

Malgré la reprise conjoncturelle, l'immigration ralentit

Moniteur Suisse | 3ème trimestre 2020

Conjoncture Suisse
**La normalisation sera longue,
malgré les sprints intermédiaires**

Focus – Immigration
**COVID-19 freine l'immigration
au-delà du confinement**

Politique monétaire
**Première évaluation du programme
de prêts COVID-19**

Impressum



Éditeur: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Oliver Adler
Chef économiste Suisse
+41 44 333 09 61
oliver.adler@credit-suisse.com



Auteurs

Oliver Adler
Maxime Botteron
Sara Carnazzi Weber
Emilie Gachet
Tiziana Hunziker
Alexander Lohse
Claude Maurer
Thomas Rieder
Fabian Waltert



Participation

Ewelina Krankowska-Kedziora
Tomasz Limberger



Clôture de rédaction

9 septembre 2020



Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.
Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées.
Tous droits réservés.

Chère lectrice, cher lecteur,

La fin du confinement a entraîné le rapide redémarrage de l'économie en Suisse comme ailleurs, parce que les ménages étaient enfin en mesure de dépenser l'argent économisé pendant cette période si particulière. Instaurées au début de la crise, ce sont des mesures monétaires et fiscales résolues qui ont créé les fondements de cette reprise – parmi lesquelles l'extension des possibilités d'indemnisation de la réduction de l'horaire de travail et les crédits COVID-19 octroyés par les banques et garantis par l'État.

Dans nos perspectives, nous tablons sur une poursuite de la reprise conjoncturelle dans les prochains trimestres, même si la dynamique va se ralentir du fait d'un marché du travail toujours fragile. La pandémie qui perdure va d'ailleurs elle aussi affecter l'activité économique. En dépit de cela, nous n'anticipons pas de nouvelles mesures de confinement généralisé, ni en Suisse ni chez nos principaux partenaires commerciaux.

Sous réserve que ces prévisions raisonnablement optimistes se concrétisent, il faut réfléchir à la sortie des mesures d'urgence économiques. Il s'agit de corriger les éventuels effets secondaires et incitatifs pernicieux que ces mesures ont générés, sans pour autant porter préjudice au processus de redressement de l'économie. La réduction de l'horaire de travail pourrait ainsi inciter certains travailleurs à ne pas chercher de nouveau poste et recèle le risque de subventionner indirectement les entreprises non compétitives. De leur côté, les crédits COVID-19 augmentent le risque de surendettement de ces entreprises qui, après un certain répit, finiront néanmoins par mettre la clé sous la porte. Pour l'heure, le débat autour des mesures pour endiguer la crise du coronavirus nous semble trop centré sur la dette publique et trop peu sur la préservation et le renforcement de la santé financière du secteur privé, ainsi que sur l'altération possible des futures chances de croissance.

Les urnes décideront bientôt d'une sortie d'un tout autre genre. Les discussions autour de la libre circulation des personnes tentent de répondre à la question si l'immigration en Suisse doit être pilotée par des mesures dirigistes ou au contraire par les forces du marché. Le système actuel, dans lequel l'État met en œuvre des «mesures d'accompagnement» pour corriger les éventuels effets secondaires négatifs d'une immigration dictée uniquement par le marché, nous semble bien meilleur que l'alternative d'une fermeture des frontières imposée par décret comme pendant la crise de la COVID-19, ou d'une variante prévoyant un contingentement. Notre article Focus (p. 12) montre d'ailleurs que même sous le régime actuel, il faut s'attendre à un ralentissement progressif de l'immigration nette sur les une à deux années à venir.



André Helfenstein
CEO Credit Suisse (Suisse) SA



Oliver Adler
Chef économiste Suisse

Conjoncture	5
La normalisation sera longue, malgré les sprints intermédiaires	
L'effondrement conjoncturel sans précédent du 1 ^{er} semestre 2020 fait place à un vigoureux rebond. La suite de l'évolution devrait toutefois se révéler assez hésitante, raison pour laquelle la courbe du produit intérieur brut ressemble à un «V oblique».	
Conjoncture Moniteur	9
Branches Moniteur	10
Focus – Immigration	12
COVID-19 freine l'immigration au-delà du confinement	
Grâce à des chiffres dynamiques au 1 ^{er} trimestre et un repli des émigrations, l'immigration nette ne devrait que peu reculer en dépit du coronavirus en 2020. Malgré la reprise économique attendue, le solde migratoire va continuer de baisser en 2021.	
Rétrospective: évolution de l'immigration depuis l'instauration de la libre circulation des personnes	15
Politique monétaire	16
Première évaluation du programme de prêts COVID-19	
Pour soutenir les entreprises confrontées à une brusque interruption des cash-flows, les banques ont proposé jusqu'au 31 juillet des crédits bon marché garantis par l'État. Les sociétés ont emprunté 17 mrd CHF et les défaillances sont restées rares à ce jour.	
Politique monétaire Moniteur	17
Immobilier Moniteur	18
Indicateurs avancés du Credit Suisse	19
Prévisions et indicateurs	21

La normalisation sera longue, malgré les sprints intermédiaires

L'effondrement conjoncturel sans précédent du 1^{er} semestre 2020 fait place à un vigoureux rebond. La suite de l'évolution devrait toutefois se révéler assez hésitante, raison pour laquelle la courbe du produit intérieur brut ressemble à un «V oblique».

Effondrement historique du PIB au 1^{er} semestre 2020

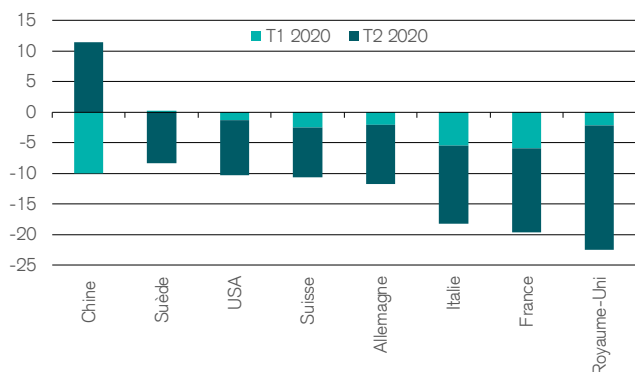
Le produit intérieur brut (PIB) suisse a connu un effondrement sans précédent au 2^e trimestre 2020: il a cédé 8,2% par rapport au 1^{er} trimestre, soit le plus fort repli depuis le début du recensement des chiffres trimestriels par le Secrétariat d'État à l'économie (SECO) en 1980. La chute a été quatre fois plus forte que celle enregistrée pendant la crise financière de 2008/2009, après une baisse déjà record de 2,5% au 1^{er} trimestre 2020. Le dévissage du PIB suisse au 1^{er} semestre 2020 est comparable à celui observé aux États-Unis et en Allemagne, tandis qu'il s'est révélé encore plus marqué en Italie, en France et en Grande-Bretagne (cf. fig. 1). La Suède a en revanche été moins durement touchée.

La diminution de la mobilité motif principal de l'effondrement

Le 2^e trimestre marque le creux de la vague de la crise de la COVID-19, parce qu'il totalise le plus grand nombre de jours affectés par les mesures draconiennes prises pour endiguer le coronavirus. Il existe en effet une forte corrélation entre la rigueur de telles mesures (évaluée à l'aune du «Stringency Index» de l'Université d'Oxford) et l'évolution du PIB (cf. fig. 2). Le confinement décrété a surtout très fortement restreint la mobilité des consommateurs et des salariés. Selon nos calculs, près d'un tiers des marchandises et des services n'était plus du tout ou seulement difficilement accessible/disponible pour les consommateurs dans notre pays pendant le confinement. Cela dit, les mesures de confinement ont sans doute été nécessaires aussi du point de vue économique, puisqu'elles ont modifié le comportement de la population «de la bonne façon». Une analyse détaillée réalisée par le Prix Nobel d'économie Michael Spence sur la base de données mondiales exhaustives montre en effet que ce n'est pas la rigueur des mesures en soi qui entraîne le repli de la performance économique, mais la diminution de la mobilité¹. Or, en cas de mesures «pas assez vigoureuses», la mobilité peut même baisser plus fortement que souhaité, par exemple lorsque des taux de contagion et de mortalité élevés viennent alarmer les consommateurs. Selon Spence, il est d'une importance cruciale que les mesures soient prises avec détermination et surtout rapidement, que ce soit du point de vue épidémiologique ou économique.

Fig. 1: Effondrement du PIB en comparaison internationale

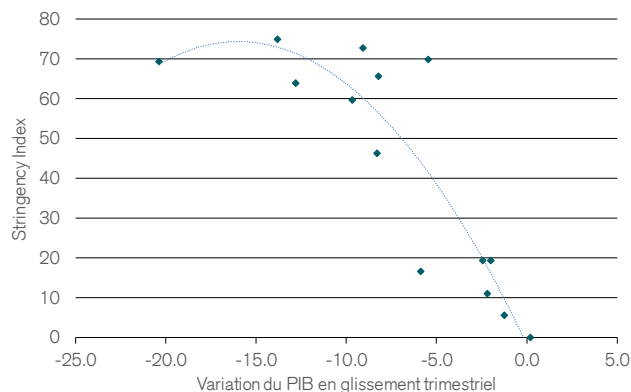
PIB réel, variation en glissement trimestriel, en %



Source: Datastream, Credit Suisse

Fig. 2: Restrictions et effondrement du PIB vont de pair

Stringency Index de l'Université d'Oxford et variation du PIB en glissement trimestriel au T2



Source: Datastream, Credit Suisse

¹ «Five lessons from tracking the global pandemic economy», Michael Spence et Long Chen, consulter www.vox.org

La Suisse s'en tire à bon compte

Selon les relevés d'Apple, la diminution de la mobilité dans notre pays était comparable à celle observée en Allemagne, mais nettement moins marquée qu'en Italie, en Espagne ou encore en France. La mobilité a été plus élevée uniquement en Suède. Le confinement raisonnable mis en œuvre en Suisse – les chantiers de construction et les entreprises industrielles n'ont par exemple pas été fermés de manière généralisée – et son efficacité évidente sur l'endiguement du virus sont d'ailleurs deux des principaux facteurs expliquant l'effondrement moins marqué du PIB helvétique. La rapidité et l'efficacité avec laquelle les mesures ont été mises en place pour atténuer l'impact négatif du confinement ont également joué un rôle clé: les indemnités en cas de réduction de l'horaire de travail et les crédits COVID-19 ont ainsi pu développer leurs effets immédiatement après leur annonce. La Suisse a en outre profité d'un mix sectoriel favorable, avec une part dans la création de valeur importante de l'industrie pharmaceutique, de la chimie et d'autres branches (négoce de matières premières, banques et assurances, etc.) qui n'ont pas été directement impactées par les restrictions.

L'économie se redresse ...

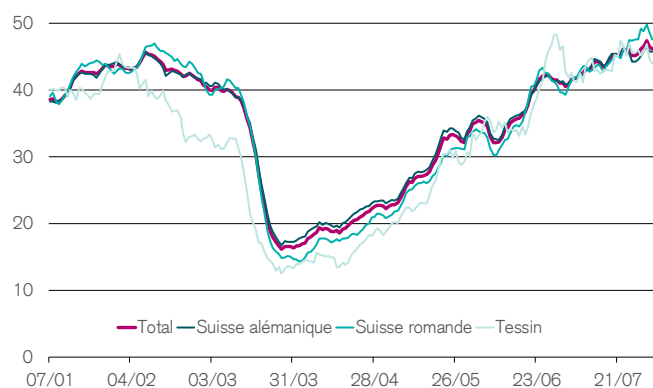
L'abrogation de la plupart des mesures COVID-19 et le risque d'infection jugé plus faible dans la population ont entraîné la normalisation de la mobilité dans notre pays: mesuré à l'aune des déplacements des téléphones mobiles, le niveau de mobilité se révèle même supérieur à celui d'avant la pandémie – une partie de cette hausse étant sans doute liée à la météo estivale (cf. fig. 3). Et les effets sur l'économie sont immédiats: l'indice des directeurs d'achat (PMI) suisse pour le secteur des services et son pendant pour l'industrie sont repassés au-dessus du seuil de croissance et indiquent pour l'heure un rebond en forme de V (cf. fig. 4). Les chiffres d'affaires du commerce de détail pour le mois de juillet dépassent de presque 10% les niveaux d'avant la crise, la progression la plus marquée ayant été enregistrée dans les domaines «maison», «loisirs» et «jardinierie» (contrairement au secteur «vêtements et chaussures» toujours dans le rouge). Et les récentes données de SIX Group sur les paiements effectués par cartes bancaires suggèrent que la dynamique conjoncturelle a été élevée en août également.

