

# Économie suisse: et maintenant?

Moniteur Suisse | 1er trimestre 2020

Conjoncture Suisse  
**Une brève récession semble  
inévitabile**

Page 5

Focus  
**Risques à long terme pour  
les exportations suisses**

Page 10

Politique monétaire  
**Recentrage sur l'inflation pour améliorer  
l'acceptation de la politique monétaire**

Page 15

# 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  
Tiziana Hunziker  
Emilie Gachet  
Alexander Lohse  
Claude Maurer  
Thomas Rieder  
Fabian Waltert



## **Commandes**

Directement auprès de votre conseiller clientèle ou dans toute succursale du Credit Suisse



## **Participation**

Ewelina Krankowska-Kedziora



## **Clôture de rédaction**

18 mars 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,

Le coronavirus occupe le devant de la scène ces dernières semaines et touche désormais plus de cent pays, dont la Suisse. Il n'est pas encore possible d'évaluer avec précision la gravité des conséquences de l'épidémie. L'impact sanitaire dépendra au premier chef du taux de contamination du virus, de la qualité du système de santé ainsi que de la vulnérabilité de la population – les personnes âgées sont nettement plus menacées que les jeunes. Le taux de contamination sera quant à lui largement fonction de l'efficacité des mesures préventives adoptées par les autorités et les particuliers.

Ces mesures sont naturellement nécessaires, bien que paradoxalement, elles peuvent – à court terme au moins – renforcer les répercussions négatives du virus sur l'économie. Les mises en quarantaine ou les interdictions de voyager entraînent par exemple de lourdes pertes dans les branches du transport aérien, du tourisme et des loisirs. Reste à savoir si le télétravail, que nous encourageons nous-mêmes actuellement afin de protéger nos collaborateurs, se traduira ou non par des replis de chiffres d'affaires.

L'ampleur dans laquelle l'économie suisse sera affectée par cette crise dépendra bien entendu fortement de l'évolution de la situation chez ses principaux partenaires commerciaux. Dans notre prévision conjoncturelle actualisée, nous tentons de quantifier ces impacts (p. 5). L'article Focus de la présente édition du Moniteur se penche également sur le commerce extérieur (p. 10). Nous y explorons les moteurs qui depuis des années ont alimenté l'excédent d'exportation de notre pays malgré l'appréciation marquée du franc, en particulier à compter de 2008. Nous nous attachons en priorité à identifier les risques susceptibles de peser sur le «miracle des exportations» suisse. Les dépenses de médicaments très élevées en comparaison internationale aux États-Unis et la relative vigueur du dollar américain figurent parmi ces moteurs, qui pourraient être menacés.

Pour la politique économique suisse, tout cela implique manifestement d'accorder encore plus d'attention à une large diversification des exportations. À cet égard, l'approche la plus pratique – voire la seule stratégie efficace – consiste à prévenir toute appréciation trop rapide du franc. Cela signifie qu'il n'existe pas d'alternative à la politique de taux négatifs de la Banque nationale suisse dans un proche avenir. Une appréciation moins rapide du franc contribuerait également, dans une certaine mesure, à «protéger» des importations notre économie. Mais affirmer que la crise actuelle prouve que nous devrions réduire notre dépendance des importations (en provenance de Chine p. ex.) serait tirer une conclusion erronée. Remplacer systématiquement des importations bon marché par des produits nationaux (plus onéreux) compromettrait fondamentalement la prospérité en Suisse. Le commerce international demeure le pilier sur lequel repose le succès de notre économie. Par ailleurs, une politique isolationniste ne nous préserverait certainement pas de quelque virus que ce soit.



André Helfenstein  
CEO Credit Suisse (Suisse) SA



Oliver Adler  
Chef économiste Suisse

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Conjoncture suisse</b>   | <b>5</b>  |
| <b>Une brève récession semble inévitable</b>  |           |
| La crise du coronavirus va inévitablement entraîner un net ralentissement conjoncturel. Nous avons de nouveau abaissé notre prévision de croissance économique pour la Suisse en 2020 et anticipons désormais un recul de 0,5% du PIB. Ce pronostic est très incertain puisque les chaînes de transmission sont multiples et complexes, non seulement pour le virus mais aussi au sein de l'économie. |           |
| <b>Moniteur de la conjoncture</b>   | <b>9</b>  |
| <b>Focus – Commerce extérieur</b>   | <b>10</b> |
| <b>Risques à long terme pour les exportations suisses</b>   |           |
| Ces 20 dernières années, la Suisse a régulièrement affiché des excédents commerciaux malgré la vigueur du franc, les exportations ayant profité de la croissance des États-Unis et de la Chine ainsi que du boom pharmaceutique. La dépendance vis-à-vis de ce dernier recèle néanmoins des risques.  |           |
| <b>Politique monétaire</b>  | <b>15</b> |
| <b>Recentrage sur l'inflation pour améliorer l'acceptation de la politique monétaire</b>  |           |
| La Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine (Fed) révisent leur stratégie de politique monétaire. La Banque nationale suisse (BNS) devrait profiter de cette opportunité pour recentrer sa communication sur son objectif d'inflation et non plus sur la valorisation du CHF.   |           |
| <b>Immobilier   Moniteur</b>  | <b>18</b> |
| <b>Indicateurs avancés du Credit Suisse</b>   | <b>19</b> |
| <b>Prévisions et indicateurs</b>  | <b>21</b> |

# Une brève récession semble inévitable

**La crise du coronavirus va inévitablement entraîner un net ralentissement conjoncturel. Nous avons de nouveau abaissé notre prévision de croissance économique pour la Suisse en 2020 et anticipons désormais un recul de 0,5% du PIB. Ce pronostic est très incertain puisque les chaînes de transmission sont multiples et complexes, non seulement pour le virus mais aussi au sein de l'économie.**

## **Des prévisions avec beaucoup d'incertitudes**

Une chose est sûre: en 2020, la croissance économique suisse va se révéler encore beaucoup plus faible qu'attendu récemment et nous avons de nouveau abaissé notre prévision en conséquence. À présent, nous anticipons même un recul du PIB de 0,5% en moyenne annuelle (contre une croissance de 1% auparavant). Les incertitudes autour de cette prévision restent toutefois élevées. En effet, l'économie est confrontée d'une part à un choc de l'offre – les mesures visant à endiguer la propagation du virus limitent la mobilité des biens et des personnes, des points de vente restent fermés, etc. Simultanément, la demande des entreprises et consommateurs tant nationaux qu'étrangers diminue en raison des inquiétudes suscitées par le coronavirus ainsi que des pertes au moins temporaires de revenus et de bénéfices. Les contre-mesures des autorités monétaire et fiscales ne permettront pas de compenser totalement le repli de la demande, tout du moins pour l'année en cours. Notre prévision repose sur l'hypothèse que la situation exceptionnelle que nous vivons aujourd'hui perdurera jusqu'à la mi-mai pour se détendre ensuite progressivement. Dans ce cas, la croissance devrait fortement s'accélérer vers la fin 2020, notamment grâce aux mesures de relance adoptées à l'échelle mondiale, et pourrait se révéler supérieure à la moyenne en 2021. Si la pandémie devait persister plus longtemps, il faudrait en revanche s'attendre à une faiblesse prolongée de la croissance.

## **La récession en Europe pèse sur l'industrie d'exportation**

L'économie mondiale va fortement perdre de son élan dans les prochains mois. En Chine, une stabilisation semble déjà avoir lieu après un effondrement marqué de la croissance et un lent redressement s'est amorcé. Une reprise progressive, mais plus tardive, devrait également gagner d'autres pays d'Asie. La zone euro et les États-Unis se trouvent encore au premier stade du ralentissement. Ces évolutions – et surtout la récession attendue dans la zone euro – concernent directement l'industrie d'exportation suisse, bien que l'impact du tassement de la croissance des différents partenaires commerciaux varie considérablement et frappe les branches de notre pays à divers degrés. Dans le cas de notre principal partenaire commercial (l'Allemagne, avec une part de 18% dans les exportations), un repli de 1 point de pourcentage de la croissance entraîne une diminution de 3 points de pourcentage de la demande de biens suisses. Pays européen à ce jour le plus touché par le virus, l'Italie reçoit environ 6% des exportations de marchandises helvétiques. Selon nos analyses, la baisse de la demande de produits suisses réagit aussi plus fortement à la croissance italienne.

