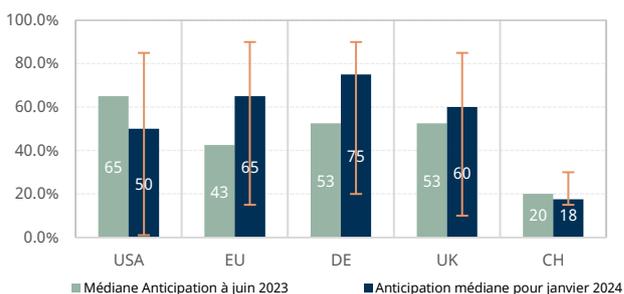
**Remarque :** le graphique illustre les taux de variation mensuels de l'indice des prix à la consommation (IPC) par rapport au même mois de l'année précédente pour tous les pays de l'OCDE. Les périodes grisées indiquent les périodes de crise économique.  
**Source :** données de Bloomberg, au 17.01.2024

Figure 3 : Les chaînes d'approvisionnement mondiales se sont rétablies depuis la pandémie



**Remarque :** le GSCPI de la Federal Reserve Bank of New York mesure les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et les coûts de transport dans le secteur du fret maritime et aérien, en se basant sur 27 indicateurs mensuels différents. Une valeur d'indice de zéro représente l'état moyen, tandis que les valeurs positives indiquent des tensions accrues et les valeurs négatives signalent une chaîne d'approvisionnement sans problème. Une valeur GSCPI inférieure à zéro est considérée comme une situation normale.  
**Source :** données de la Federal Reserve Bank of New York, au 17.01.2024

Figure 4 : Prévisions de risques de récession



**Remarque :** le graphique montre la probabilité de récession prévue dans les zones économiques respectives pour les douze prochains mois, sur la base des valeurs médianes des prévisions des économistes. La fourchette orange comprend l'éventail entre la valeur la plus basse et la valeur la plus haute des anticipations.  
**Source :** données de Bloomberg, au 17.01.2024

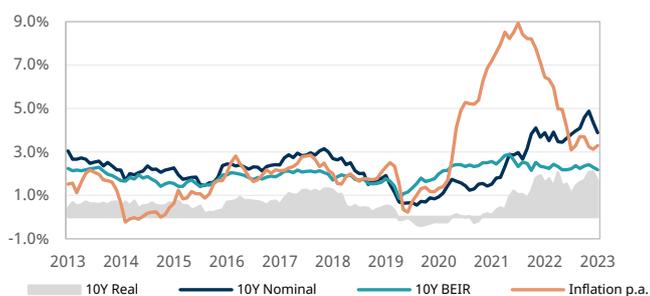
## ÉTATS-UNIS

La Fed a clairement signalé qu'elle procéderait à plusieurs baisses de son taux directeur cette année. Malgré cette annonce, les attentes du marché en matière de taux d'intérêt élevés demeurent. Même face à ces signaux clairs et à un ralentissement significatif de l'inflation, les rendements des emprunts d'État américains à 10 ans n'ont baissé que d'environ 4% après avoir atteint un sommet de 5%. Cette situation pourrait s'avérer de plus en plus problématique pour l'économie.

L'augmentation des taux d'intérêt à long terme n'est pas nécessairement due à une anticipation de hausse de l'inflation structurelle. Initialement, la hausse des rendements obligataires s'est accompagnée d'une augmentation des anticipations d'inflation à long terme (graphique 5). Bien que le taux d'inflation ait diminué et soit toujours supérieur à la valeur cible de 2%, l'anticipation de l'inflation à long terme n'a que légèrement diminué depuis le pic d'inflation. Selon les données de la Fed, les anticipations d'inflation à court et moyen terme ont également diminué, ce qui indique que la hausse des rendements nominaux est plutôt imputable à une hausse réelle des taux d'intérêt.