... aussi grâce à des achats de rattrapage

Le rebond actuel de la consommation est également soutenu par les économies importantes d'environ 8,0 mrd CHF faites par la majeure partie des ménages pendant le confinement. Selon nos estimations, près des deux tiers de ces économies réalisées pendant une période d'offre très limitée vont être dépensés dans les mois à venir (env. 5,5 mrd CHF). Par ailleurs, la fermeture des frontières a entraîné une baisse du tourisme d'achat à l'étranger, ce qui s'est traduit par une demande supplémentaire estimée de 2 mrd CHF². Les prix en baisse et le désir de rattraper le temps perdu s'inscrivent également en soutien de la consommation.

Fig. 3: Les Suisses se déplacent plus qu'avant la crise

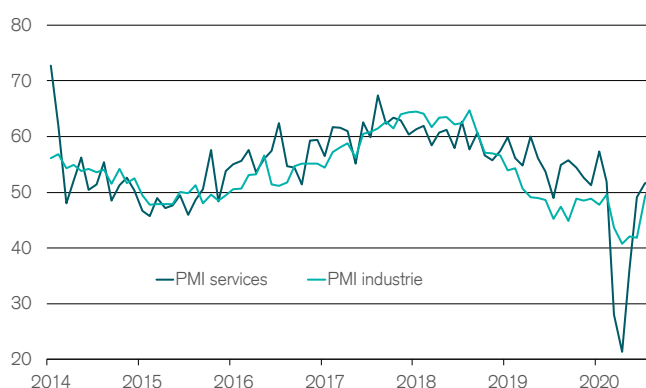
Mobilité: moyenne de la distance parcourue quotidiennement, sur 7 jours



Source: intervista AG, Credit Suisse

Fig. 4: Croissance signalée par les indices des directeurs d'achat (PMI)

PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

² Swiss Economics Alert: Tourisme d'achat proche de 8 mrd CHF en 2019

La dynamique de la reprise devrait ralentir

Les effets de rattrapage s'atténuent sensiblement et la reprise de la consommation devrait par conséquent se ralentir dans les mois à venir. Le facteur déterminant de la consommation privée reste en général la situation sur le marché du travail. L'immigration par exemple, qui contribue en moyenne à hauteur de 25% à la croissance de la consommation est, grâce à l'accord de libre circulation des personnes, désormais étroitement liée à la demande de main-d'œuvre (et ce n'est guère susceptible de changer). Dans le même temps, l'évaluation de la sécurité de l'emploi influence fortement le climat de consommation, tandis que l'évolution de l'emploi et celle des salaires sont également étroitement liées, du moins en théorie.

La hausse du taux de chômage pèse sur le moral

La situation sur le marché du travail devrait rester tendue jusque tard l'année prochaine et le taux de chômage augmenter dans les prochains mois en dépit des mesures de réduction de l'horaire de travail. Concrètement, nous anticipons une hausse de 3,4% actuellement à environ 4,0% jusqu'à la mi-2021 (moyenne 2020: 3,2%; 2021: 3,9%). Une telle progression va sans aucun doute freiner la croissance de la consommation, sans toutefois l'étouffer. Le solde migratoire devrait dans le même temps encore reculer, comme nous le décrivons en détail dans notre article Focus en page 12, ce qui va également affecter la consommation l'année prochaine.

L'érosion des bénéfices de mauvais augure pour les négociations salariales

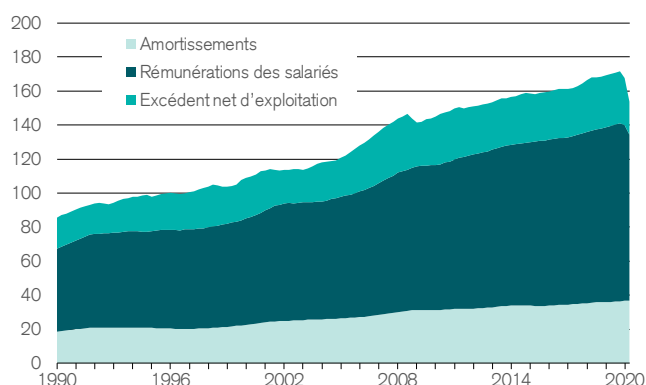
Jusqu'à présent, les entreprises ont elles-mêmes assumé la majeure partie de l'effondrement du PIB. La figure 5 montre par exemple que la part des bénéfices des entreprises dans le PIB a diminué bien plus fortement (les excédents bruts d'exploitation ont reculé de 37% par rapport au 4^e trimestre 2019) que celle de la rémunération des salariés (baisse de 7%). De plus, la baisse de cette rémunération a au moins partiellement été compensée par des transferts comme l'indemnité pour réduction de l'horaire de travail. Dans les mois à venir, il faut donc s'attendre à ce que les entreprises s'efforcent surtout d'améliorer leur situation en matière de bénéfices, ce qui implique une grande retenue sur le front des nouvelles embauches et laisse présager une hausse du chômage ainsi qu'une augmentation minimale des salaires. Pour 2021, nous anticipons à ce titre une progression proche de zéro des salaires nominaux (+0,1%). Et comme le niveau des prix ne devrait plus diminuer (inflation 2021: +0,3%; après -0,7% en 2020), il en résultera même une légère baisse du pouvoir d'achat l'année prochaine. Le coronavirus continuera simultanément d'affecter l'économie encore un certain temps et freinera donc encore davantage la croissance de la consommation. Si nous ne tablons pas sur un nouveau confinement généralisé, aussi en raison des progrès que ne manquera pas de faire la médecine, il faut néanmoins s'attendre à des durcissements temporaires des restrictions à l'échelle régionale.

Climat d'investissement toujours morose

Au vu des difficultés des entreprises sur le plan des bénéfices, le climat d'investissement devrait également rester morose. La demande d'investissements dans les machines et équipements devrait néanmoins réaccélérer quelque peu dans le sillage du rebond de la conjoncture industrielle. C'est en tout cas ce que suggère l'examen de la corrélation historique existant entre les volumes d'investissement et l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour l'industrie (cf. fig. 6). Jusqu'à présent, les investissements de l'industrie pharmaceutique et chimique ainsi que ceux dans l'infrastructure informatique ont atténué l'effondrement des volumes d'investissement observé dans les autres branches.

Fig. 5: Effondrement de l'excédent net d'exploitation

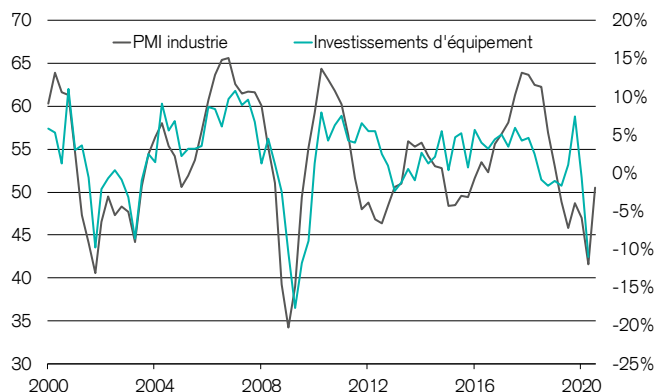
Volet distribution du PIB, en mrd CHF par trimestre



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Credit Suisse

Fig. 6: Le redressement du PMI pour l'industrie laisse espérer un rebond des investissements

PMI > 50 = croissance; investissements d'équipement en glissement annuel, réels



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO), procure.ch, Credit Suisse

Repli des investissements de construction

En dépit des faibles taux d'intérêt et des chantiers généralement restés ouverts, les investissements de construction se sont également repliés sur le 1^{er} semestre 2020. Les incertitudes générales ont ici surtout laissé des traces, tandis que la hausse des taux de vacance sur le segment des logements en location va peser sur le potentiel de reprise encore un certain temps.

Le creux des exportations a été franchi

L'effondrement des exportations de marchandises a également été atténué par la part importante du secteur chimique et pharmaceutique (50% des exportations) et sa faible sensibilité conjoncturelle à court terme. Et il est fort probable que cette branche reste l'un des piliers les plus sûrs de notre commerce extérieur. Dans le même temps, les secteurs cycliques comme l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (industrie MEM) ou l'industrie horlogère ont franchi le creux de la vague et nous pensons que leur rebond va perdurer. Dernier point, mais non des moindres, l'évolution des exportations a aussi été fortement marquée par la rigueur des mesures prises contre le coronavirus dans les pays de débouché (c.-à-d. par l'effondrement de la mobilité) (cf. fig. 7). Le déconfinement à l'étranger se répercute donc avec un certain retard sur la demande de produits suisses. Cela dit, la voie de la normalisation sera particulièrement longue dans le commerce international, puisque les capacités de transport et la mobilité intercontinentale resteront limitées encore un temps certain.

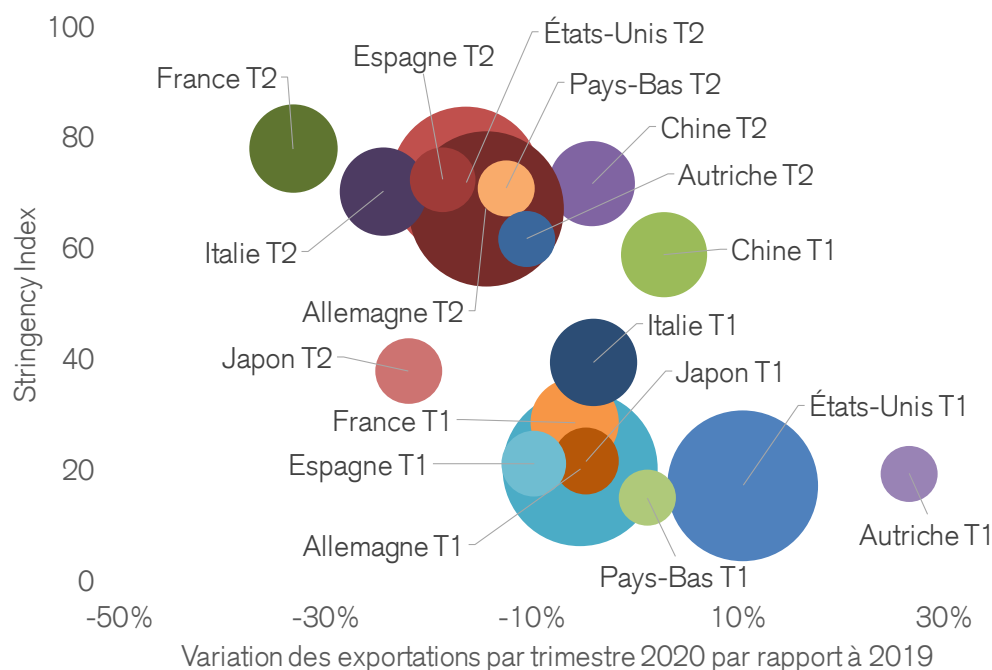
Rebond du PIB en forme de «V oblique»