## **La Chine capte 6% des exportations suisses**

Seuls 6% des exportations de marchandises suisses sont destinés à la Chine. Mais comme le recul de sa croissance a des répercussions sur de nombreux autres pays, les exportations helvétiques sont aussi touchées de manière importante. La mesure dans laquelle les exportations totales seront affectées dépendra bien entendu de l'évolution de la croissance des États-Unis, deuxième partenaire commercial de la Suisse (cf. fig.). Globalement, nous anticipons désormais un repli des exportations suisses – à un niveau même nettement inférieur à celui atteint après le choc du franc en 2015. La chute devrait cependant être moins forte que lors de la récession mondiale de 2009.

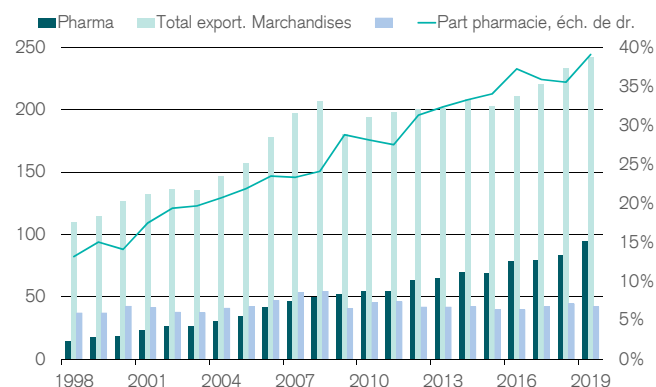
## **Baisse du volume d'échanges commerciaux malgré la vigueur des exportations pharmaceutiques**

Cela s'explique notamment par le fait que la part des exportations pharmaceutiques est aujourd'hui beaucoup plus élevée et qu'une importante proportion de ces biens est destinée aux États-Unis. La demande de produits pharmaceutiques réagit peu aux fluctuations temporaires de la croissance à l'étranger. La tendance à long terme à la prospérité dans les pays de débouché constitue le principal moteur des exportations pharmaceutiques (cf. fig.). Le total des exportations suisses devrait certes considérablement reculer, mais l'impact sur le PIB n'est pas aussi marqué,

le tassement des exportations allant généralement de pair avec un repli des importations, puisque le besoin en intrants étrangers diminue. Selon les estimations de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), les exportations industrielles suisses comportent en moyenne environ un tiers d'intrants étrangers. L'affaiblissement de la conjoncture mondiale auquel il faut s'attendre va néanmoins réduire l'expansion du PIB suisse de près de 0,7 point de pourcentage.

### Forte hausse de la part d'exportations pharmaceutiques

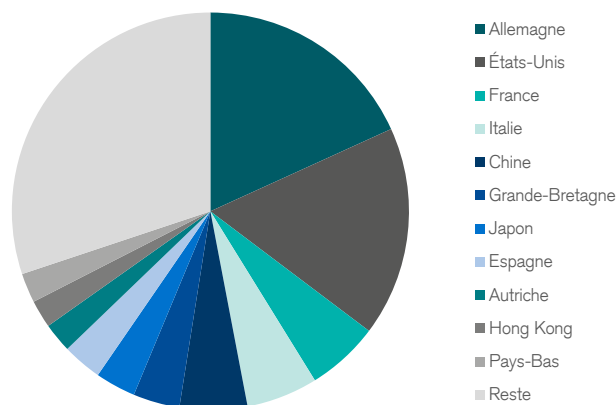
En mrd CHF par an, part de la pharma en %, éch. de dr.



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

### Pays de débouché des exportations suisses

Part dans les exportations de marchandises 2019\*



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Credit Suisse. \*sans métaux précieux, pierres gemmes ainsi que les objets d'art et les antiquités

### Les entreprises en mode survie

Au vu du repli de la demande à l'échelle mondiale, des fortes incertitudes et des difficultés concrètes découlant de l'épidémie de coronavirus, les entreprises vont au moins temporairement modérer leurs investissements. Les investissements en machines et équipements devraient en conséquence diminuer. Nous n'anticipons cependant pas de véritable effondrement de l'activité d'investissement en Suisse sur l'ensemble de l'année – et ce, au moins aussi longtemps que les flux internationaux de marchandises continuent plus ou moins de fonctionner et que la main-d'œuvre et les pendulaires conservent leur mobilité dans notre pays. Deux motifs s'opposent à un effondrement similaire à celui intervenu p. ex. durant la récession mondiale de 2009. Premièrement, les entreprises partiront très probablement du principe que cette situation exceptionnelle va s'améliorer cette année encore – sa fin est donc prévisible, comme le suggèrent au moins les expériences de la Chine avec le virus. Selon nos analyses de leur comportement d'investissement en phases d'incertitudes (cf. Moniteur Suisse, 2e trimestre 2017), les entreprises renoncent à investir uniquement lorsqu'il devient évident que la demande s'en trouve durablement modifiée. La récession mondiale de 2009 a p. ex. vu régner les craintes que le rebond conjoncturel n'intervienne qu'une fois la crise immobilière surmontée aux États-Unis – processus qui dure généralement plusieurs années. Deuxièmement, un large consensus politique veut que les interruptions de la chaîne de livraison soient évitées dans toute la mesure du possible. De telles interruptions ralentissent non seulement la production, mais peuvent aussi avoir un impact sur la liquidité des entreprises. Si elles perdurent, elles privent donc ces dernières des cash-flows indispensables pour financer leurs investissements. La baisse des impôts des entreprises liée à la récente réforme, les conditions de financement plus avantageuses et les mesures étatiques devraient dans de contexte atténuer le recul des investissements.

Les investissements de construction devraient aussi légèrement baisser (-0,5%) malgré les taux d'intérêt durablement très bas et notre prévision que la plupart des chantiers seront poursuivis. Les inquiétudes auront toutefois un effet modérateur. Même en l'absence de pandémie, nous attendions une diminution des nouveaux projets suite à la hausse du nombre de logements locatifs inoccupés.

## **Consommation privée en déclin pour la première fois depuis 1993**

La crise du coronavirus aura certainement un impact massif sur la consommation privée dans les prochains mois. D'après nos estimations, près d'un tiers des dépenses moyennes de consommation d'un ménage suisse est consacré aux biens et prestations qui souffrent pour l'heure d'une demande en berne ou dont la vente n'est pas possible ou seulement en ligne. La fréquentation des restaurants (9% des dépenses de consommation selon l'enquête sur le budget des ménages de l'Office fédéral de la statistique) ainsi que des manifestations sportives, représentations théâtrales et autres concerts (4% des dépenses de consommation) va p. ex. s'effondrer durant au moins un mois. Certains ménages voudront ou devront réduire leurs dépenses consacrées aux nuitées d'hôtel (2%), automobiles (2%) ou voyages à forfait (3%). Dans l'hypothèse très approximative que ces dernières sont réduites de moitié durant deux mois, les dépenses de consommation privée diminuent d'environ 8% – et ce, même si l'on tient compte des réserves de nourriture (part de 11%) actuellement constituées et du recours accru à certaines prestations de santé.

On peut supposer que la quantité de biens commandés sur Internet est pour l'heure bien plus importante. Selon nos estimations, la part en ligne dans le total des chiffres d'affaires du commerce de détail connaîtra une hausse marquée, depuis environ 20% pour le non-alimentaire et près de 3% dans l'alimentaire. Et parce qu'avec 20% la part des acteurs étrangers dans le commerce en ligne est relativement élevée, sa proportion dans le volume total des chiffres d'affaires augmente automatiquement. Inversement, il faut considérer que le tourisme d'achat va fortement diminuer sur une période prolongée en raison des restrictions de déplacement, de sorte que la part suisse dans le commerce de détail devrait même légèrement progresser – mais ce, sur fond de chiffres d'affaires totaux nettement réduits.