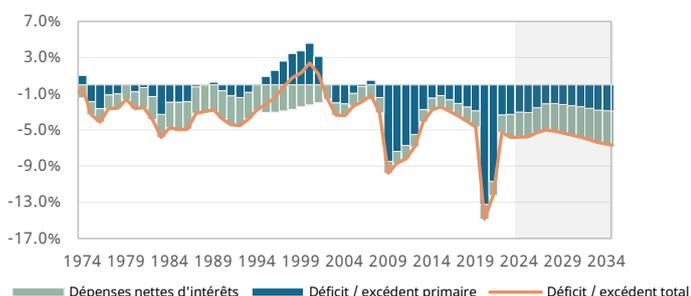
Le taux d'intérêt réel est principalement influencé par l'évolution économique à long terme. Dans l'ensemble, l'économie américaine s'est rapidement redressée après la chute due à la pandémie et devrait enregistrer une croissance positive, bien qu'inférieure à la moyenne, pour 2023. Les dépenses de consommation privée ont été le principal moteur de la reprise et de la croissance positive. Toutefois, le fort sentiment des consommateurs n'est pas dû à une augmentation du revenu disponible, mais à la réduction de l'épargne accumulée pendant la pandémie (figure 6). Si l'on en croit les prévisions de croissance économique, il semble difficile de justifier des rendements réels plus élevés lorsque les taux de croissance sont inférieurs à la moyenne.

Figure 5 : Persistance de rendements obligataires élevés malgré l'anticipation générale d'une baisse des taux directeurs



**Remarque :** le graphique montre l'évolution des rendements nominaux et réels des obligations américaines à 10 ans, ainsi que le taux d'inflation et le taux d'inflation à 10 ans du point mort (BEIR), qui peut être interprété comme un indicateur de l'anticipation de l'inflation à long terme par le marché.  
**Source :** données de FRED, au 17.01.2024

Figure 7 : Déficit budgétaire de l'Etat et dépenses nettes d'intérêts



**Remarque :** ce graphique présente l'évolution historique et prévisionnelle de la balance des comptes publics en pourcentage du produit intérieur brut. Les dépenses nettes d'intérêts y sont présentées en détail afin de mettre en évidence l'impact de la hausse des taux d'intérêt et de la dette publique.  
**Source :** données du Congressional Budget Office, au 17.01.2024

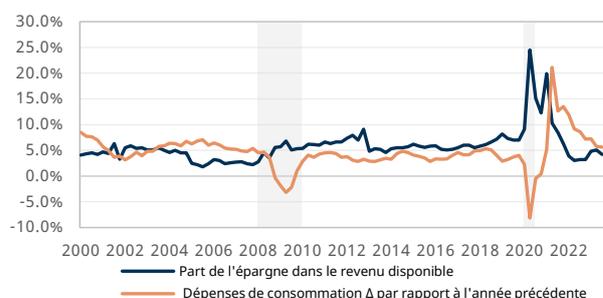
Un facteur important de la hausse des rendements réels est la baisse de la solvabilité du budget de l'État américain. Face aux détériorations budgétaires attendues (figure 7), à l'augmentation de la dette publique et aux problèmes gouvernementaux à long terme, qui se traduisent par des retards répétés dans la fixation de la limite de la dette et des solutions d'urgence de dernière minute, Fitch Ratings a abaissé la note des États-Unis de AAA à AA à l'été 2023. Ces risques accrus se traduisent également par des primes plus élevées pour les assurances contre les pertes de crédit.

Un autre aspect est la liquidité, c'est-à-dire le risque d'une offre excédentaire d'obligations d'État. Dans le cadre de sa politique monétaire restrictive, la Fed vend ses stocks, ce qui augmente l'offre (graphique 8). Parallèlement, l'intérêt des investisseurs s'affaiblit, tandis que le gouvernement américain augmente l'offre de dette publique. Bien que la demande actuelle soit stable et absorbée par les investisseurs nationaux, une augmentation de l'endettement pourrait perturber davantage l'équilibre offre-demande. Cela entraînerait des rendements anticipés plus élevés et une pentification de la courbe des taux.