La reprise faisant suite au dévissage historique du 1^{er} semestre se révèle extrêmement rapide, surtout dans les branches orientées sur la consommation intérieure. La suite du rebond devrait toutefois adopter un rythme beaucoup plus lent, raison pour laquelle l'évolution du PIB va prendre la forme d'un V oblique en 2020 et 2021. Nous maintenons donc notre évaluation optimiste par rapport à d'autres instituts pour cette année et tablons sur un repli modéré du PIB en comparaison internationale de 4,0%. Toutefois, nous pensons toujours que la reprise l'année prochaine sera insuffisante pour faire rebondir le PIB à son niveau d'avant la crise avant la fin 2021 (pronostic 2021: +3,5%).

claude.maurer@credit-suisse.com

Fig. 7: Exportations marquées par la rigueur des mesures COVID-19 dans les pays de débouché

Taille des cercles: part dans le total des exportations 2019



Source: Administration fédérale des douanes, Datastream, Credit Suisse

Inflation

Comme dans d'autres pays industrialisés, le taux d'inflation sous-jacente (c.-à-d. le renchérissement des prix à la consommation hors produits pétroliers et alimentaires) a dans un premier temps baissé en Suisse du fait de la pandémie de COVID-19 – aussi parce que les détaillants ont dû réduire leurs stocks après la fin du confinement. La dynamique des prix se normalise toutefois depuis juillet. L'inflation devrait néanmoins rester faible encore un certain temps, la sous-utilisation de l'économie étant trop importante pour rendre possible de sensibles hausses des prix. En Suisse, nous anticipons toujours un taux d'inflation moyen de $-0,7\%$ en 2020, puis de $0,3\%$ en 2021.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Marché du travail

À la mi-2020, quelque 31 000 postes avaient été supprimés en Suisse en comparaison annuelle ($-0,6\%$), dont presque 70% de postes à temps partiel. En termes d'équivalents plein temps (EPT), l'emploi a reculé de $0,2\%$ et ce sont les branches de l'hôtellerie-restauration et du travail temporaire qui ont été les plus touchées. Des postes ont également été supprimés dans l'industrie, tandis que les effectifs ont augmenté dans la santé et l'action sociale ainsi que dans l'enseignement depuis le début de l'année. Les perspectives restent sombres, puisque le nombre de postes vacants a fortement diminué (2^e trimestre 2020: -27% en glissement annuel). Nous nous attendons à un repli de $0,5\%$ de l'emploi (EPT) en moyenne annuelle pour 2020.

emilie.gachet@credit-suisse.com

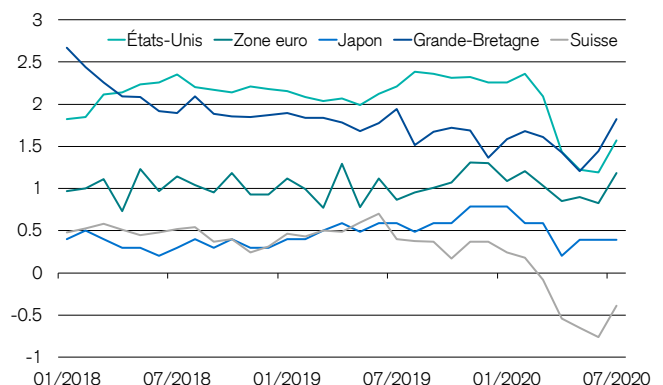
Immigration

Nous pronostiquons pour 2020 un solde migratoire pour la population résidente permanente d'environ 50 000 personnes. Le repli aurait sans doute été plus marqué si le nombre de personnes quittant le pays n'avait pas baissé du fait de la crise de la COVID-19. Les départs de ressortissants étrangers au 2^e trimestre 2020 ont en effet diminué de 20% par rapport à la même période de l'année précédente et les émigrations de citoyens suisses devraient également avoir reculé. Les recherches d'emplois et de logements ont été sensiblement compliquées par la pandémie. Dans le même temps, la réduction de l'horaire de travail et les assurances sociales ont créé un environnement plus sûr en Suisse.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Récente hausse de l'inflation sous-jacente

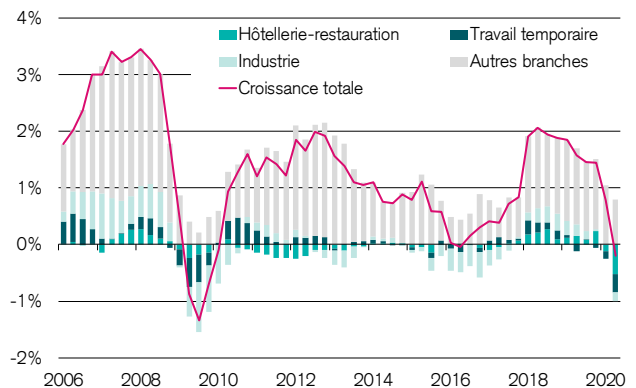
Taux d'inflation sous-jacente, en % (en comparaison annuelle)



Source: Datastream, Credit Suisse

Repli de l'emploi, surtout dans l'hôtellerie-restauration

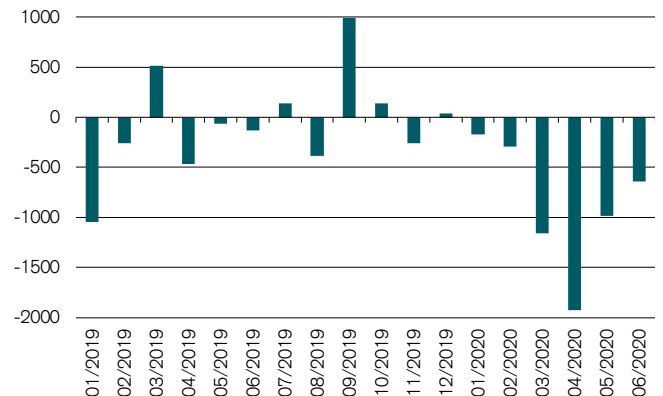
Emploi (EPT): variation en glissement annuel en %; contributions à la croissance



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse, dernières données: T2 2020

Net repli des émigrations au 1^{er} trimestre 2020

Émigration population résidente permanente étrangère, variation par rapport au même trimestre de l'année précédente, nombre de personnes



Industrie pharmaceutique

Après un 1^{er} trimestre extraordinairement vigoureux s'expliquant surtout par les achats de précaution, les exportations pharmaceutiques ont légèrement fléchi au 2^e trimestre, les acheteurs écoulant sans doute leurs stocks constitués auparavant. Les exportations de la branche se sont néanmoins maintenues à niveau élevé – une évolution qui selon nous devrait se poursuivre sur les trois à six prochains mois. La part de l'industrie pharmaceutique dans le total des exportations a temporairement atteint presque 50% au cours du 2^e trimestre. Malgré la reprise dans les autres industries, cette part n'est guère susceptible de retomber à son niveau de la fin 2019 (env. 40%).

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Machines, équipements électriques et métaux (MEM)

En avril, les exportations de l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM) vers l'Europe ont été inférieures à celles pendant la crise financière. La situation s'est légèrement améliorée en mai et juin, dans le sillage des mesures d'assouplissement adoptées chez nos voisins. Si les exportations vers la Chine ont retrouvé leur niveau de la fin 2019, l'évolution aux États-Unis reste empreinte d'incertitudes. Elles y ont certes légèrement augmenté en juin, mais le taux d'infection à la COVID-19 en hausse et le durcissement de certaines mesures de confinement ont de quoi susciter un certain pessimisme.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

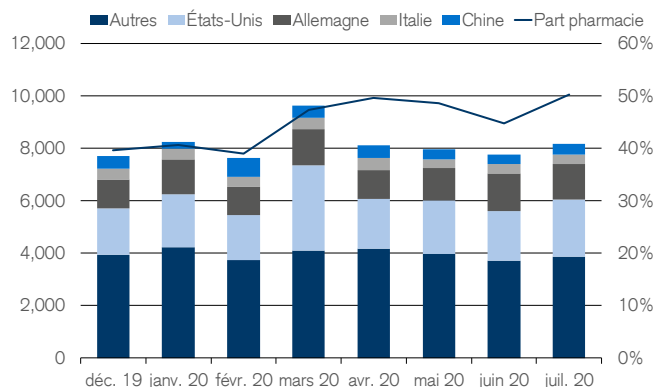
Industrie horlogère

Les exportations horlogères se sont littéralement effondrées en avril, reculant de presque 1,5 mrd CHF en mars à 427 mio. CHF. Les chiffres ont certes rebondi en mai et juin, mais sont loin d'avoir retrouvé leur niveau d'avant la crise du coronavirus. Parmi les principaux débouchés, c'est la Chine qui a enregistré la plus forte reprise. À Hong Kong, la situation reste difficile en raison des incertitudes politiques. Aux États-Unis, l'étendue du train de mesures budgétaires mis en place pour soutenir les ménages jouera un rôle crucial pour les exportations de montres suisses.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Part de la pharmacie dans les exportations jusqu'à 50%

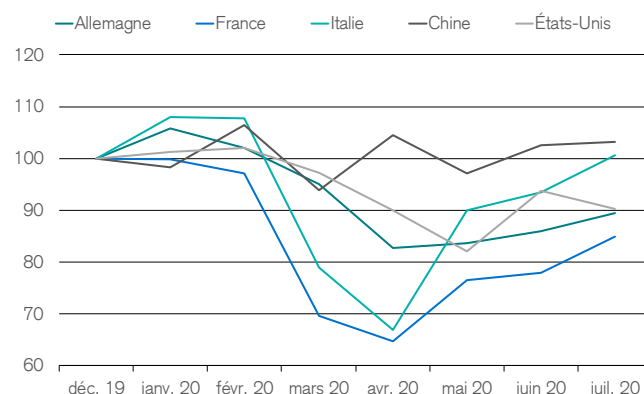
Pharmacie: exportations en mio. CHF par pays, corrigé des effets saisonniers (éch. de g.) et part dans le total des exportations



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

L'assouplissement se reflète dans les exportations

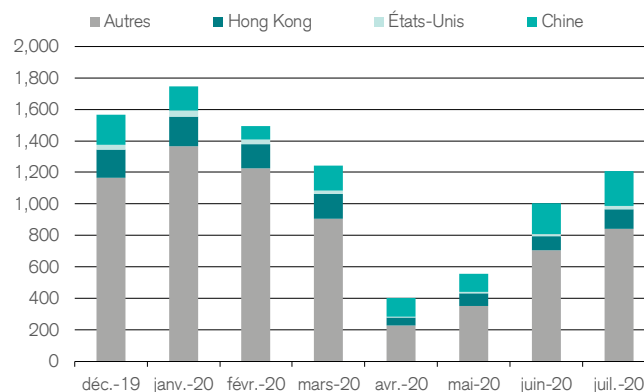
Évolution des exportations MEM par pays, indexé (déc. 2019 = 100) et corrigé des variations saisonnières



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Le creux d'avril semble pour l'heure surmonté

Exportations horlogères en mio. CHF par pays, corrigé des variations saisonnières



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

Commerce de détail

Les chiffres d'affaires nominaux des segments alimentaires et non alimentaires ont connu des évolutions opposées pendant la crise du coronavirus. À partir de mai, les CA du non alimentaire ont surtout profité de la forte demande dans les secteurs bricolage/jardinierie/accessoires automobiles et loisirs. La situation est morose dans le commerce de détail de vêtements et de chaussures et cela ne devrait pas changer de sitôt. Dans l'alimentaire, le retour du tourisme d'achat a empêché la poursuite de la vigoureuse progression des chiffres d'affaires.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Tourisme

La branche du tourisme a elle aussi été touchée dans différentes mesures par la COVID-19. Le repli des nuitées s'est ainsi révélé plus marqué dans les centres et les communes suburbaines que dans les villes touristiques – une évolution surtout imputable à la part plus importante de clients suisses dans ces dernières (2019: 52%) par rapport aux zones urbaines (2019: 36%). La crise du coronavirus s'inscrit en effet en soutien du tourisme domestique. Nous partons du principe que cela va atténuer le repli du nombre de nuitées dans les communes touristiques pendant l'été. S'agissant des clients étrangers, aucune reprise rapide ne semble en revanche en vue.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