Si notre hypothèse selon laquelle la crise du coronavirus s'apaisera dans le courant de l'année se concrétise, une partie des achats non effectués dans les prochains mois sera probablement juste décalée et rattrapée ultérieurement. Par ailleurs, une part des biens de consommation étant importée, les impacts de la récession de la consommation en Suisse se répercutent à l'étranger. Pour les biens de consommation durables particulièrement sensibles à la conjoncture p. ex., le taux d'importation s'établit à environ deux tiers.

## **Quel avenir pour la consommation privée après l'effondrement?**

Pour faciliter les prévisions relatives à la croissance de la consommation après son effondrement consécutif au confinement, nous la scindons en fonction de deux de ses moteurs: le nombre de consommateurs (donc à peu près le nombre d'habitants) et la consommation par habitant. Au vu de la fermeture des frontières et de la baisse des nouvelles embauches, l'immigration nette et donc l'augmentation du nombre d'habitants devraient fortement ralentir. Nous tablons sur une immigration nette de 35 000–40 000 personnes sur l'ensemble de l'année 2020 (contre 53 000 en 2019). La consommation par habitant dépend du revenu (corrigé du pouvoir d'achat) et du taux de consommation (part du revenu consacré à la consommation). Selon nos estimations, les salaires nominaux devraient progresser de 0,5% en comparaison annuelle, ce qui grâce à l'inflation négative (–0,3%) va se traduire par une hausse des salaires réels de 0,7% – après un recul de 0,4% en 2018 et une croissance seulement marginale de 0,1% en 2019. Ce calcul ne tient pas compte des pertes de revenus parfois élevées de nombreux travailleurs indépendants et des baisses temporaires de salaires découlant de la réduction de l'horaire de travail, deux facteurs qui pèsent manifestement sur le potentiel de gain.

Faute de possibilités de consommation, le taux de consommation chutera quasi-automatiquement mais temporairement durant le confinement pour se normaliser par la suite. Selon nos analyses, la sécurité du propre emploi est déterminante en ce qui concerne le moral des consommateurs. Pour l'heure, nous n'anticipons pas de hausse marquée du taux de chômage (qui devrait passer d'actuellement 2,3% à 2,9% en fin d'année). Avec la réduction de l'horaire de travail, le marché de l'emploi dispose en effet d'un outil efficace pour atténuer les chocs de faible durée, tels les interruptions de livraisons ou les interdictions d'exploitation.

Globalement, la consommation privée devrait certes rebondir dans les mois à venir après son effondrement, mais reculer en moyenne annuelle – pour la première fois depuis 1993. Un effet amortisseur qui a revêtu une grande importance pour la croissance suisse pendant la récession mondiale ou la crise de l'euro disparaît ainsi au moins temporairement.

## Mesures étatiques pour atténuer l'impact du confinement

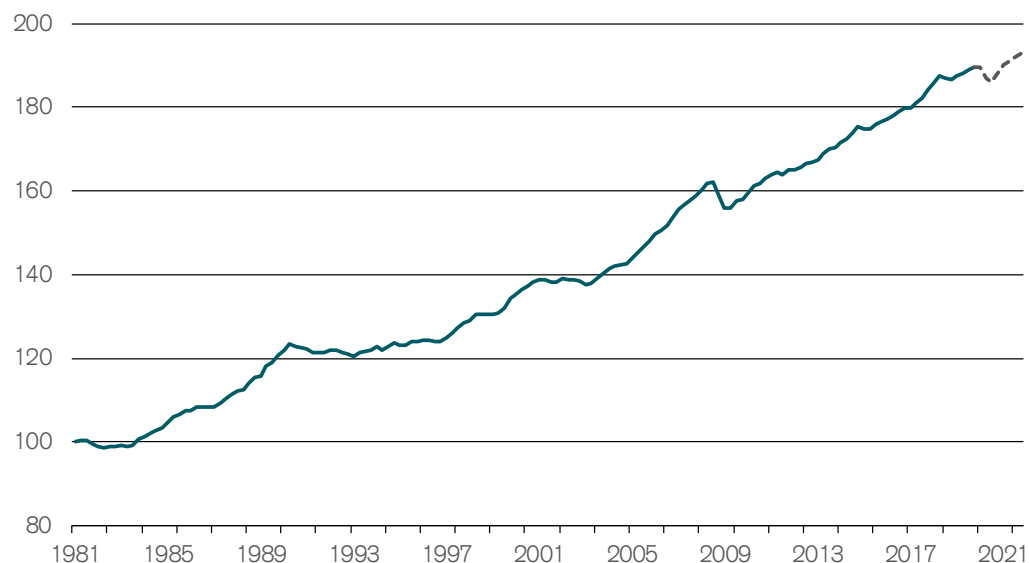
Une récession profonde ne peut donc être évitée que si l'épidémie de coronavirus est rapidement maîtrisée et si les répercussions négatives du confinement ordonné à cet effet par les pouvoirs publics sont atténuées. Nous avons déjà souligné l'importance de la réduction de l'horaire de travail pour soutenir la conjoncture. D'autres mesures sont en cours de discussion ou d'élaboration, le caractère opportun, temporaire et ciblé de chaque instrument devant ici être examiné. La marge de manœuvre est très vaste, même en respectant le frein à l'endettement. D'après nos prévisions, la consommation publique devrait nettement s'accélérer cette année et ainsi fournir une précieuse contribution à la stabilisation de la conjoncture. Si tel est le cas, la crise liée au coronavirus devrait être moins forte et bien plus rapidement surmontée que celle de 2009 (cf. fig.).

[claude.maurer@credit-suisse.com](mailto:claude.maurer@credit-suisse.com)

---

### Crise liée au coronavirus en comparaison historique

PIB réel; indice: T1 1981 = 100



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



## Inflation

La chute des prix sur le marché du pétrole et l'appréciation du franc suisse devraient faire nettement reculer les prix des marchandises importées, alors que les prix en Suisse ne vont guère augmenter. La tendance à la baisse des prix se poursuit dans la santé, tandis que la récente réduction du taux de référence, qui détermine l'évolution des loyers, va peut-être faire fléchir ces derniers. Nous révisons par conséquent notre prévision d'inflation pour l'année en cours à  $-0,3\%$  en moyenne (précédemment:  $+0,3\%$ ). Pour 2021, nous maintenons notre estimation de  $+0,5\%$ .

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Marché du travail

En 2019, l'emploi a progressé de  $1,2\%$  dans notre pays et atteint un nouveau record historique de 3 976 200 postes à temps plein en moyenne annuelle. Au vu des incertitudes conjoncturelles actuelles, il faut cependant s'attendre à un ralentissement en 2020, dont l'étendue dépendra en grande partie de la durée et de la gravité de l'épidémie de coronavirus. La réduction de l'horaire de travail devrait contribuer à atténuer les répercussions négatives du repli de la demande et de la production sur l'emploi. Outre les entreprises industrielles, ce sont surtout les prestataires de services (restauration, loisirs, commerce de détail, etc.) qui vont sans doute bientôt y avoir recours.

emilie.gachet@credit-suisse.com

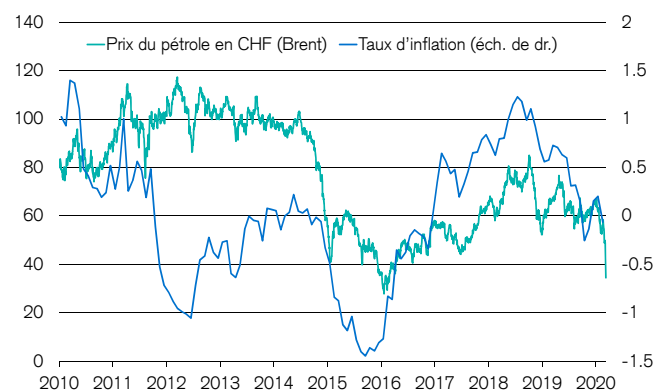
## Immigration

Avec un solde estimé de 53 000 personnes, la stabilisation de l'immigration déjà enregistrée l'année précédente s'est poursuivie en 2019. À 69 000, le nombre de personnes s'installant en Suisse pour travailler a certes atteint son plus haut niveau depuis 2015, mais le regroupement familial est resté moins fréquent. Cela peut être considéré comme réaction différée aux chiffres plus faibles de l'immigration des années précédentes. Pour 2020, nous tablons sur une baisse à environ 35 000 à 40 000 personnes à la suite de l'épidémie de coronavirus, de l'affaiblissement de la conjoncture qui en résulte, ainsi que la fermeture temporaire des frontières. Si la crise devait perdurer, l'immigration serait alors encore plus faible.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