En fin de compte, le refinancement des dettes existantes des entreprises, qui ont jusqu'à présent bien résisté à la phase de hausse des taux d'intérêt en raison de l'allongement général de la durée de leurs financements externes existants, sera source de défis et d'insolvabilité.

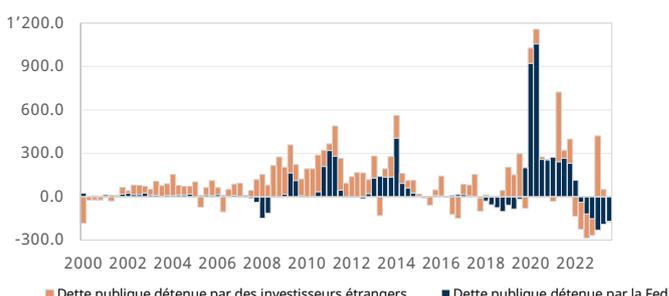
Une intervention plus précoce de la Fed pour soutenir l'économie par un assouplissement de la politique monétaire pourrait certes entraîner le risque d'une nouvelle hausse de l'inflation, mais elle pourrait également réduire le risque de récession. Cela pourrait finalement conduire à l'atterrissage en douceur souhaité.

Figure 6 : La réduction de l'épargne de la période de pandémie renforce les dépenses de consommation



**Remarque :** le graphique montre le taux d'épargne, mesuré comme la part de l'épargne dans le revenu disponible, et le taux de croissance des dépenses de consommation privée par rapport au même mois de l'année précédente. Les périodes grisées indiquent les périodes de crise économique.  
**Source :** données de FRED, au 17.01.2024

Figure 8 : La Fed réduit son bilan d'obligations d'État américaines



**Remarque :** ce graphique montre la variation du stock d'obligations d'État américaines détenues par des investisseurs étrangers et par la Fed. Les variations sont exprimées en milliards de dollars et font référence au trimestre précédent.  
**Source :** données de FRED, au 17.01.2024

## UE

Pour 2023 et les années suivantes, l'espace économique européen devrait connaître une phase de faible dynamisme économique. Si une nouvelle évolution économique négative devait se produire au quatrième trimestre 2023, cela pourrait marquer le début d'une récession technique. Une reprise économique importante est prévue au plus tôt à partir de 2025. D'ici là, on s'attend à une stagnation continue et à des taux de croissance marginaux. Dans ce contexte, la BCE devrait s'efforcer de mener une politique monétaire accommodante.

Le ralentissement actuel de l'économie de la zone euro est principalement dû au coût élevé de la vie, à une demande externe freinée et à un resserrement de la politique monétaire. Certaines économies nationales sont particulièrement touchées, comme l'Allemagne, qui affiche déjà une croissance négative pour 2023 (figure 9). La compétitivité de l'industrie allemande est notamment mise à mal par la hausse des coûts de l'énergie et la lenteur de la transition vers les énergies renouvelables.

L'un des facteurs clés de la stabilisation de l'économie à ce jour est la résistance du marché du travail, qui s'est montré solide jusqu'à présent malgré le ralentissement économique (voir graphique 10). Un faible taux de chômage et une augmentation de l'emploi contribuent aux perspectives économiques encore positives dans l'ensemble. Néanmoins, les premiers signes de ralentissement du marché du travail apparaissent, comme en témoignent le recul des postes vacants et le fait que le rendement du travail par personne occupée n'est pas encore totalement rétabli.

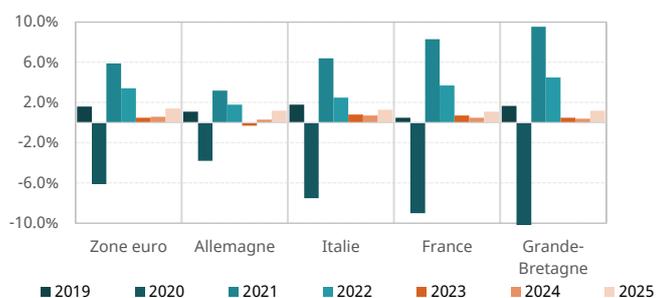
Le ralentissement de la dynamique économique a notamment entraîné une baisse de la demande d'investissement, ce qui a provoqué une dépréciation de la monnaie européenne (voir graphique 11). Les obligations européennes à taux fixe ont été moins attrayantes que les alternatives, telles

que les obligations américaines, malgré la hausse des taux d'intérêt due à l'inflation élevée. La devise connaît toutefois une période de reprise depuis le pic de l'inflation et la baisse étonnamment rapide du taux d'inflation.