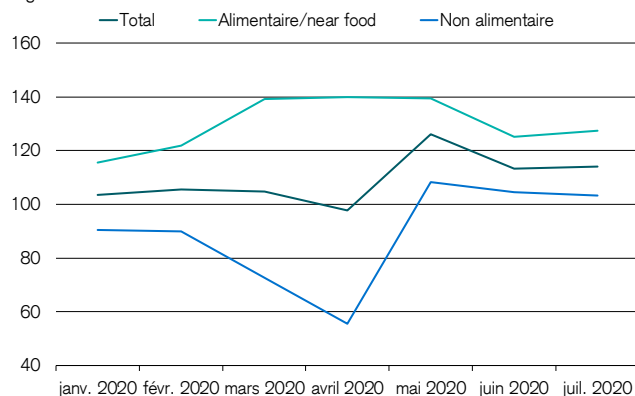
Technologies de l'information (TI)

Après un début de 2^e trimestre très morose, la marche des affaires s'est légèrement améliorée dans la branche des TI. Le solde entre les entreprises jugeant la marche de leurs affaires positive et celles l'estimant négative atteint de nouveau 24% (trimestre précédent: 7%). Ces chiffres concordent avec le raffermissement des indices des directeurs d'achat dans l'industrie et le secteur tertiaire, qui comptent parmi les principaux débouchés de la branche des TI. Au vu des circonstances, la situation devrait continuer de s'améliorer, mais à un rythme un peu moins soutenu.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Alimentaire: retour du tourisme d'achat

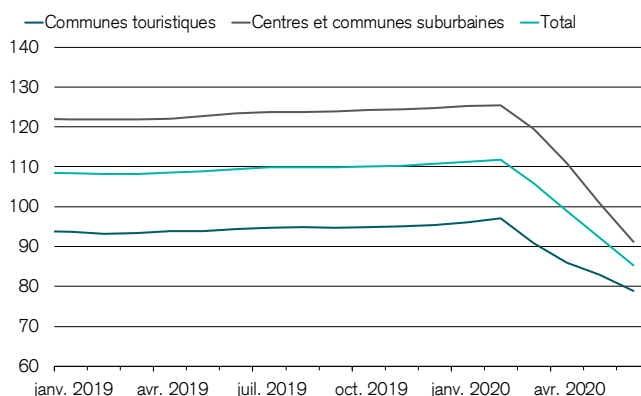
Chiffres d'affaires nominaux du commerce de détail, indexé (janv. 2012 = 100) et corrigé des variations saisonnières



Source: GfK, Credit Suisse

Villes touristiques soutenues par les clients suisses

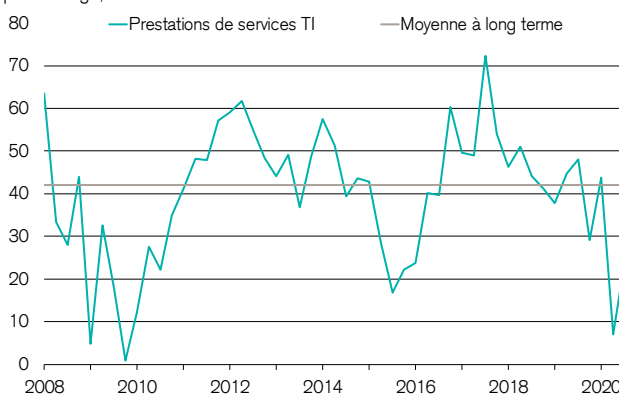
Nuitées par type de commune, indexé (janv. 2010 = 100), moyenne mobile sur 12 mois



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

TI proches de leur plus bas de la crise financière

Marche des affaires; part de prestataires des TI interrogés, soldes en points de pourcentage; valeurs trimestrielles



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), Credit Suisse

COVID-19 freine l'immigration au-delà du confinement

Grâce à des chiffres dynamiques au 1^{er} trimestre et un repli des émigrations, l'immigration nette ne devrait que peu reculer en dépit du coronavirus en 2020. Malgré la reprise économique attendue, le solde migratoire va continuer de baisser en 2021.

Restrictions d'entrée parmi les mesures contre le coronavirus

Comme ailleurs, la COVID-19 a entraîné d'importantes restrictions de la vie publique en Suisse. Le 16 mars 2020, le Conseil fédéral a décrété l'état de situation extraordinaire conformément à la loi sur les épidémies. Cette mesure a non seulement entraîné la fermeture temporaire des écoles, magasins et restaurants, mais aussi fortement restreint les entrées sur le territoire et les frontières étaient partiellement fermées du 25 mars au 8 juin 2020. Presque tous nos voisins ont d'ailleurs institué des mesures similaires.

Forte immigration en début d'année

La crise du coronavirus s'est aggravée dans une phase durant laquelle le solde migratoire avait recommencé d'augmenter après deux ans de stagnation (cf. Fig. 1). Au 1^{er} trimestre 2020, l'immigration nette de la population résidente étrangère dépassait de 30% le niveau du même trimestre 2019. Les principaux moteurs de cette hausse ont sans doute été la solide croissance de l'emploi pendant les deux années précédentes ainsi que la fin de la clause de sauvegarde vis-à-vis de la Roumanie et de la Bulgarie.

Immigration nette divisée par deux au 2^e trimestre 2020

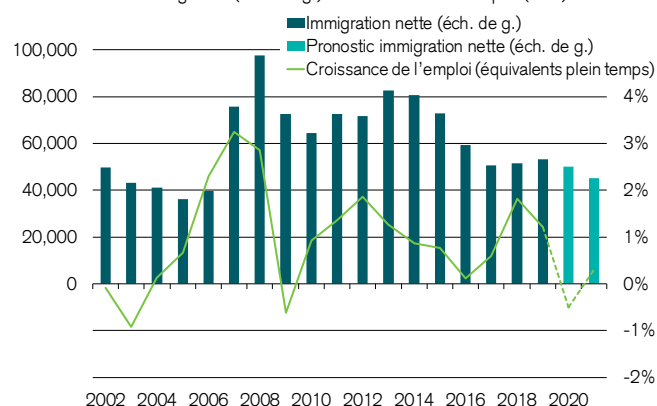
En avril et mai 2020, les restrictions d'entrée sur le territoire se sont lourdement répercutées sur les chiffres de l'immigration (cf. Fig. 2). Le solde migratoire (hors corrections de registres) au 2^e trimestre a ainsi chuté de 25% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Si l'on exclut les passages de résidents non permanents en permanents («changements de statut») et que l'on examine uniquement les mouvements migratoires effectifs avec l'étranger, le repli atteint même 50% (solde effectif d'immigration), et ce, en dépit d'un rebond à la hausse observé au mois de juin. Cela dit, cette récente progression découle probablement d'un effet de rattrapage lié à des immigrations planifiées avant la pandémie et n'augure donc pas d'inversion de la tendance.

Émigrations également en baisse

Le repli du solde migratoire au 2^e trimestre ne peut toutefois pas être attribué uniquement à la baisse des personnes entrant sur le territoire. L'émigration s'est en effet aussi repliée par rapport à la situation habituelle. La recherche d'emploi à l'étranger, mais aussi la quête d'un logement et le déménagement ont été sensiblement compliqués par la pandémie. Si le chômage constituait un risque réel en Suisse, la réduction de l'horaire de travail et les assurances sociales restaient gages de sécurité et de stabilité. Le nombre de ressortissants étrangers ayant quitté la Suisse a reculé de 20% au 2^e trimestre 2020 par rapport à la même période de l'année précédente.

Fig. 1: Tendance à la baisse de l'immigration

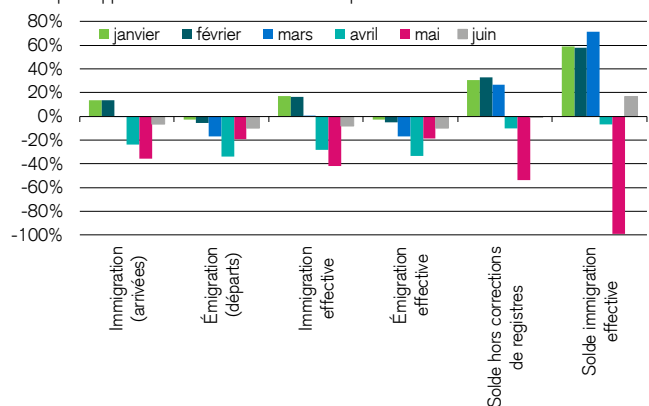
Immigration nette: population résidente permanente, y compris ressortissants CH, hors corrections de registres (éch. de g.) et croissance de l'emploi (EPT)



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse; dernières données: 06/2020

Fig. 2: Solde migratoire impacté par la COVID-19 au T2 2020

Mouvements migratoires de la population résidente permanente étrangère; variation 2020 par rapport au même mois de l'année précédente



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse; dernières données: 06/2020

Frontières fermées sauf quelques exceptions

La poursuite même timide de l'immigration en avril et mai 2020 a été rendue possible par certaines dérogations. La main-d'œuvre originaire de l'Union européenne dont l'activité était en lien avec l'approvisionnement en marchandises et services essentiels (soins médicaux, produits alimentaires, infrastructure IT, etc.) était ainsi toujours autorisée à entrer sur le territoire national. Et la structure des nouveaux arrivants en témoigne: au 2^e trimestre, la part des immigrants professionnels a augmenté dans la technologie de l'information (TI), la santé et l'agriculture. En revanche, la part des nouveaux arrivants dans les branches directement touchées par le confinement comme la restauration et l'enseignement a fléchi (cf. Fig. 3).

Restrictions d'entrée seulement partiellement abrogées

Les restrictions ont affecté non seulement les immigrations pour raison professionnelle, mais aussi les regroupements familiaux. Pour une partie des pays tiers, certaines restrictions sont d'ailleurs toujours en vigueur. Sont ici toutefois surtout concernés les séjours courts de moins de 90 jours – que ce soit pour des vacances, de brèves formations, des traitements médicaux ou encore des réunions professionnelles non urgentes. En revanche, les restrictions concernant l'entrée sur le territoire de la main-d'œuvre de pays tiers ont été abrogées le 6 juillet. Selon l'évolution de la pandémie, de nouvelles mesures ne peuvent toutefois pas être exclues.

La récession va aussi peser sur l'immigration

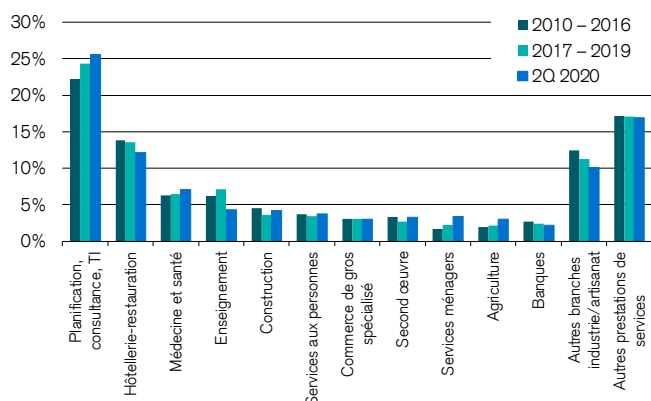
Avec la suppression progressive des restrictions à l'entrée sur le territoire, c'est la conjoncture qui va redevenir le moteur principal de l'immigration. Or, en dépit de signes évidents de reprise, il faut s'attendre à ce que la pandémie mette à mal la croissance en Europe comme dans le reste du monde à moyen terme. Pour la Suisse, nous tablons en 2020 sur un repli du produit intérieur brut de 4,0% (cf. Fig. 4). Grâce à l'évolution relativement clémente de la pandémie à ce jour et aux mesures de soutien étatique sous forme de réduction de l'horaire de travail et de prêts aux entreprises impactées, la récession devrait se révéler moins violente en Suisse que dans la zone euro, où l'économie devrait se contracter de jusqu'à 8,0% cette année. La demande helvétique de main-d'œuvre étrangère va sans doute rester modeste à court terme, puisque nous anticipons un repli de l'emploi de 0,5% en 2020 (cf. Fig. 1). Le marché du travail ne devrait que légèrement rebondir en 2021 (+0,3%) et le taux de chômage encore grimper à 3,9%, soit son plus haut niveau depuis 15 ans. Ce lent redressement du marché de l'emploi devrait s'opposer à une rapide reprise de l'immigration.