## Baisse de l'inflation après le repli du pétrole

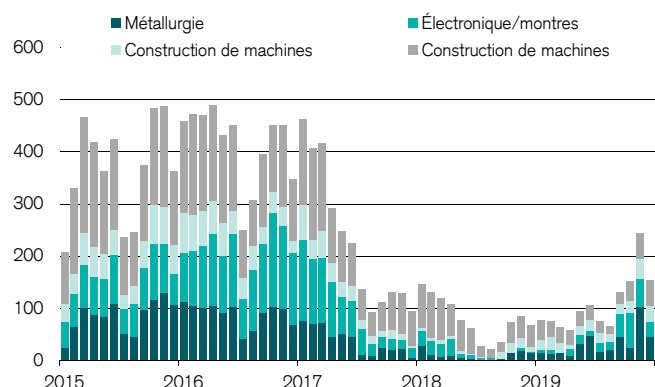
Prix du pétrole en CHF par baril (Brent) et taux d'inflation en % (éch. de dr.)



Source: Datastream, Credit Suisse

## Recours accru à la réduction de l'horaire de travail du fait du coronavirus

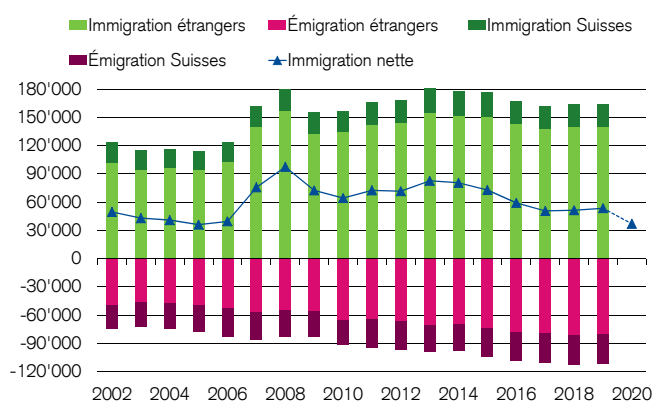
Heures perdues comptabilisées, en milliers



Source: Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Credit Suisse  
Dernières données: décembre 2019

## Aucune nouvelle vague d'immigration en vue

Immigration nette de la population résidente permanente (hors corrections registres)



Source: Secrétariat d'État aux migrations, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse  
2019: estimation/projection; 2020: prévision

# Risques à long terme pour les exportations suisses

**Ces 20 dernières années, la Suisse a régulièrement affiché des excédents commerciaux malgré la vigueur du franc, les exportations ayant profité de la croissance des États-Unis et de la Chine ainsi que du boom pharmaceutique. La dépendance vis-à-vis de ce dernier recèle néanmoins des risques.**

## Commerce de marchandises excédentaire malgré la vigueur du franc

La Suisse affiche depuis longtemps les excédents de balance courante par rapport au PIB les plus importants au monde. Les tendances suivantes s'observent cependant depuis la crise financière (fig. 1). Premièrement, la balance du commerce de services par rapport au PIB s'inscrit en nette diminution jusqu'à récemment, principalement en raison du recul des opérations bancaires internationales. Deuxièmement, le négoce de matières premières («merchanting») tend à stagner depuis 2008, sans doute à cause de la baisse de leurs prix. Troisièmement – fait le plus surprenant –, l'excédent du commerce de marchandises augmente presque constamment malgré l'appréciation marquée et parfois brusque du franc.

## Les conditions de Marshall-Lerner ne semblent pas s'appliquer

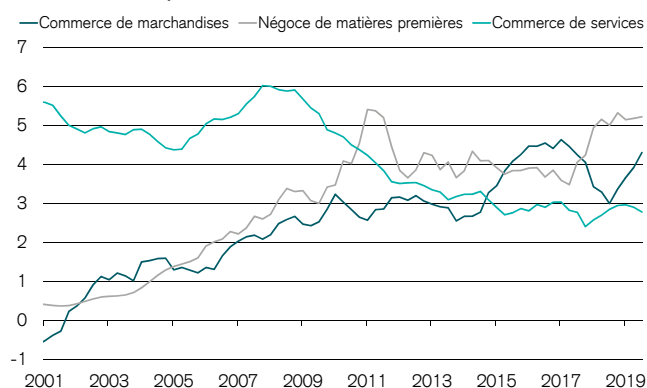
Cette dernière tendance contredit à première vue l'un des postulats centraux de la théorie du commerce international (les conditions de Marshall-Lerner), selon lequel les appréciations de la monnaie nationale affaiblissent la balance commerciale, tout comme les dépréciations la renforcent. La Suisse est en effet parvenue à accroître fortement son excédent du commerce de marchandises ces quelque 20 dernières années, notamment grâce à la hausse des exportations. Le présent article s'attache à déterminer quels sont les facteurs à l'origine de ce «miracle des exportations», s'il est appelé à durer et où pourraient résider les causes de replis et de déceptions. Les conclusions que nous tirons des actuelles turbulences sont présentées au chapitre «Conjoncture» (p. 5).

## Les exportations suisses profitent de la tendance à la mondialisation

Une comparaison de l'évolution des exportations suisses avec celle du commerce international relative toutefois l'affirmation qu'il s'agirait d'un miracle des exportations à caractère exceptionnel. Comme le révèle la fig. 2, les exportations suisses ont progressé plus ou moins de concert avec celles du monde sur la durée. Ces dernières décennies, la Suisse a par conséquent profité du boom du commerce international et de la tendance à la mondialisation qui en a découlé – bien que de façon non exponentielle. Une analyse de régression simple confirme aussi que les exportations de notre pays sont principalement dopées par la croissance du commerce international, à un coefficient positif et significatif pour la quasi-totalité des branches (fig. 3).

**Fig. 1: Excédent du commerce de marchandises en hausse depuis 2001**

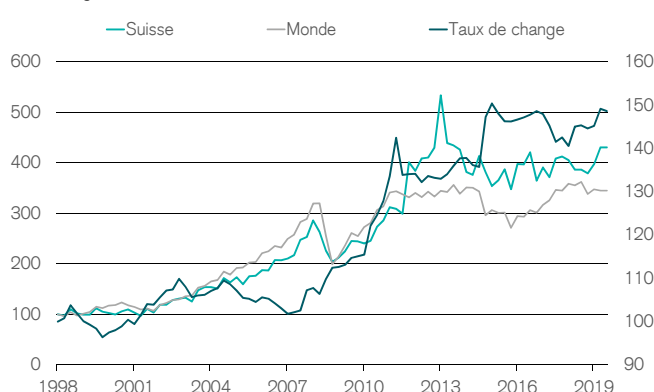
Excédent/déficit du commerce de marchandises, matières premières et services, en % du PIB suisse, moyennes mobiles annuelles



Source: Datastream, Credit Suisse

**Fig. 2: Très bonne résistance à la vigueur du franc des exportations suisses**

Valeur des exportations suisses et mondiales ainsi que taux de change pondéré par les échanges du CHF, indexé; T2 1998 = 100



Source: Bloomberg, Credit Suisse

## Croissance des exportations vers les pays tiers

Une déviation plus marquée de la tendance mondiale n'était observable que sur 2010–2012. Alors que le commerce international a commencé à stagner essentiellement suite à la crise de la zone euro durant cette période, la croissance des exportations suisses s'est nettement accélérée malgré une forte appréciation du franc. La fig. 4 montre que l'évolution des exportations vers les États-Unis, la Chine et d'autres pays non européens a joué un rôle majeur dans la remarquable dynamique de l'industrie d'exportation suisse à cette époque. Un examen des coefficients du taux de change calculés pour les différentes branches à l'aide de l'analyse de régression (fig. 3) révèle en outre qu'une appréciation du franc a même un impact positif sur les chiffres d'affaires à l'export, notamment dans l'industrie pharmaceutique – poids lourd des exportations helvétiques –, mais aussi dans l'horlogerie et l'alimentaire. Selon l'analyse de régression présentée dans la fig. 3, ces branches profitent le plus de l'essor du commerce international et semblent manifestement posséder un pouvoir de fixation des prix particulièrement important.