Rétrospectivement, la dernière hausse du taux directeur de la BCE peut sembler excessive. Cela s'explique par le fait que les conditions de financement actuelles se révèlent extrêmement restrictives. Elles se caractérisent par des taux d'intérêt de référence élevés sur toutes les échéances (Figure 12). Cette situation pèse sur les entreprises et entraînera de plus en plus de problèmes de refinancement, comme c'est le cas pour les entreprises américaines.

Dans un tel contexte de taux d'intérêt élevés, il est difficile de justifier des investissements moins rentables, notamment ceux nécessaires à la transition vers les énergies vertes. A cet égard, les Etats membres européens mènent déjà une politique fiscale expansive afin de combler eux-mêmes le manque d'investissements. Toutefois, compte tenu des budgets nationaux négatifs, de l'endettement élevé et de la faible dynamique économique, une limite semble avoir été atteinte. Cela suggère que la BCE devra peut-être, tôt ou tard, passer à une politique de taux d'intérêt plus bas.

Figure 9 : Perspectives économiques stagnantes en Europe



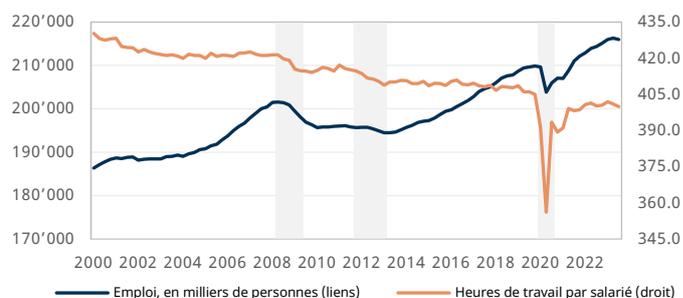
**Remarque :** le graphique représente les taux de croissance annuels des zones économiques illustrées et les valeurs médianes des prévisions des économistes pour les années 2023, 2024 et 2025.  
**Source :** données de Bloomberg, au 17.01.2024

Figure 11 : Faible performance monétaire de l'euro



**Remarque :** le graphique présente le Real Effective Exchange Rate (REER) ainsi que l'indice Bloomberg Euro. Le REER, un terme économique, désigne le taux de change effectif réel d'une monnaie et sert à évaluer sa force ou sa faiblesse relative par rapport à un panier d'autres monnaies. L'indice Bloomberg Euro, quant à lui, représente les taux de change pondérés de l'euro par rapport aux principales devises.  
**Source :** données de Bloomberg, au 17.01.2024

Figure 10 : Un marché du travail solide montre les premiers signes de ralentissement



**Remarque :** le graphique montre le nombre de personnes employées dans la zone euro ainsi que le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée. Ces heures de travail moyennes sont calculées en divisant le nombre total d'heures travaillées par le nombre total de personnes occupées.  
**Source :** données d'Eurostat, au 17.01.2024

Figure 12 : Les taux de swap €STR impliquent des conditions de financement restrictives



**Remarque :** le graphique montre l'évolution historique des taux swap vs €STR pour différentes échéances. Les périodes grisées indiquent les périodes de crise économique.  
**Source :** données de Bloomberg, au 17.01.2024