Pronostic 2020: solde migratoire positif de 50 000 personnes

Nous anticipons pour 2020 un solde migratoire pour la population résidente permanente d'environ 50 000 personnes (2019: 53 000, cf. Fig. 1). Ce repli relativement modéré en dépit de la crise du coronavirus a trois raisons. Premièrement, l'immigration a été extrêmement dynamique au 1^{er} trimestre (comme mentionné précédemment). Deuxièmement, la pandémie n'a pas seulement pesé sur l'immigration, mais aussi fait significativement baisser l'émigration, y compris celle de ressortissants suisses. Troisièmement, une partie du repli réel de l'immigration ne se reflète qu'avec un certain retard dans les chiffres de la population résidente permanente étrangère.

Fig. 3: Immigration concentrée sur les branches de l'approvisionnement de base pendant la crise du coronavirus

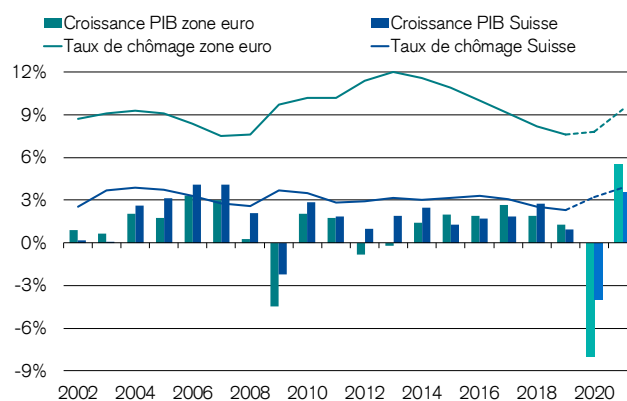
Immigration de personnes exerçant une activité lucrative (population résidente permanente étrangère): répartition par branche



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse; dernières données: 06/2020

Fig. 4: Repli conjoncturel sans doute moins marqué en Suisse que dans le reste de l'Europe

Conjoncture et marché du travail en Suisse et dans la zone euro; 2020/2021: prévisions



Source: Secrétariat d'État à l'économie, Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Credit Suisse; dernières données: 2019

Effondrement du nombre de séjours courts ...

La population résidente non permanente et les demandeurs d'asile ne font selon la définition du Secrétariat d'État à la migration pas partie de la population résidente permanente étrangère – et ne sont par conséquent pas considérés dans le pronostic d'un solde migratoire de 50 000 personnes pour 2020. Cette population englobe les personnes résidant moins d'un an en Suisse titulaires d'une autorisation de courte durée. Chez ces dernières, le repli lié à la COVID-19 s'est révélé encore plus marqué qu'au sein de la population résidente permanente, le solde migratoire sur les douze derniers mois s'établissant à -11 400 personnes (cf. Fig. 5). Une partie de ces immigrants (en général environ 25%) reste cependant plus longtemps en Suisse et se voit attribuer au bout de quelque temps une autorisation de séjour correspondante. Ils changent donc de statut et passent de la population non permanente à la population résidente permanente. Le récent repli du nombre de séjours courts va donc se répercuter avec un certain décalage sur les chiffres de cette dernière.

... et de demandes d'asile

De plus, la statistique des étrangers recense uniquement les réfugiés reconnus comme tels, et non les personnes en cours de processus d'asile ou admis provisoirement. Déjà en baisse depuis la crise des réfugiés en Europe de 2015/2016, les demandes d'asile ont atteint un nouveau plancher avec la pandémie de COVID-19 (-60% au 2^e trimestre 2020 par rapport à la même période de 2019). Les personnes traversant le processus d'asile sont donc également en repli (cf. Fig. 5), ce qui, avec quelques trimestres de décalage, devrait aussi avoir un impact négatif sur les chiffres de l'immigration de la statistique des étrangers.

Pronostic 2021: solde migratoire positif de 45 000 personnes

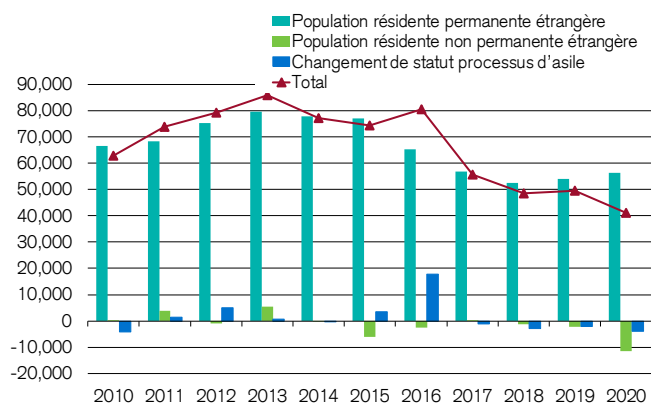
Une partie des répercussions immédiates de la pandémie de COVID-19 ne se reflètera donc qu'avec un certain retard dans les chiffres «officiels» de l'immigration. Les conséquences économiques quant à elles devraient être sensibles dès à présent, par exemple sous forme d'une baisse de la demande immobilière. À cela vient s'ajouter le fait que le marché du travail ne se redressera que lentement de la crise, même en cas d'évolution clémente de la pandémie. Pour 2021, nous anticipons par conséquent un nouveau recul de l'immigration nette à environ 45 000 personnes. Son niveau passerait ainsi en dessous de la barre des 50 000 pour la première fois depuis l'instauration de la libre circulation complète des personnes en 2007.

Seul le redressement du marché du travail entraînera une inversion de la tendance

Pour résumer, l'immigration reste fortement tributaire de l'évolution conjoncturelle et de la demande de main-d'œuvre des entreprises suisses, même après l'instauration de la libre circulation complète des personnes. Cet état de fait se reflète aussi dans la modification de la structure des immigrants exerçant une activité lucrative, qui se déplace de plus en plus du secteur secondaire vers les branches à forte croissance du tertiaire (consultance, TI, enseignement et santé) (cf. Fig. 3). L'immigration au-delà de l'année 2021 dépendra de l'évolution de la pandémie et de la reprise économique. En cas d'évolution très hésitante s'accompagnant d'une hausse continue du chômage, un repli plus marqué de l'immigration ne peut être exclu. Tant que les marchés du travail européens ne se rétablissent pas, le nombre de salariés étrangers quittant la Suisse pour retourner dans leurs pays d'origine devrait toutefois se maintenir à faible niveau et donc limiter le repli du solde migratoire.

Fig. 5: Baisse réelle de l'immigration plus forte que ne laisse présager la population résidente permanente

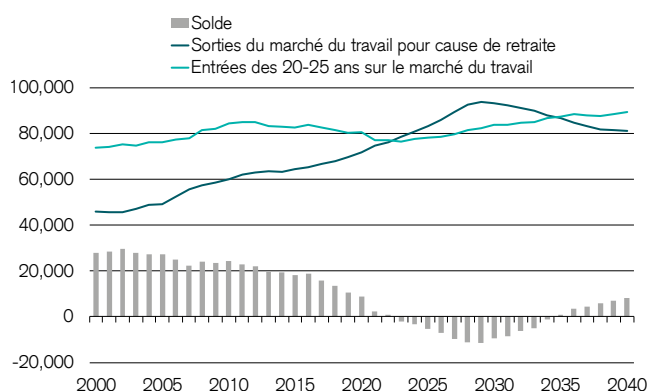
Situation globale en matière d'immigration nettes et de demandes d'asile, somme sur 12 mois établie en juin



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Credit Suisse; dernières données: 06/2020

Fig. 6: La génération des baby-boomers laisse un vide sur le marché du travail

Entrées et sorties pour raison démographique sur le marché du travail suisse



Source: Office fédéral de la statistique, Credit Suisse; dernières données: 2019

Les immigrants remplacent les baby-boomers

Le repli de l'activité lucrative pour des raisons démographiques influe également sur l'immigration nette. La vague de départs à la retraite qui s'annonce au sein de la génération à forte natalité des baby-boomers va laisser un grand vide sur le marché du travail. À la fin des années 2020, plus de 10 000 personnes quitteront chaque année la vie active (cf. Fig. 6). Au moins une partie d'entre elles devraient être remplacées par des recrutements à l'étranger.

Aucune hausse importante en vue jusqu'à nouvel ordre

Dans les années à venir, l'on peut de ce fait envisager une réaccélération de l'immigration à un niveau de 60 000 personnes, voire plus. Une nouvelle phase de boom conjoncturel en Suisse sur fond de problèmes économiques dans l'un de nos trois grands pays voisins ou une nouvelle crise des réfugiés pourrait également se traduire par une hausse temporaire de l'immigration. En cas d'évolution conforme au potentiel de développement, un solde migratoire moyen d'un peu plus de 50 000 personnes nous semble toutefois plus probable dans les prochaines années.

fabian.waltert@credit-suisse.com

Rétrospective: évolution de l'immigration depuis l'instauration de la libre circulation des personnes

L'immigration s'est ralentie

La Suisse est un pays d'immigration depuis plusieurs décennies déjà. Avec l'instauration de la libre circulation des personnes dans le cadre des accords bilatéraux entre la Suisse et l'UE, notre pays est devenu encore plus attractif pour les migrants professionnels des pays européens. À partir de 2007, l'année de l'instauration de la libre circulation des personnes avec les «anciens» États de l'UE (UE-17), une hausse soudaine de l'immigration nette a d'ailleurs été enregistrée (cf. Fig. 1), qui a atteint son point culminant dès l'année suivante avec plus de 97 000 personnes. Ce chiffre n'a plus été égalé dans les années qui ont suivi, et ce, en dépit de l'extension progressive de la libre circulation des personnes aux nouveaux États membres de l'UE (UE-8, UE-2). Une baisse constante a même commencé après 2013. Le solde migratoire a fini par se stabiliser en 2017, à un niveau nettement plus modéré d'environ 50 000 personnes, ce chiffre englobant le solde migratoire de la population suisse. Depuis 2002, quelque 5800 Suisses ont quitté chaque année le pays, par exemple pour commencer des études à l'étranger, occuper un nouvel emploi ou encore profiter de leur retraite.

Moteur principal: l'évolution conjoncturelle en Suisse et à l'étranger

Même après l'instauration de la libre circulation des personnes, l'immigration a continué de dépendre surtout de facteurs conjoncturels. Si l'économie est florissante et que des emplois sont créés, la demande de main-d'œuvre dépasse l'offre nationale dans certaines branches et un plus grand nombre de salariés étrangers sont recrutés. Lorsque l'emploi marque le pas, comme dans le sillage de la crise financière par exemple ou durant les années 2014 à 2016, un repli immédiat de l'immigration est en revanche observable (cf. Fig. 1). À partir de 2014, l'UE – dont la conjoncture a longtemps pâti des conséquences de la crise financière de 2008 – a de plus été en mesure de réduire continuellement son taux de chômage, pendant que l'industrie helvétique souffrait de la vigueur du franc (cf. Fig. 4). Le rebond a été particulièrement impressionnant au Portugal, où le taux de chômage a fortement chuté entre 2013 et 2019. De nombreux Portugais, qui constituent après les Italiens et les Allemands le troisième plus grand groupe étranger dans notre pays, ont de ce fait quitté la Suisse. Ces émigrations entrent pour une large part dans le repli du solde migratoire observé à partir de 2014. Elles ont en effet augmenté de 14% entre 2013 et 2018, tandis que les immigrations reculaient simultanément de 10%.