## Exportations de la branche MEM sensibles à la vigueur du franc

Pour expliquer le miracle des exportations suisses, il convient d'examiner les évolutions et expositions des différentes branches. Afin d'analyser en détail la sensibilité aux variations de la demande à l'étranger et aux fluctuations des taux de change, nous recourons à l'élasticité par rapport au PIB/taux de change (cf. encadré sur la méthodologie). Ces analyses montrent que l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM) est très sensible aux hausses du franc. Une appréciation du franc face à l'euro, au zloty polonais et à la livre sterling a ainsi un impact négatif sur la croissance des exportations dans les zones monétaires correspondantes. En revanche, un mouvement du franc par rapport au dollar américain ou au renminbi chinois semble avoir une incidence négligeable sur les exportations de l'industrie MEM. Ceci dit, cette dernière réagit fortement à l'évolution de la conjoncture aux États-Unis et en Chine, de sorte que les élasticités par rapport au PIB respectives sont relativement élevées (fig. 5). La branche MEM a donc aussi profité de l'augmentation au fil des ans de la demande en provenance de ces deux pays. Par conséquent, elle ferait tout particulièrement les frais non seulement d'un ralentissement économique en Europe – où tant les volumes commerciaux que les élasticités par rapport au PIB sont importants –, mais aussi d'un repli aux États-Unis ou en Chine.

### Méthodologie élasticité par rapport au PIB/taux de change / modèle à «correction d'erreur»

L'élasticité par rapport au PIB/taux de change mesure de combien de points de pourcentage la croissance des exportations varie si l'expansion du PIB à l'étranger ou le taux de change évolue de 1 point de pourcentage. Afin d'opérer une distinction entre tendances à long terme et fluctuations à court terme du niveau des exportations, nous utilisons de plus un modèle à «correction d'erreur».

**Fig. 3: Pharma et alimentaire: croissance indépendante des taux de change**

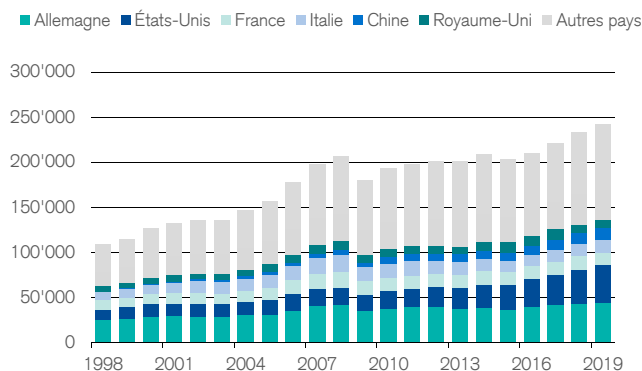
Analyse de régression: coefficient commerce international et coefficient taux de change du CHF pondéré par les échanges, par secteurs exportateurs

|                             | Coefficient commerce international | Coefficient taux de change |  |
|-----------------------------|------------------------------------|----------------------------|--|
| Chimie                      | 0.14                               | -0.19                      | non significatif   |
| Électronique                | 0.15                               | -0.14                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Électrotechnique            | 0.32                               | -0.18                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Construction automobile     | 0.33                               | -0.09                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Industrie plastique         | 0.27                               | -0.18                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Alimentation                | 0.53                               | 0.14                       | significatif, valeur des exportations profitant de l'appréciation du CHF |
| Construction de machines    | 0.18                               | -0.18                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Technique médicale          | 0.60                               | -0.02                      | significatif, valeur des exportations profitant de l'appréciation du CHF |
| Instrum. mesure et contrôle | 0.38                               | -0.08                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Métallurgie                 | 0.28                               | -0.19                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Autres                      | 0.35                               | -0.04                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Papier et impression        | 0.09                               | -0.52                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Pharmacie                   | 0.56                               | 0.21                       | significatif, valeur des exportations profitant de l'appréciation du CHF |
| Textile et vêtements        | 0.07                               | -0.17                      | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Montres                     | 0.38                               | 0.11                       | significatif,  coefficient  < 0,5  |
| Total export. Marchandises  | 1.18                               | 0.54                       | significatif, valeur des exportations profitant de l'appréciation du CHF |

Source: Administration fédérale des douanes, Bloomberg, Credit Suisse

**Fig. 4: Croissance des exportations vers les États-Unis et pays plus lointains**

Exportations de marchandise, parts par marché d'exportation (en mio. CHF)



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

## Les recettes d'exportation horlogères augmentent de concert avec le franc

Généralement considérées comme biens de luxe, les montres suisses sont aussi sensibles aux variations de la croissance à l'étranger. L'élasticité des exportations par rapport au PIB tend à être plus importante dans l'industrie horlogère que dans d'autres branches, surtout aux États-Unis et en Chine (fig. 6). À l'inverse, les exportations horlogères ne réagissent que peu aux fluctuations du dollar américain ou du renminbi. Une appréciation du franc se traduit par une augmentation des recettes d'exportation horlogères dans ces deux pays, tandis que les variations de change d'autres monnaies n'ont pas d'incidence. En d'autres termes: l'impact positif des revenus supplémentaires liés à la vigueur du franc permet de (plus que) compenser un éventuel effet négatif de cette même vigueur sur le volume des ventes. En Europe, le Royaume-Uni se distingue puisque l'horlogerie y représente 15% du total des exportations helvétiques et affiche une élasticité par rapport au PIB significative. L'évolution des négociations du Brexit revêt donc de l'importance pour l'horlogerie, en particulier si elle risque de compromettre la croissance économique du Royaume-Uni. Il en irait de même en cas de tassement conjoncturel en Chine, à Hong Kong ou aux États-Unis.

### Brexit: dépendance du commerce de marchandises suisse vis-à-vis du Royaume-Uni

L'horlogerie (15% du total des exportations), les produits MEM et la construction de véhicules (20%) ainsi que les produits pharmaceutiques (27%) sont les principaux piliers du commerce entre la Suisse et le Royaume-Uni. Non négligeables avec une part respective de 6%, les exportations de produits chimiques et alimentaires ne réagissent guère – à l'instar des exportations pharmaceutiques – aux évolutions de la croissance du PIB britannique. Si cette dernière recule de 1 point de pourcentage, la progression des exportations horlogères chute en revanche de 2 points de pourcentage. Au sein de l'industrie MEM, seule la construction de machines paraît sensible à la croissance économique, mais revêt une certaine importance étant donné sa part de 8% du total des exportations vers le Royaume-Uni. L'élasticité par rapport au PIB que nous avons calculée pour la construction de machines atteint presque 3 points de pourcentage. Nous nous attendons donc à ce qu'un recul de l'économie consécutif au Brexit affecte surtout l'horlogerie et l'industrie des machines suisses. Avec le secteur de la chimie, ces deux branches pâtiraient aussi le plus probablement à long terme d'une nouvelle appréciation du franc face à la livre sterling.

## L'industrie pharmaceutique comme facteur stabilisateur en phase de turbulences

La dépendance des produits pharmaceutiques vis-à-vis de l'évolution du PIB de différents pays est plus complexe. D'une part, l'accès aux soins de santé s'améliore de concert avec la progression des revenus ou du PIB d'un pays, ce dont profitent les exportations pharmaceutiques suisses. D'autre part, il faut supposer que la demande de médicaments et de thérapies ne réagit guère aux replis temporaires de la croissance du PIB. À l'aide du modèle à « correction d'erreur », les données relatives aux exportations confirment précisément cette hypothèse: un PIB en hausse conduit ainsi à long terme à une augmentation des importations de produits pharmaceutiques suisses, tandis que les variations temporaires de l'expansion du PIB n'ont pas d'incidence sur les exportations pharmaceutiques de notre pays. L'industrie pharmaceutique semble donc être une branche de croissance, mais qui contribue à stabiliser l'économie suisse en périodes de conjoncture volatile.