## Suisse

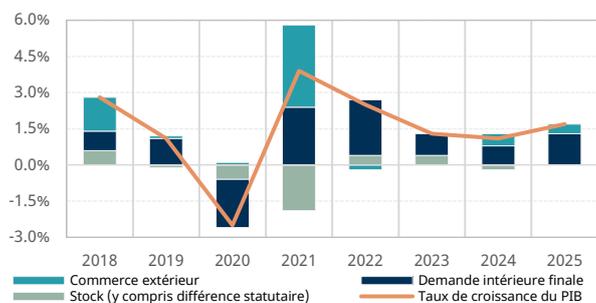
L'orientation de la politique monétaire de la BNS, qui consiste à contrer l'inflation importée par l'appréciation du franc suisse, s'avère toujours efficace. La prévision d'inflation de la BNS laisse présager une évolution dans la fourchette visée. Cette évolution positive soulève des questions quant au maintien d'une politique monétaire restrictive, notamment dans la perspective d'un ralentissement économique imminent et des conditions déjà détendues sur le marché des taux d'intérêt.

L'évolution modérée de l'économie suisse doit être considérée dans le contexte du ralentissement conjoncturel international. La baisse de la demande étrangère, en particulier celle de l'Allemagne, qui a enregistré une évolution économique négative en 2023, pourrait en particulier constituer un défi pour le commerce extérieur suisse dans les années à venir. La situation conjoncturelle globale sera déterminante pour l'orientation du commerce extérieur suisse.

La croissance devrait être soutenue en premier lieu par l'économie intérieure, notamment par la consommation privée (figure 13). Bien que la consommation privée puisse être plus faible que les années précédentes en raison de l'inflation et de la baisse du pouvoir d'achat, elle pourrait être quelque peu stimulée par l'augmentation globale du revenu disponible, renforcée par l'immigration de travailleurs à hauts revenus. En outre, le maintien d'un faible taux de chômage et les anticipations d'augmentation des salaires réels pour 2024 et 2025 contribuent à des anticipations de croissance positives (voir graphique 14).

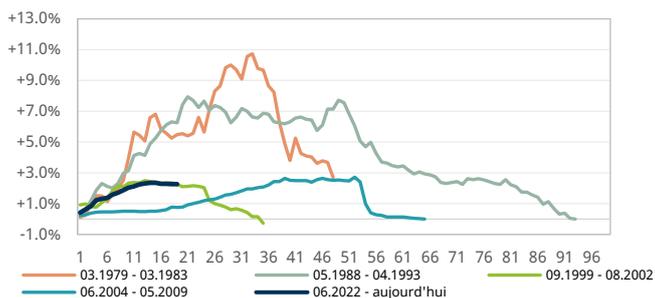
La hausse mondiale actuelle des taux d'intérêt est plus rapide dans de nombreuses économies qu'elle ne l'a jamais été dans l'histoire récente, les taux d'intérêt ayant atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le début du millénaire. En Suisse, cette hausse est toutefois plus modérée. Même si l'on compare les phases historiques de politique monétaire

Figure 13 : Perspectives économiques positives mais inférieures à la moyenne



Remarque : le graphique montre les contributions à la croissance du PIB réel du côté des dépenses. Les prévisions pour les années 2023, 2024 et 2025 se basent sur les prévisions conjoncturelles du SECO du 13 décembre 2023.  
Source : données de l'OFS, SECO, au 17.01.2024

Figure 15 : Le cycle actuel de hausse des taux d'intérêt n'est pas grave en comparaison historique



Remarque : le graphique illustre les variations du taux d'intérêt de référence à 3 mois depuis la première hausse des taux jusqu'au pic et à la première baisse significative des taux dans différents cycles historiques de hausse des taux. L'axe horizontal représente la période en mois, à partir de la date de la première hausse des taux.  
Source : données de Bloomberg, Refinitiv Eikon, BNS, au 17.01.2024

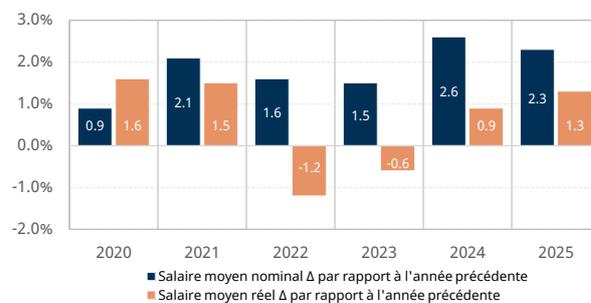
stricte, la hausse actuelle des taux d'intérêt en Suisse semble moins intense et de plus courte durée (figure 15). Les importantes réserves de devises étrangères et la marge de manœuvre pour une réévaluation de la monnaie nationale ont probablement contribué à rendre la hausse des taux d'intérêt moins agressive et à éviter des pertes économiques plus importantes.