Concentration sur les agglomérations et la Suisse romande

Parmi les facteurs ayant empêché une baisse encore plus marquée de l'immigration figurent la crise des réfugiés en Europe au milieu des années 2010 ainsi que plus récemment la fin de la clause de sauvegarde vis-à-vis de la Bulgarie et de la Roumanie (UE-2) à la mi-2019. Au sein de la Suisse, l'immigration se concentre principalement sur les agglomérations ainsi que sur les cantons de Suisse latine. Citons notamment l'Arc lémanique, qui a enregistré une forte croissance de l'emploi ces dernières années. Dans certains cantons de Suisse romande (Vaud, Neuchâtel, Fribourg et Valais) le repli de l'immigration s'est toutefois aussi révélé particulièrement marqué sur cette période. Le canton du Tessin a même été confronté à une émigration sur les douze derniers mois.

Première évaluation du programme de prêts COVID-19

Pour soutenir les entreprises confrontées à une brusque interruption des cash-flows, les banques ont proposé jusqu'au 31 juillet des crédits bon marché garantis par l'État. Les sociétés ont emprunté 17 mrd CHF et les défaillances sont restées rares à ce jour.

Les entreprises ont contracté 17 mrd CHF de crédits COVID-19

Fin mars 2020, les autorités suisses décidaient de lancer le programme de crédits de transition COVID-19 en coopération avec les banques. Jusqu'au 31 juillet, ces dernières ont proposé aux sociétés helvétiques des prêts d'un montant maximum de 500 000 CHF garantis par l'État pour une durée de 5 ans et un taux de 0% (au moins la 1^{re} année). Selon le SECO, le volume de prêts contractés s'élève à env. 14 mrd CHF (fig. 1). Parallèlement, une seconde facilité de crédit (le «crédit COVID-19 Plus») a été mise en place, permettant aux entreprises d'emprunter plus de 500 000 CHF (jusqu'à 20 mio. CHF) à un taux légèrement plus élevé. La Confédération a garanti 85% de ces crédits, pour un montant supplémentaire emprunté de 3 mrd CHF.

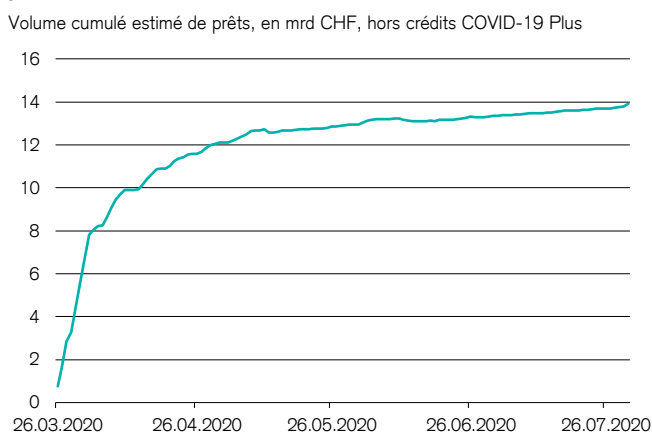
Nous estimons le taux d'utilisation des crédits COVID-19 à environ 60%

Ces prêts visaient à pallier le manque de liquidités des entreprises lié au confinement, ces dernières n'étant toutefois pas autorisées à y recourir pour de nouveaux investissements. Comme rapporté par les médias, de nombreuses sociétés les ont contractés à titre de précaution. Nous nous sommes basés sur des données de la BNS pour évaluer l'utilisation de ces crédits. Via la facilité de refinancement COVID-19, les banques peuvent en effet refinancer les prêts auprès de la BNS (en lui empruntant des liquidités). Pour emprunter à la BNS, les banques doivent présenter les créances privées en garantie. Toutefois, les lignes de crédit non utilisées ne peuvent pas faire l'objet d'une garantie. En comparant le montant total des crédits COVID-19 et le volume de refinancement auprès de la BNS, nous avons procédé à une estimation sommaire de l'utilisation de ces prêts par les entreprises. Les banques ayant emprunté 10 mrd CHF auprès de la BNS (fig. 2), nous évaluons le taux d'utilisation des crédits COVID-19 à env. 60%.

À 0,1%, le taux de défaut reste très faible à ce jour

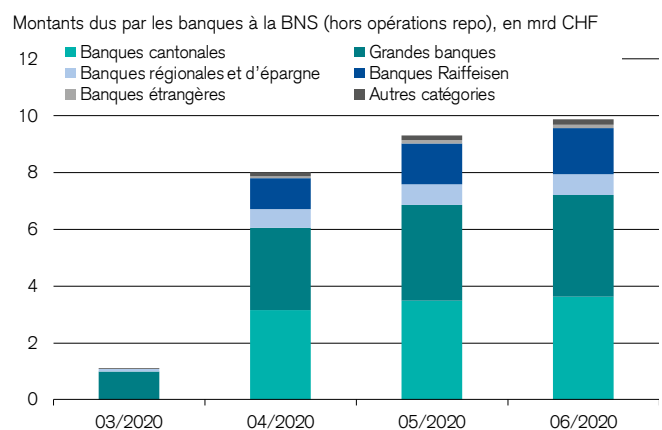
Pour le gouvernement, le risque financier devrait se révéler bien moindre qu'anticipé initialement. La Confédération était en effet disposée à garantir jusqu'à 40 mrd CHF de prêts, soit plus de deux fois le volume effectivement octroyé, et avait constitué des provisions de 1 mrd CHF pour les éventuelles défaillances de crédit cette année. Si ces dernières vont sans doute continuer d'augmenter puisque nous ne sommes qu'au début du processus, les pertes enregistrées n'atteignaient que 18,9 mio. CHF au 9 septembre, soit un taux de défaut d'environ 0,1%.
maxime.botteron@credit-suisse.com

Fig. 1 : 14 mrd CHF de crédits COVID-19 contractés par les entreprises



Source: SECO, Credit Suisse

Fig. 2 : Refinancement des crédits COVID-19 auprès de la BNS



Source: BNS, Credit Suisse

Prêts en USD aux banques

Au point culminant de la crise de la COVID-19, la demande de liquidités en USD a bondi partout dans le monde. En Suisse, la BNS a réactivé sa ligne de swap avec la Fed, qui lui permet d'échanger temporairement des CHF contre des USD et de prêter ces derniers au système bancaire helvétique. La demande de liquidités en USD des banques suisses a fortement augmenté en mars et avril 2020, avant de ralentir avec la normalisation des coûts d'emprunt à l'échelle internationale. Les banques n'ont plus emprunté d'USD auprès de la BNS en août, incitant celle-ci à annoncer la diminution de ses enchères.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Interventions sur le marché des changes

Selon nos estimations, la BNS a acheté pour 91 mrd CHF de devises depuis le début de l'année afin d'atténuer la pression à l'appréciation sur le CHF. Cette pression ayant diminué progressivement pendant l'été, elle a réduit ses interventions sur le marché des changes. Les achats de devises resteront sans doute le principal levier de la BNS pour empêcher l'appréciation du CHF dans un avenir proche. Simultanément, nous pensons qu'elle n'abaissera pas son taux directeur en territoire encore plus négatif jusqu'à nouvel ordre.

maxime.botteron@credit-suisse.com

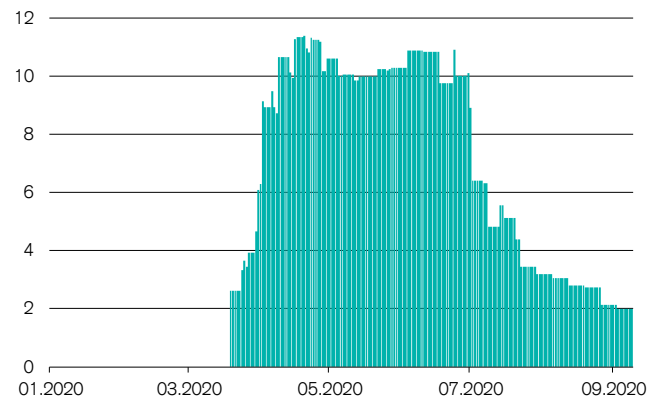
Bénéfices de la BNS

Après des pertes de 38,2 mrd CHF au T1 2020 liées à l'effondrement des prix des actifs financiers et l'appréciation du CHF — qui ont fait chuter la valeur comptable de ses réserves de devises —, le portefeuille de la BNS a signé un net rebond au T2 2020, dans le sillage du redressement des marchés financiers et de l'affaiblissement du CHF. Au T2 2020, la BNS a publié des bénéfices de 39 mrd CHF. Bien que la majeure partie de ces bénéfices découle des réserves de devises, la Banque nationale a aussi gagné 4,3 mrd CHF grâce à ses réserves d'or, dont le prix a augmenté de presque 10% en CHF au T2 2020.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Baisse de la demande de liquidités en USD

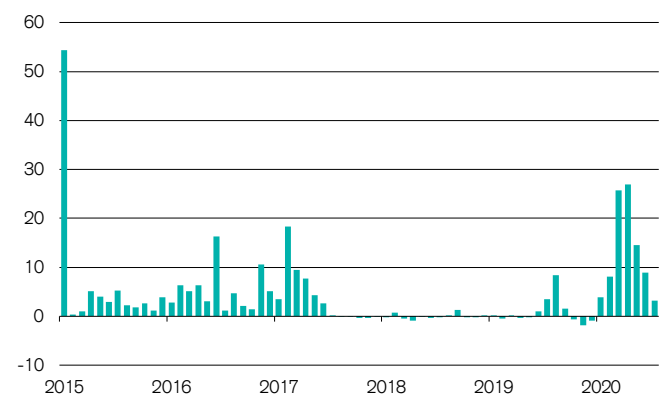
Prêts en USD en cours octroyés aux banques (opérations repo en USD), en mrd USD



Source: BNS, Credit Suisse

Ralentissement des achats de devises

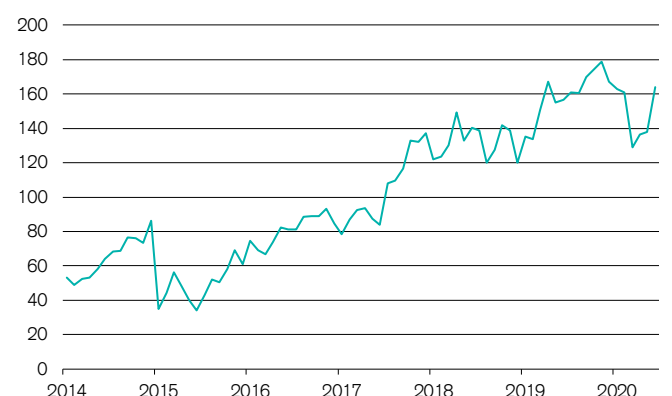
Achats estimés de devises par la BNS, en mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

Rapide rebond après les pertes enregistrées au T1 2020

Fonds propres de la BNS, en mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

Logement en propriété

L'assouplissement du confinement semble avoir redonné confiance au marché. Le retour au niveau de demande d'avant la crise de la COVID-19 n'est toutefois pas attendu avant l'année prochaine au plus tôt. Les prix n'ont cependant guère été impactés par cette évolution. La faible disponibilité de logements en propriété (peu de constructions neuves, faibles taux de vacance) et les taux hypothécaires très bas ont récemment même entraîné une nouvelle hausse. Au 2^e trimestre, les prix des maisons individuelles et des appartements ont ainsi augmenté de 3,3% et 1,9% par rapport à l'année précédente.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Logements locatifs

La crise de la COVID-19 n'a pas épargné les développeurs de projet. Les demandes de permis de construire déposées au 2^e trimestre 2020 suggèrent que les projets de logements locatifs ont baissé de 18% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Ce chiffre semble toutefois exagéré, puisque certains cantons romands et le Tessin n'ont pas publié l'intégralité des demandes pendant le confinement. Les demandes sont reparties à la hausse dès le mois de juin (+14% par rapport à juin 2019), tout comme le nombre de logements locatifs autorisés à la construction (+8% sur les 12 derniers mois par rapport à la même période de l'année précédente).