Fig. 5: Réaction des exportations MEM à la croissance du PIB à l'étranger

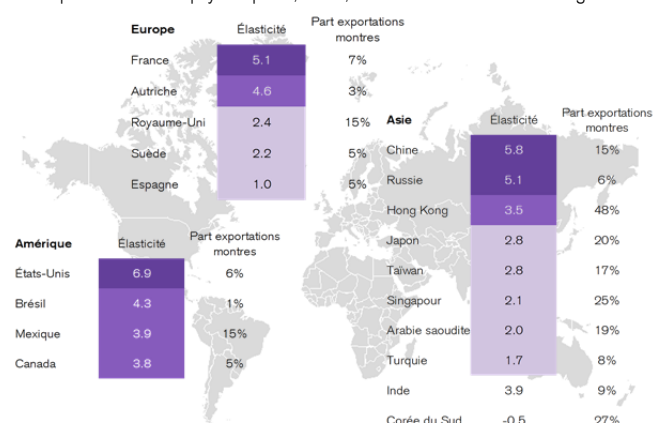
Exportations MEM: élasticité par rapport au PIB (2004–2019) et part dans le total des exportations vers le pays respectif, 2019; les coefficients colorés sont significatifs

|             | Metallurgie | Construction de machines | Électronique | Électrotechnique | Part d'exportations MEM |
|-------------|-------------|--------------------------|--------------|------------------|-------------------------|
| France      | 6.2         | 6.0                      | 8.7          | 2.7              | 17%                     |
| Italie      | 6.7         | 3.6                      | 6.8          | 3.8              | 16%                     |
| Autriche    | 4.8         | 5.7                      | 3.1          | 2.8              | 27%                     |
| Allemagne   | 4.6         | 3.7                      | 3.8          | 3.0              | 26%                     |
| Pays-Bas    | 3.9         | 4.2                      | 2.7          | 3.9              | 18%                     |
| Tchéquie    | 3.0         | 4.4                      | 4.3          | 2.2              | 39%                     |
| Pologne     | 1.9         | 2.2                      | 19.6         | 2.5              | 33%                     |
| Belgique    | 6.3         | 2.3                      | 0.9          | 2.7              | 11%                     |
| Suède       | 3.4         | 4.2                      | 5.5          | -0.2             | 28%                     |
| Slovénie    | 2.0         | 3.7                      | 2.0          | 1.8              | 2%                      |
| Espagne     | 1.8         | 1.3                      | 0.3          | 3.3              | 9%                      |
| Royaume-Uni | 1.9         | 2.8                      | -2.5         | 0.3              | 15%                     |
| États-Unis  | 6.2         | 5.7                      | -1.2         | 4.7              | 12%                     |
| Mexique     | 4.4         | 0.5                      | 5.9          | 4.3              | 24%                     |
| Chine       | 5.3         | 3.9                      | -0.1         | 3.1              | 21%                     |

Source: Administration fédérale des douanes, Datastream, Credit Suisse

Fig. 6: Élasticité par rapport au PIB élevée pour l'horlogerie dans les pays tiers

Exportations horlogères: élasticité par rapport au PIB (2004–2019) et part dans le total des exportations vers le pays respectif, 2019; les coefficients colorés sont significatifs



Source: Administration fédérale des douanes, Datastream, Credit Suisse

**La vigueur du franc ne peut rien contre les exportations pharmaceutiques, voire les protège**

Les fluctuations des taux de change n'ont pas d'impact sur les exportations pharmaceutiques suisses à court terme. Elles influent cependant sur le niveau à long terme des exportations pour certaines destinations – dont les États-Unis, où une appréciation du franc accroît les recettes d'exportation de produits pharmaceutiques. Cela confirme que l'industrie pharmaceutique a largement profité de la forte croissance des États-Unis et de la Chine et a parfois même pu retirer des avantages de l'appréciation du franc. Nous décelons néanmoins un certain risque dans la forte dépendance à l'égard du marché américain, qui représente 25% du total des recettes d'exportation de la branche. Les dépenses de santé en proportion du PIB sont de loin les plus importantes aux États-Unis. Si l'appel à une réforme du système de santé devait donner lieu à des mesures concrètes après l'élection présidentielle en novembre 2020, il devrait aussi y avoir des conséquences pour l'industrie pharmaceutique dans notre pays.

**Un ralentissement conjoncturel pèse sur les exportations de la chimie**

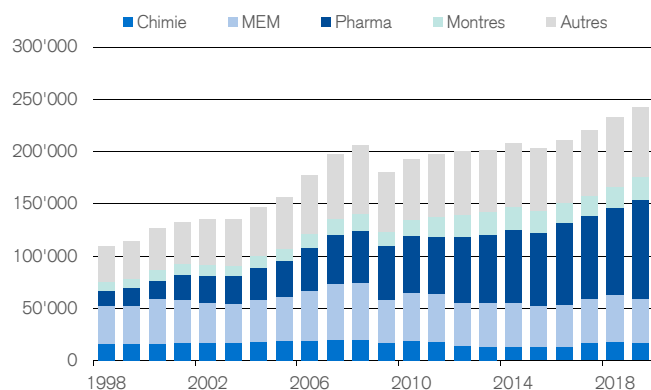
Bien que la chimie soit souvent associée à l'industrie pharmaceutique, ses exportations sont moins résistantes aux variations du PIB à l'étranger. L'Europe constitue le principal débouché de l'industrie chimique suisse. Ses exportations sont destinées à hauteur de près d'un tiers aux grands pays voisins, où elles réagissent directement aux évolutions des PIB d'après notre analyse. Elles sont donc plus sensibles à un repli conjoncturel dans les pays étrangers proches que les exportations pharmaceutiques. En revanche, les fluctuations des taux de change ne semblent avoir qu'une influence sporadique sur les exportations de produits chimiques. Une appréciation du franc peut être contre-productive et en réduire les recettes – signe que les revenus supplémentaires découlant de la vigueur de la monnaie suisse sont susceptibles de ne pas compenser le repli de la demande consécutif à la pression sur les prix.

**Progression des classes moyennes dans les pays émergents comme opportunité de croissance pour l'industrie pharmaceutique**

Ces résultats d'analyse nous mènent aux conclusions suivantes. Premièrement, la forte part de produits pharmaceutiques dans le total des exportations de marchandises de la Suisse a un effet stabilisateur sur les exportations du pays en cas de tassement conjoncturel à l'étranger (fig. 7). Le repli de la croissance économique mondiale que nous attendons sur les cinq prochaines années ne serait-ce que pour des motifs démographiques ne menacera pas obligatoirement le boom pharmaceutique tant que la demande des produits de la branche continuera d'augmenter en Chine et dans d'autres pays émergents grâce à la progression constante des classes moyennes dans le total de la population. La forte dépendance vis-à-vis de l'industrie pharmaceutique recèle cependant certains risques. D'une part, des réformes fondamentales du système de santé américain pourraient changer la donne sur cet important débouché. D'autre part, le choix d'implantation des entreprises pharmaceutiques internationales dépend surtout, outre la disponibilité de spécialistes, d'avantages fiscaux, qui devraient certes être préservés à Bâle dans l'immédiat, mais ne sont pas gravés dans le marbre.