Les restrictions financières ont déjà sensiblement diminué, comme le montrent les taux d'intérêt de référence sur le marché des swaps (figure 16). D'une part, les taux d'intérêt à moyen et long terme sont nettement inférieurs à leurs valeurs maximales, d'autre part, les primes de risque sur le marché des swaps - c'est-à-dire le spread par rapport aux rendements des obligations de la Confédération - sont également en baisse. Cela se traduit à la fois par une diminution du risque de contrepartie sur le marché des swaps et par une baisse de la demande de couverture de taux. Cela indique une diminution de l'incertitude et des anticipations plus claires quant à l'orientation future de la politique monétaire.

La structure actuelle de la courbe des taux inversée est caractérisée par des taux swap qui sont presque systématiquement inférieurs d'au moins 40 pb au taux SARON. Cet assouplissement indirect des conditions de financement réduit presque entièrement l'effet restrictif du taux directeur actuel, qui est peut-être fixé à 1,75%, ce qui est trop élevé. Ce raisonnement permet de supposer que la BNS pourrait éventuellement procéder à sa première baisse du taux directeur dès sa prochaine réunion en mars.

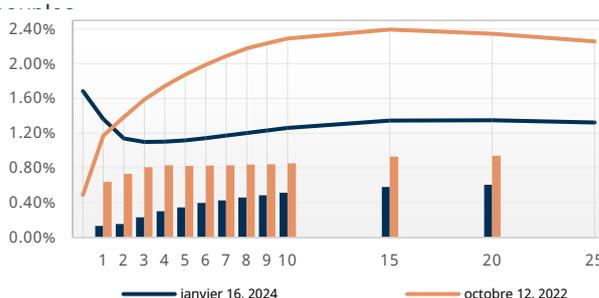
L'assouplissement indirect des conditions de financement constitue une évolution positive pour les entreprises qui se préparent à refinancer leur dette à long terme. De même, les projets d'investissement dans la construction devraient bénéficier de l'amélioration des conditions de financement, ce qui constitue globalement une impulsion positive pour l'économie nationale.

Figure 14 : Augmentations réelles de la croissance des salaires à anticiper pour les deux prochaines années



Remarque : les prévisions se basent sur l'analyse conjoncturelle du KOF de décembre 2023.  
Source : données de l'OFS, KOF, au 17.01.2024

Figure 16 : Une courbe de swap inversée et des spreads de swap plus bas impliquent des conditions de financement plus



Remarque : les courbes de swap servent de représentation graphique de la structure sous-jacente des taux d'intérêt sur le marché suisse des swaps. Les taux de swap respectifs à la date de référence pour les différentes durées (en années) forment ensemble la courbe de swap. Les barres représentent les spreads de swap, qui correspondent à la différence entre le taux de swap et le rendement des obligations de la Confédération de même durée.  
Source : données de Refinitiv Eikon, au 17.01.2024

## « Atterrissage en douceur » ou récession ?

Bientôt deux ans se sont écoulés depuis que la Fed, la BCE et la BNS ont relevé leurs taux directeurs pour la première fois, respectivement au début et à la mi-2022. Les mesures de politique monétaire déploient leurs effets sur l'économie avec un certain retard. Cela place les banques centrales devant le risque soit d'avoir trop augmenté les taux d'intérêt, soit de ne ressentir les effets de leurs mesures qu'à un moment où les pressions inflationnistes se sont déjà atténuées. Ces deux scénarios peuvent peser inutilement sur l'économie et conduisent dans la plupart des cas à une récession. Historiquement, les récessions aux États-Unis se sont produites en moyenne environ 22 mois après la première hausse des taux directeurs (figure 17).