fabian.waltert@credit-suisse.com

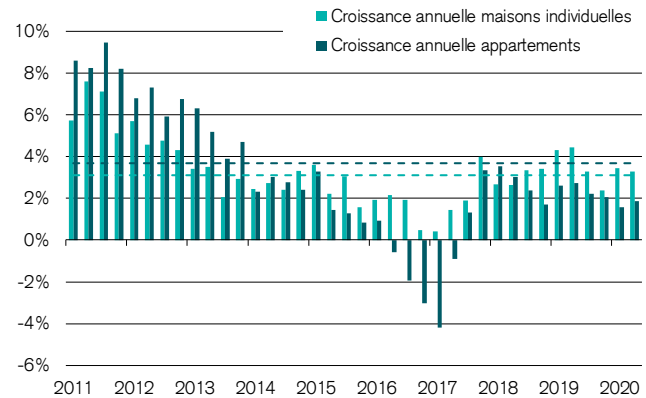
Surfaces de bureaux

La pandémie de COVID-19 a entraîné une poussée du travail à domicile. De nombreuses entreprises ont ainsi détecté un certain potentiel d'économie, ce qui les incite à permettre à leurs collaborateurs de travailler plus souvent à la maison tout en réduisant les surfaces de bureaux. Cette évolution pourrait durablement peser sur la demande de telles surfaces. La prudence ne semble pourtant pas encore de mise chez les développeurs de projets d'immobilier de bureau. Bien au contraire: après les faibles niveaux de 2019, les autorisations et demandes de permis de construire sont reparties à la hausse ces derniers mois (volume des demandes en progression de 14% sur les 12 derniers mois par rapport à l'année précédente).

alexander.lohse@credit-suisse.com

Les prix restent en hausse

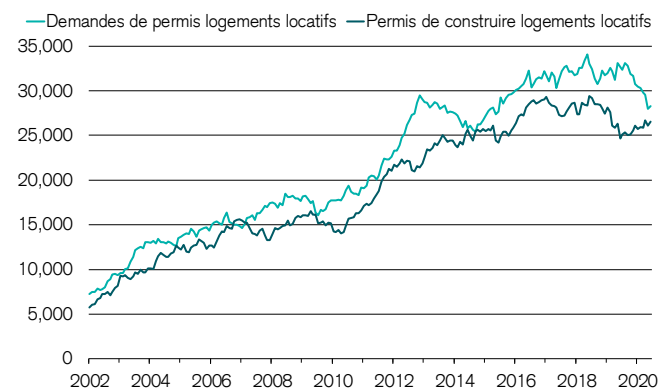
Taux de croissance annuels par segment



Source: Wüest Partner; dernières données: 2^e trimestre 2020

Construction de logements locatifs peu affectée par le coronavirus

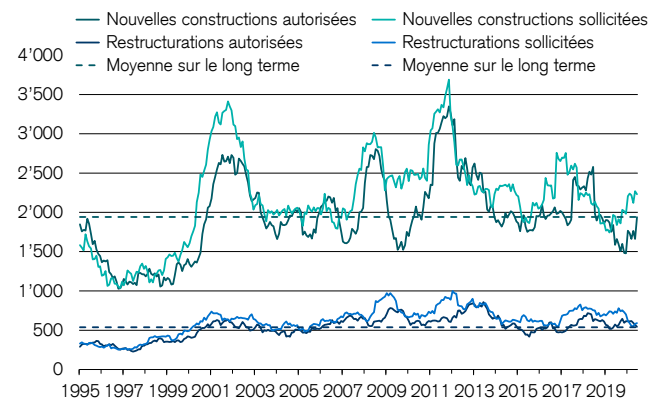
Demandes et permis de construire logements locatifs, somme mobile 12 mois, en unités d'habitation



Source: Baublatt, Credit Suisse; dernières données: 06/2020

Activité de planification de nouveau en hausse depuis janvier

Autorisations et demandes de permis de construire, somme mobile sur 12 mois; en mio. CHF



Source: Baublatt, Credit Suisse; dernières données: 06/2020

Indicateurs avancés du Credit Suisse

Indice des directeurs d'achat (PMI)

Les directeurs d'achat se situent au début du processus de production. Le PMI met à profit cet état de fait pour établir une prévision conjoncturelle. Il se fonde sur un sondage mensuel réalisé par procure.ch (Association professionnelle pour les achats et le supply management) et portant sur huit questions relatives à la production, aux carnets de commandes, aux volumes et aux prix d'achat, aux délais de livraison, aux stocks d'achat et de vente, ainsi qu'à l'emploi. Les directeurs d'achat doivent indiquer si l'activité de leur entreprise a été supérieure, égale ou inférieure à celle du mois précédent. Les sous-indices sont calculés sur la base des parts en % des réponses «supérieure» et «inférieure», la part des réponses «égale» n'entrant que pour moitié dans le calcul. Le PMI peut prendre une valeur entre 0 et 100, un niveau supérieur à 50 indiquant une activité en expansion par rapport au mois précédent.

Baromètre des exportations du Credit Suisse

Le baromètre des exportations du Credit Suisse utilise l'interdépendance des exportations et de la demande sur les marchés d'exportation étrangers. Pour le former, des indicateurs avancés concernant l'industrie dans les 28 principaux pays de débouchés sont agrégés. Les valeurs de ces indicateurs sont pondérées avec la part dans les exportations de chaque pays, puis condensées afin de former un indice unique. Etant donné qu'il s'agit de valeurs normalisées, le baromètre des exportations est exprimé en écarts types. Le niveau zéro correspond au seuil de croissance. La croissance moyenne à long terme des exportations suisses de presque 5% correspond au niveau 1.

Indice CS-CFA Society Suisse

Les analystes financiers mesurent les pulsations même de l'économie. En collaboration avec la CFA Society Switzerland, le Credit Suisse mène depuis 2017 un sondage mensuel auprès de ces observateurs privilégiés: le Financial Market Survey Switzerland¹. L'enquête porte non seulement sur l'évaluation par les analystes de la situation conjoncturelle actuelle et future ainsi que du taux d'inflation, mais aussi sur leur vision de certains thèmes des marchés financiers, comme l'évolution boursière ou les prévisions de taux d'intérêt. L'indice CS-CFA Society Switzerland à proprement parler représente le solde des attentes quant à l'évolution conjoncturelle en Suisse pour les six prochains mois.

¹ publié de 2006 à 2016 sous le nom d'indice Credit Suisse ZEW

Conjoncture industrielle

Indice PMI > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

Exportations

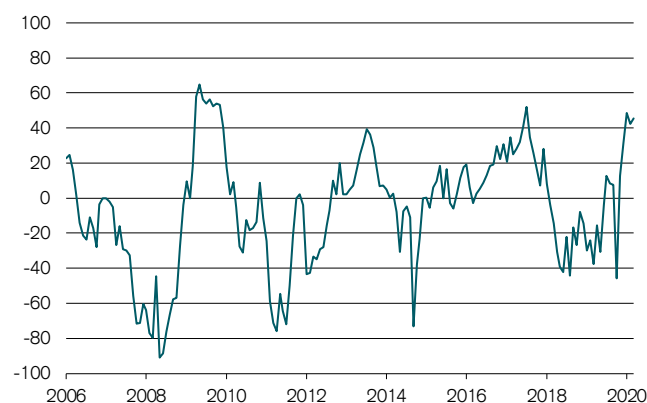
En écarts types, valeurs > 0 = croissance



Source: PMIPremium, Credit Suisse

Conjoncture

Solde des attentes, valeurs > 0 = croissance



Source: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

Indice de la construction Suisse

L'indice de la construction Suisse est publié tous les trimestres conjointement par le Credit Suisse et la Société Suisse des Entrepreneurs (SSE). Il estime le chiffre d'affaires de la branche principale de la construction pour le trimestre en cours et est à ce titre utilisé en tant qu'indicateur avancé de la conjoncture du bâtiment dans le pays. L'indicateur est calculé par Credit Suisse et repose principalement sur une enquête menée trimestriellement par la SSE auprès de ses membres. Les données complémentaires émanent de l'Office fédéral de statistique et de Baublatt. L'indice de la construction retrace l'évolution depuis le 1er trimestre 1996.

PMI des services

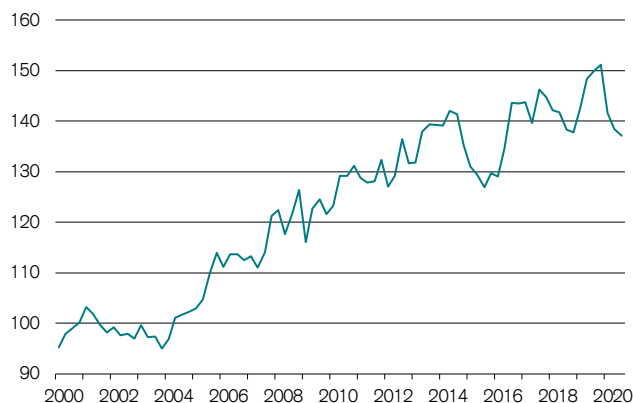
Procure.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent à un accroissement. L'indice est établi sur la base d'une enquête réalisée auprès des responsables achats parmi les prestataires de services suisses. Les questions posées portent sur six composants: activité, nouvelles commandes, carnets de commandes, prix d'achat, prix de vente et effectifs.

L'indicateur de momentum conjoncturel

L'indicateur de momentum conjoncturel du Credit Suisse (Macro Momentum Indicator – MMI) compile l'évolution actuelle des principaux chiffres économiques suisses en une seule valeur. Pour ce faire, un indicateur standardisé de momentum est calculé sur la base des données issues des agrégats suivants: enquêtes conjoncturelles, consommation, marché du travail, octroi de crédits et exportations. Celui-ci est ensuite pondéré en fonction des corrélations de chaque agrégat avec l'évolution du PIB. Des valeurs supérieures/inférieures à zéro signifient que les indicateurs relatifs à l'économie suisse signalent une accélération/un ralentissement au cours des 3 derniers mois par rapport aux 6 mois écoulés.

Conjoncture du bâtiment

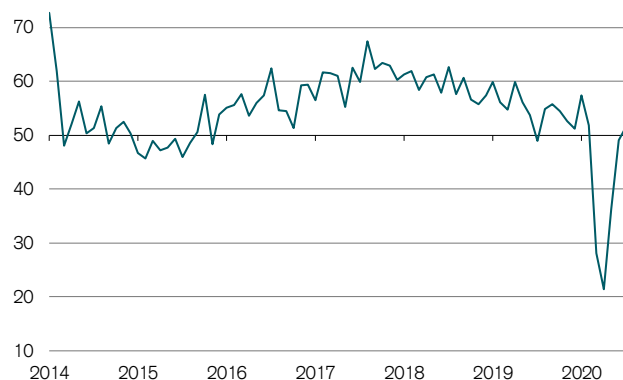
1er trimestre 1996 = 100



Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

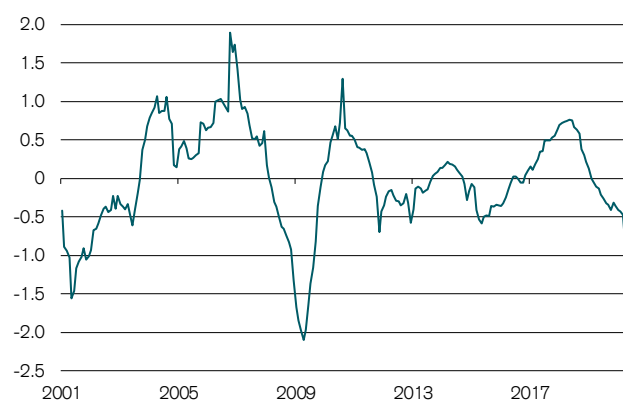
Conjoncture des services

Indice PMI des services > 50 = croissance



Source: procure.ch, Credit Suisse

Conjoncture



Source: Datastream, Credit Suisse

Prévisions et indicateurs

Prévisions pour l'économie suisse

	2020	2020	2020P	2020P	2021P	2021P	2021P	2021P	2020P	2021P
	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4		
PIB (comparaison annuelle, en %)	-0.7	-9.3	-4.1	-1.9	0.6	9.8	3.5	0.7	-4.0	3.5
Consommation privée	-3.8	-12.5	-0.5	8.0	1.7	1.7	1.7	1.7	-2.1	1.7
Consommation publique	2.4	2.5	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Formation brute de capital fixe	0.2	-7.8	-2.8	-2.2	2.1	1.7	1.8	1.8	-3.2	1.9
Investissements de construction	1.9	-2.7	-3.0	-3.0	1.5	1.5	1.5	1.5	-1.8	1.5
Investissements d'équipement	-0.6	-11.0	-2.7	-2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-4.0	2.0
Exportations (marchandises et prestations)	0.0	-15.7	-5.5	-4.7	7.0	7.0	7.0	7.0	-6.5	7.0
Importations (marchandises et prestations)	0.0	-17.2	-3.3	-3.3	4.0	4.0	4.0	4.0	-6.0	4.0
Inflation (en %)	-0.1	-1.3	-0.9	-0.6	-0.4	0.4	0.6	0.5	-0.7	0.3
Chômage (en %)	2.7	3.2	3.4	3.6	3.9	4.0	3.9	3.8	3.2	3.9
Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %)	0.8	-0.2	-1.0	-1.5	-1.0	0.5	0.7	0.9	-0.5	0.3
Immigration nette (en milliers)									50,000	45,000
Croissance nominale annuelle des salaires (en %)									0.5	0.1