**Fig. 7: Industrie pharmaceutique – part d'exportations triplée; MEM – divisée par deux**

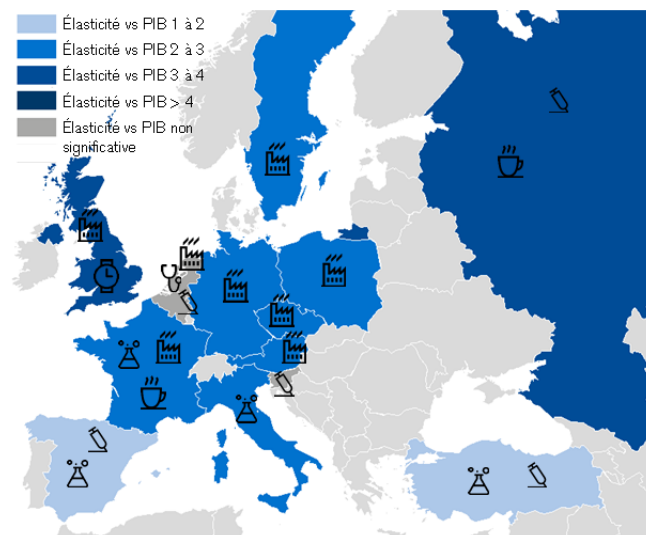
Exportations de marchandises suisses, part par secteurs (en mio. CHF)



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

**Fig. 8: Le marché européen principal débouché des exportations MEM**

Élasticité par rapport au PIB (2004–2019) par pays et principales marchandises exportées



Source: Administration fédérale des douanes, Datastream, Credit Suisse

## La faiblesse de l'Europe freine les exportations du secteur MEM, de montres et de la chimie

Deuxièmement, un recul de l'essor économique mondial s'inscrira très probablement en frein pour les branches MEM, de l'horlogerie et de la chimie. La forte dépendance du secteur MEM vis-à-vis de l'industrie européenne laisse craindre que toute atonie durable de la croissance sur le Vieux Continent menace encore davantage l'évolution des exportations, tout particulièrement si l'euro restait faible (fig. 8). À l'instar des «biens de luxe» pharmaceutiques, les exportations horlogères peuvent profiter de la prospérité grandissante dans les pays émergents. La concurrence féroce, une certaine saturation ou des évolutions de la mode (smartwatch) pourraient cependant limiter la croissance.

## La part dans l'emploi de la pharmacie ne s'établit qu'à environ 1%

Troisièmement, une analyse macroéconomique devrait aussi tenir compte des composantes de l'emploi. L'industrie MEM est un pilier important de l'économie suisse en cela qu'elle emploie toujours plus de 5% de la population active, contre presque 8% 20 ans auparavant (fig. 9). Ces dernières années, le marché du travail suisse n'a en revanche guère profité du boom des exportations de la branche pharmaceutique, qui actuellement occupe à peine un peu plus de 1% des actifs. Cette part n'a que marginalement augmenté depuis 1998 (0,7%) et est disproportionnée par rapport à la forte croissance des exportations. Du point de vue de l'ensemble de l'économie suisse, le secteur pharmaceutique contribue largement à la balance commerciale, mais influe de manière limitée sur le marché du travail et donc la consommation en raison de sa moindre part dans l'emploi – contrairement à l'industrie MEM, via laquelle les conséquences d'un ralentissement conjoncturel en Europe ou aux États-Unis pourraient se répercuter sur l'emploi et le climat de consommation dans notre pays.

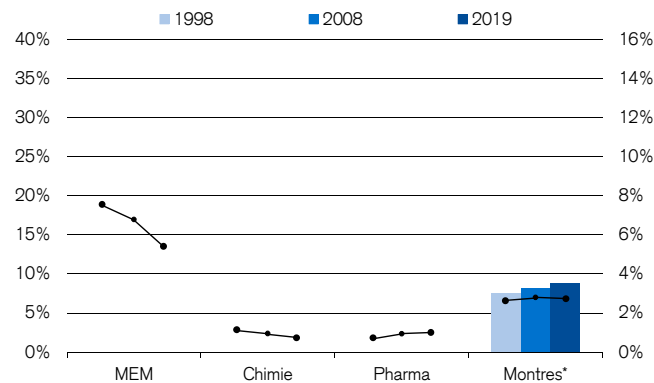
## Diversification régionale des branches exportatrices requise

Il nous semble ainsi d'autant plus important, dans une perspective d'avenir, que l'industrie d'exportation suisse continue si possible de se diversifier à l'échelle régionale afin de pérenniser son succès et, surtout, de réduire sa dépendance à l'égard d'une Europe à faible croissance. Un ralentissement de la tendance à l'expansion aux États-Unis, auquel il faut aussi s'attendre, rend une telle diversification encore plus urgente (fig. 10). Les risques pourraient également être diminués grâce à une stratégie d'augmentation de la qualité ou de renforcement du caractère unique des exportations suisses, d'autant plus que la dépendance du taux de change est moins élevée pour de tels biens. Enfin, les exportations de services pourraient réduire leur dépendance à l'égard des exportations de marchandises et ainsi également du secteur pharmaceutique. Cela étant, la concurrence internationale est ici marquée.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

**Fig. 9: Seul 1% des actifs suisses employés dans le secteur pharmaceutique**

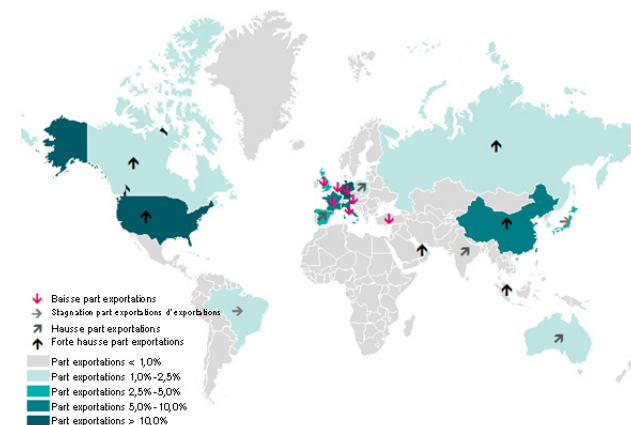
Exportations de marchandises, part par secteurs (éch. de g.); emploi, part par secteurs (éch. de dr.), depuis 1998



Source: Administration fédérale des douanes, Office fédéral de la statistique, Credit Suisse

**Fig. 10: Perte d'importance de l'Europe pour les exportations suisses**

Part d'exportations de marchandises suisses par pays et évolution depuis 1998



Source: Administration fédérale des douanes, Credit Suisse

# Recentrage sur l'inflation pour améliorer l'acceptation de la politique monétaire

**La Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine (Fed) révisent leur stratégie de politique monétaire. La Banque nationale suisse (BNS) devrait profiter de cette opportunité pour recentrer sa communication sur son objectif d'inflation et non plus sur la valorisation du CHF.**

**Des objectifs d'inflation plus ambitieux aux États-Unis et en Europe feraient augmenter la pression sur la BNS**

La Fed et la BCE sont en pleine phase de réévaluation de leurs stratégies de politique monétaire et publieront les résultats de leurs analyses dans le courant de l'année. Les motifs de cet examen sont les mêmes: les deux institutions manquent depuis un certain temps déjà leurs objectifs d'inflation, ce qui a fait reculer les attentes inflationnistes et avec elles les taux d'intérêt. Le faible niveau de ces derniers a réduit la marge de manœuvre des deux banques centrales en cas de nécessité de nouvel abaissement des taux directeurs. La Fed et la BCE réévaluent donc leurs objectifs – y compris d'inflation – ainsi que les outils de politique monétaire qui leur permettraient de les atteindre. Une telle mesure semble particulièrement pertinente également pour la BNS. La Fed a d'ores et déjà indiqué qu'elle allait sans doute modifier son objectif afin de compenser la longue période d'inflation trop faible par une période prolongée d'inflation supérieure à l'objectif. Un tel changement de cap impliquerait un objectif moins rigoureux que le présent niveau «symétrique» de 2%. La BCE n'a pas encore donné d'indices quant à son approche pour s'éloigner de son objectif actuel «inférieur à mais proche de 2%». Cela dit, il est probable qu'elle le relève aussi légèrement, par exemple en acceptant temporairement un taux d'inflation de plus de 2%. Avec son objectif d'une «inflation positive de moins de 2% par an», la BNS est déjà plus conservatrice que la Fed et la BCE – écart qui devrait encore se creuser si ces deux dernières venaient à revoir leurs objectifs à la hausse. Et comme une inflation plus faible dans notre pays a toujours été l'un des moteurs de l'appréciation du CHF, la nouvelle approche de la Fed et de la BCE pourrait encore accroître la pression.