En fonction de la gravité d'un ralentissement économique ou d'une récession, les banques centrales pourraient accélérer le rythme des hausses de taux. Le système financier a subi quelques revers l'année dernière, notamment à cause des bank runs et des faillites aux États-Unis, ainsi que du rachat du Crédit Suisse par l'UBS, qui a marqué la finance suisse. De sérieuses ruptures dans le système, suivies d'une crise, pourraient même conduire à des baisses graduelles des taux d'intérêt, comme cela a été le cas par exemple pendant la crise financière mondiale (figure 18).

## Première baisse des taux directeurs en mars déjà

Actuellement, les perspectives économiques sont toutefois encore positives, raison pour laquelle le marché des taux d'intérêt intègre progressivement des baisses des taux directeurs. Le marché s'attend donc à un "soft landing" pour les économies américaine et européenne (figure 19). Plusieurs baisses de taux de 25 pb sont prévues, la première pouvant intervenir dès le mois de mars pour les deux banques centrales. Nous anti-

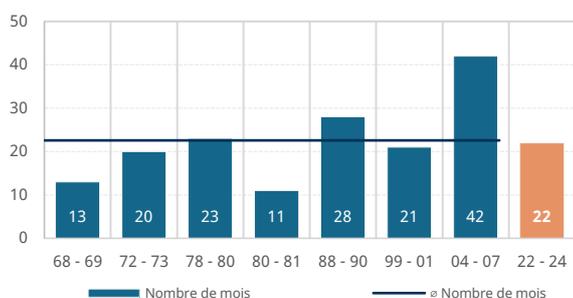
cipons que la première baisse de 25 pb du taux directeur aura effectivement lieu en mars, même si nous considérons que cela est plus probable pour la BCE que pour la Fed.

Du côté de la BNS, nous estimons également qu'une première baisse des taux directeurs est très probable dès le mois de mars (graphique 20). A notre avis, ce ne sont pas forcément les raisons économiques qui sont déterminantes, mais plutôt le fait que le marché des taux d'intérêt intègre déjà des hausses significatives. Cette anticipation contredit l'intention supposée de la BNS de laisser le taux directeur inchangé jusqu'au second semestre, comme le prévoient actuellement certains économistes. Nous estimons qu'un taux directeur actuel de 1,75% ne présente pas de caractère restrictif supplémentaire par rapport à un taux directeur de 1,50%. C'est pourquoi nous estimons qu'il est raisonnable de baisser le taux directeur de 25 pb en mars.

## Un moineau dans la main vaut mieux qu'un pigeon sur le toit

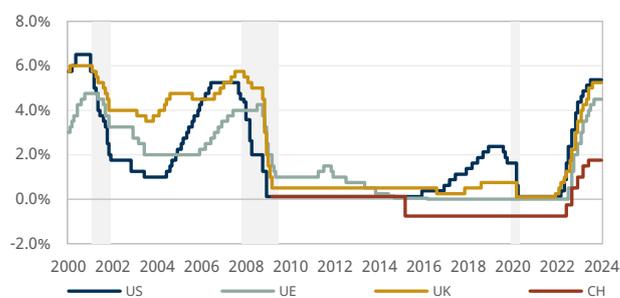
Malgré tout, il ne faut pas sous-estimer la possibilité de surprises dans les deux sens, en particulier dans le sens non souhaité. C'est pourquoi il peut être conseillé aux emprunteurs de s'assurer les avantages de taux fixes avantageux plutôt que de spéculer sur le fait que la BNS baissera son taux directeur - et donc indirectement le SARON - aussi rapidement que le marché des taux l'anticipe actuellement.