Source: Office fédérale de la statistique, Secrétariat d'Etat à l'économie SECO, Credit Suisse

Prévisions pour l'économie mondiale

Prévisions	Prévisions				Structure		Importance pour la Suisse	
	PIB		Inflation		Population en mio	PIB en mrd USD	Part dans les exportations en %	Part dans les impor- tations en %
	glissement annuel, en %		glissement annuel, en %					
	2020	2021	2020	2021	2018	2018	2018	2018
Monde	-4.1	3.9	1.8	2.3	7,593	84,930	100	100
Etats-Unis	-5.5	3.4	1.1	1.9	327	20,580	16.3	6.2
Zone euro	-8.0	5.5	0.5	0.9	342	13,639	44.3	61.7
Allemagne	-6.6	3.8	0.9	1.1	83	3,951	18.8	27.1
France	-10.1	6.5	0.4	0.7	65	2,780	6.5	8.0
Italie	-10.6	5.6	-0.1	0.7	60	2,076	6.2	9.3
Royaume-Uni	-10.5	6.4	0.9	1.3	66	2,829	4.0	3.8
Japon	-4.9	1.5	-0.3	0.3	126	4,972	3.3	1.7
Chine	3.3	5.6	2.7	2.6	1,395	13,368	5.2	7.1

Source: Datastream, Fonds Monétaire International, Credit Suisse

Taux d'intérêt et informations de politique monétaire

	Actuel	3 mois	12 mois		07.2020	06.2020	07.2019
Taux directeur de la BNS (en %)	-0.75	-0.75	-0.75	Masse monétaire M0 (mrd CHF)	703.7	684.0	556.8
Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %)	-0.46	-0.2	-0.2	Masse monétaire M1 (% comparaison annuelle)	4.7	4.4	4.7
				Masse monétaire M2 (% comparaison annuelle)	2.4	2.1	3.4
				Masse monétaire M3 (% comparaison annuelle)	3.8	3.1	3.3
				Réserves en devises (mrd CHF)	847.0	851.1	767.9

Source: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

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 stratégies 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 dans le négoce d'instruments financiers» 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 pas des indicateurs fiables 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. 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, y compris un risque de perte totale de l'investissement, et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. La performance de ces investissements dépend de facteurs imprévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les fortes influences de l'évolution future, en particulier des futures et des indices.

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.

Private equity

Le Private Equity (ci-après «PE») désigne des placements en capital-investissement dans des sociétés qui ne sont pas soumises à un négoce public (à savoir qu'elles ne sont pas cotées en bourse); ils sont complexes, généralement illiquides et axés sur le long terme. Les placements dans un fonds de PE présentent généralement un niveau important de risque financier ou commercial. Les placements dans des fonds de PE ne sont ni garantis ni assortis d'une protection du capital. Les investisseurs sont tenus de répondre à des appels de capitaux sur une longue période de temps. Toute omission à le faire peut généralement entraîner la perte d'une partie ou de la totalité du compte de capital, la renonciation à tout revenu ou gain futur sur les placements effectués avant l'omission et, entre autres choses, la perte de tout droit de participer à des placements futurs ou la vente forcée de ses placements à un prix très bas, beaucoup plus bas que les évaluations du marché secondaire. Les sociétés ou les fonds peuvent être fortement endettés et être, par conséquent, davantage sensibles à des évolutions commerciales et/ou financières ou à des facteurs économiques défavorables. De tels investissements peuvent être confrontés à une concurrence intense, à des conditions commerciales ou économiques évolutives ou à d'autres évolutions susceptibles d'avoir une incidence négative sur leur performance.

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 stratégies 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 stratégies en investissement peuvent se démarquer de ceux des autres divisions du CS. Les points de vue des stratégies 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 stratégies 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.

Clause de non-responsabilité générale/ Information importante

Les informations fournies dans les présentes constituent un contenu promotionnel; il ne s'agit pas de recherche d'investissement.

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: <https://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 en termes de recherche, 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 consécutifs 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:** vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité du Credit Suisse, accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Afin de vous fournir du matériel marketing concernant nos produits et services, le Credit Suisse Group AG et ses filiales peuvent être amenés à traiter vos données personnelles de base (à savoir vos coordonnées telles que nom et adresse e-mail) à moins que vous nous informiez que vous ne souhaitez plus les recevoir. Vous pouvez à tout moment choisir de ne plus recevoir ces documents en informant votre conseiller.

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:** Ce document est distribuée 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>. Selon les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. Selon les Réglementations relatives aux Fonds de Placement, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Réglementations relatives aux Fonds de Placement émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. **Afrique du Sud:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse AG, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority d'Afrique du Sud sous le numéro FSP 9788, et/ou par Credit Suisse (UK) Limited, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud sous le numéro FSP 48779. **Autriche:** Le présent rapport est distribué soit par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «succursale autrichienne»), soit par Credit Suisse (Deutschland) AG. La succursale autrichienne est une 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-1150 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. Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft est réglementée par l'Autorité de surveillance allemande Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»), en collaboration avec l'Autorité de surveillance autrichienne, l'Autorité autrichienne des Marchés Financiers (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne, Autriche. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Switzerland, qui est dûment 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 investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quel-

conque autre personne. La Central Bank of Bahrain n'a ni examiné, ni approuvé le présent document ni la commercialisation de tout véhicule de placement auquel il est fait mention aux présentes dans le Royaume de Bahreïn et n'est pas responsable de la performance d'un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Chili:** Le présent document est distribué par Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, une succursale de Credit Suisse AG (enregistrée dans le canton de Zurich), régulée par la Commission des Marchés Financiers chilienne. Ni l'émetteur ni les titres n'ont été enregistrés auprès de la Commission des Marchés Financiers chilienne (Comisión para el Mercado Financiero) selon la Loi no. 18.045, la Ley de Mercado de Valores, ainsi que les réglementations associées, et ne peuvent donc être proposés ou vendus publiquement au Chili. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire ou un achat de titres au sein de la République du Chili, à toute autre personne que les investisseurs identifiés individuellement dans le cadre d'une offre privée selon l'article 4 de la Ley de Mercado de Valores (une offre qui n'est pas «adressée au public en général ou à un certain secteur ou à un groupe spécifique du public»). **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, Dubaï, Émirats arabes unis. **Espagne:** Ce document est un document promotionnel et est fourni par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores à des fins d'information. Il s'adresse exclusivement à son destinataire pour une utilisation personnelle et, selon les réglementations actuelles en vigueur, ne peut en aucun cas être considéré comme une offre de titres, un conseil de placement personnel ou toute autre recommandation générale ou spécifique de produits ou de stratégies de placement ayant pour objectif toute opération de votre part. Le client sera considéré comme responsable, dans tous les cas, de ses décisions de placement ou de désengagement, et le client sera donc pleinement responsable pour les bénéfices ou pertes résultant des opérations que le client décide de réaliser sur la base des informations et opinions comprises dans le présent document. Le présent document n'est pas le résultat d'un travail d'analyse ou de recherche financière, n'est pas soumis aux réglementations actuelles applicables à la production et à la distribution de recherche financière, et son contenu ne prétend pas être conforme aux exigences juridiques en matière d'indépendance de la recherche financière. **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), des autorités de surveillance françaises, 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. Des copies de derniers comptes vérifiés de Credit Suisse AG sont disponibles sur demande. **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 INPO00002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777. Israël: Si distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. en Israël: Le présent document est distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, y compris les services proposés en Israël, n'est pas soumis à la supervision du Superviseur des Banques de la Banque d'Israël, mais à celle de l'autorité de surveillance bancaire pertinente en Suisse. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. est un promoteur de placements titulaire d'une licence en Israël et ses activités de promotion de placements sont par conséquent soumises à la supervision de l'Autorité Boursière d'Israël. **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 aux circulaires de la BCL ainsi

qu'à la législation et aux réglementations 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. Il est expressément entendu dans les présentes que les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques de perte de valeur 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 à la date d'une telle évaluation 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 expressément et irrévocablement pleinement comprendre et 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 Luxembourg 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:** Le présent document représente la vision de la personne qui fournit ses services à C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») et/ou Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») de sorte que C. Suisse Asesoría et Banco CS se réservent tous deux le droit de changer d'avis à tout moment sans assumer une quelconque responsabilité à cet égard. Ce document a été préparé à des 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 responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS avant d'effectuer un placement. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité pour les décisions de placement prises sur la base des informations contenues dans le présent document, car celles-ci peuvent ne pas tenir compte du contexte de la stratégie de placement et des objectifs des clients individuels. Les prospectus, les brochures, les règles de placement des fonds de placement, les rapports annuels ou les informations financières ou informations financières périodiques contiennent toutes les 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 sur laquelle ces titres sont cotés, ainsi qu'auprès de votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Les performances passées et les divers scénarios de marché existants ne garantissent pas les rendements présents ou futurs. Au cas où les informations contenues dans le présent document sont incomplètes ou non claires, veuillez contacter votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS dès que possible. Il est possible que le présent document subisse des modifications au-delà de la responsabilité de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Le présent document est distribué à des fins d'information uniquement et ne remplace pas les Rapports Opérationnels et/ou les Relevés de Compte que vous recevez de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS en ce qui concerne les Dispositions Générales applicables aux Institutions Financières et autres Entités Juridiques qui fournissent des Services de Placement émises par la Commission Bancaire et Boursière du Mexique («CNBV»). En raison de la nature du présent document, C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité quant aux informations qu'il contient. Nonobstant le fait que les informations ont été obtenues à partir de ou sur la base de sources considérées comme fiables par C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS, il n'existe aucune garantie quant au fait que ces informations sont exactes ou complètes. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document qui vous est envoyé. Il est recommandé aux investisseurs de s'assurer que les informations fournies correspondent à leurs circonstances personnelles et à leur profil d'investissement, en ce qui concerne toute situation juridique, réglementaire ou fiscale particulière, ou d'obtenir un conseil professionnel indépendant. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») mexicaine 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. ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. ou de tout autre groupe financier au Mexique. Selon les dispositions de la LMV et des autres réglementations applicables, 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 indi-

recte avec les entités qui constituent Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V.

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 des autorités de surveillance portugaises, la Banque du Portugal (BdP), 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 contreparties éligibles ou clients commerciaux (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 distribué par Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited est un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Lorsque ce document est distribué au Royaume-Uni par une entité offshore non exemptée en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, les dispositions suivantes s'appliquent: dans la mesure où il est communiqué au Royaume-Uni («UK») ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une promotion financière approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, qui est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités de placement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, Londres, 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 Levazim Mahallesi, Koru Sokak n° 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 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 de Credit Suisse. Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

20C014A_IS