Figure 17 : Durée entre la première hausse du taux directeur et la récession aux Etats-Unis



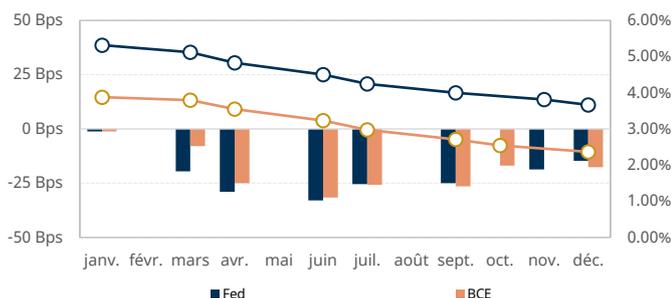
**Remarque :** le graphique montre la période en mois entre la première hausse du taux directeur de la Fed et le début d'une récession.  
**Source :** données de Brookline Bank, au 17.01.2024

Figure 18 : Les banques centrales réagissent aux crises par des baisses graduelles des taux directeurs



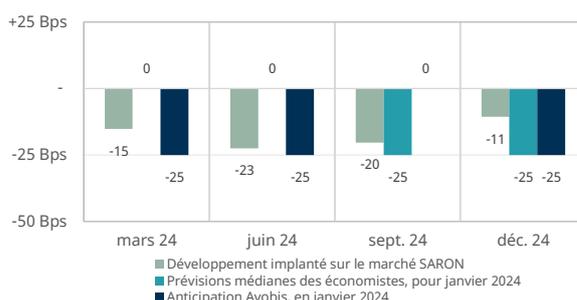
**Remarque :** le graphique montre l'évolution historique des taux directeurs des banques centrales américaine, européenne, britannique et suisse. Les périodes grisées indiquent les périodes de crise économique.  
**Source :** données de Refinitiv Eikon, au 17.01.2024

Figure 19 : Évolution des taux directeurs de la Fed et de la BCE en fonction du marché



**Remarque :** le graphique illustre l'évolution des taux directeurs de la Fed et de la BCE (axe de droite). Ceux-ci sont dérivés des Fed Funds Futures ou des Overnight Index Swaps. L'axe de gauche représente les ajustements implicites des taux d'intérêt (en points de base) pour le mois au cours duquel une réunion de politique monétaire est prévue.  
**Source :** données de Refinitiv Eikon, au 17.01.2024

Figure 20 : Attentes du marché & prévisions concernant le taux directeur de la BNS



**Remarque :** la prévision du taux SARON, implicite au marché, est dérivée des swaps de taux d'intérêt. Les prévisions des économistes se basent sur des enquêtes régulières de Bloomberg.  
**Source :** données de Bloomberg, Refinitiv Eikon, Avobis, au 17.01.2024

## CONTACT



Burak Er, CFA  
Responsable de la recherche

Avobis Group AG  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zurich

T : +41 58 255 49 09  
burak.er@avobis.ch

Mise à jour : 19 janvier 2024

**Clause de non-responsabilité**

Les informations fournies le sont à des fins publicitaires. Elles ne constituent pas un conseil en matière d'hypothèque et/ou d'investissement, ne reposent pas sur une prise en compte de la situation personnelle du destinataire et ne sont pas le résultat d'une analyse financière objective ou indépendante. Les informations fournies ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une invitation à conclure une transaction financière. Ces informations ont été élaborées par Avobis Group AG et/ou les entreprises qui lui sont liées (ci-après Avobis) avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et opinions contenues dans ce document représentent le point de vue d'Avobis au moment de sa rédaction et peuvent être modifiées à tout moment et sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Avobis ne donne aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité des informations et décline toute responsabilité en cas de perte résultant de l'utilisation des informations. Sauf mention contraire, tous les chiffres ne sont pas vérifiés. Les informations contenues dans ce document sont destinées à l'usage exclusif du destinataire. Ni les présentes informations ni leurs copies ne peuvent être envoyées ou emportées aux Etats-Unis d'Amérique, ni être distribuées aux Etats-Unis d'Amérique ou remises à des US Persons (au sens de la Regulation S du US Securities Act de 1933, dans sa version en vigueur). Toute reproduction partielle ou totale de ces informations est interdite sans l'autorisation écrite d'Avobis.