**Un objectif d'inflation précis est irréaliste en Suisse**

Pour empêcher une telle évolution, nous pensons que la BNS devrait réaffirmer son engagement envers un taux d'inflation positif. En tant que petite économie ouverte, la Suisse est certes plus sensible aux chocs externes que les États-Unis ou la zone euro. Plus important encore, et c'est devenu particulièrement évident depuis la crise financière, les chocs économiques ou politiques tendent à avoir un impact déflationniste plus marqué sur l'économie suisse au vu du statut de valeur refuge du CHF. Cette vulnérabilité implique qu'il est – a priori – bien plus difficile pour la BNS d'atteindre des objectifs macro-économiques précis. Il est donc compréhensible et logique qu'elle ait opté pour une approche plus «approximative» que les autres grandes banques centrales. De ce fait, tout objectif d'inflation précis se révèle irréaliste. Cela dit, si la BNS adoptait une communication plus claire quant à sa détermination à vouloir atteindre un taux d'inflation nettement supérieur à zéro et proche de ceux visés par les grandes banques centrales, elle serait plus à même de gérer les risques déflationnistes. Pour ce faire, elle devra aussi convaincre la population suisse qu'une inflation positive est souhaitable, non seulement aux États-Unis et dans la zone euro, mais aussi dans notre pays.

### **Une inflation plus élevée pourrait permettre un relèvement des taux directeurs**

En Suisse, l'un des arguments clés est donc que les taux d'intérêt ne pourront redevenir positifs que si l'inflation repasse bien au-dessus de zéro. L'inflation a un impact considérable sur les taux d'intérêt nominaux, qui intègrent la somme des taux d'intérêt réels et une prime d'inflation. Les taux d'intérêt nominaux augmentent ainsi le sillage de cette dernière. Or, l'inflation avoisine 0% depuis 2009 en Suisse et la prime d'inflation est par conséquent très faible (voire négative), ce qui a très probablement contribué au déclin des taux d'intérêt nominaux suisses. Une inflation durablement plus élevée doperait les taux d'intérêt nominaux et fournirait une certaine marge de manœuvre pour normaliser le taux directeur. L'autre argument clé en faveur d'une inflation positive est qu'elle améliore le fonctionnement des marchés des biens, des services et de l'emploi par rapport à un environnement d'inflation faible ou négative.

### **Évaluer la valorisation du CHF est difficile, ce qui ouvre la porte aux critiques**

La reconsidération de l'approche de la Fed et de la BCE offre à la BNS une opportunité de clarifier son deuxième objectif «non officiel»: juguler l'appréciation du CHF. Or, un franc moins cher entraînerait lui aussi une hausse de l'inflation. De notre avis, mettre en lumière le lien entre risques déflationnistes et vigueur du CHF permettrait de renforcer l'acceptation des interventions sur le marché des changes. Les débats autour de la politique monétaire suisse se concentrent de plus en plus sur le degré de surévaluation du CHF, pourtant difficile à évaluer et seulement à l'aide de modélisations. Si les gouvernements et autorités monétaires étrangers ainsi que les marchés financiers commencent à douter de la surévaluation du CHF, il sera de plus en plus malaisé pour la BNS d'atténuer la pression à l'appréciation en intervenant sur le marché des changes. Simultanément, le niveau d'inflation est indéniablement bas dans notre pays. Recentrer la communication sur l'objectif d'inflation à un moment où les politiques de reflation sont la priorité absolue des banques centrales d'autres pays industrialisés contribuerait certainement à améliorer l'acceptation de la politique actuelle en général et des achats de devises en particulier.

### **Renforcer le forward guidance basé sur les prévisions d'inflation**

Un meilleur forward guidance (c.-à-d. des indications sur l'orientation future de la politique monétaire) pourrait également contribuer à recentrer la communication sur l'objectif d'inflation. La prévision conditionnelle de l'inflation (c.-à-d. la prévision d'inflation sur la base d'un taux directeur inchangé) est le principal outil utilisé par la BNS pour expliquer la future orientation de sa politique. Jusqu'en juin 2011, elle commentait les implications de sa prévision d'inflation sur la politique monétaire. Dès que la prévision conditionnelle de l'inflation suggérait une hausse au-delà de 2% à moyen terme, la BNS avertissait généralement que l'orientation de politique monétaire ne pourrait être maintenue sur cet horizon temporel. Depuis l'été 2011 et sa concentration sur le cours de change, la BNS a toutefois cessé de formuler explicitement les conséquences de sa prévision conditionnelle de l'inflation sur la politique monétaire. Comme la dernière prévision en date ne table pas sur une hausse de l'inflation au-dessus de 2% à moyen terme (et c'est le cas depuis décembre 2018), nous estimons que la BNS devrait insister sur la nécessité de maintenir le taux directeur au moins à son bas niveau actuel sur la période de prévision. De plus, nous sommes d'avis que la BNS devrait déclarer qu'elle utiliserait tout moyen à sa disposition, y compris les achats de devises, aussi longtemps que nécessaire pour stimuler l'inflation.

### **Une réaction aux révisions de la Fed et de la BCE semble nécessaire**

Pour conclure, nous pensons que la BNS devrait saisir l'opportunité fournie par les révisions de la Fed et de la BCE pour réaffirmer son engagement envers un taux d'inflation clairement positif proche du niveau d'autres marchés clés, et recentrer sa communication sur l'objectif d'inflation. Ne pas réagir ne ferait qu'accroître la pression à l'appréciation sur le CHF. Par ailleurs, la surévaluation du CHF étant de plus en plus remise en question, recentrer la communication sur l'inflation, qui a indéniablement été très faible – trop faible – en Suisse pendant longtemps, aiderait à améliorer l'acceptation de l'actuelle orientation de la politique monétaire.

[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)



## Flux de capitaux

Entre 2008 et 2014, les investisseurs étrangers (hors banques) ont déposé près de 300 mrd CHF de capitaux auprès de banques en Suisse, en quête d'un havre de sécurité. Les afflux de tels capitaux ont toutefois marqué le pas depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif, et ont même commencé à refluer depuis 2017, malgré les incertitudes autour du référendum sur le Brexit et des élections présidentielles en France la même année. La tendance observée depuis 2015 suggère donc que l'appréciation du CHF à partir de la mi-2018 n'est pas imputable au fait que les investisseurs étrangers «placent» leurs liquidités auprès de banques en Suisse.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Dépôts à vue des banques auprès de la BNS

Depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2019, une part des dépôts à vue déjà plus faible est soumise au taux négatif. La BNS a relevé son «seuil d'exemption», de sorte qu'environ 111 mrd CHF supplémentaires de dépôts des banques auprès d'elle n'y sont plus assujettis. Dès le 1<sup>er</sup> avril 2020, ce «seuil d'exemption» sera à nouveau relevé, libérant ainsi 85 mrd CHF supplémentaires du taux négatif. Nous estimons que les coûts liés au taux de dépôt négatif pour les banques suisses vont être réduits de près de 1,5 mrd CHF par an à la suite de ces adaptations.

maxime.botteron@credit-suisse.com

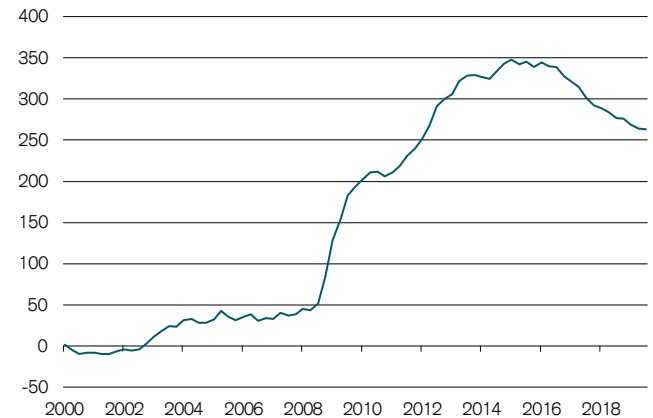
## Interventions monétaires

De notre avis, les achats de devises restent la réaction la plus probable de la BNS à toute augmentation de la pression à l'appréciation sur le CHF. Nous ne pensons pas que l'ajout de la Suisse sur la «liste de surveillance» des manipulateurs potentiels de monnaie par le Trésor américain va empêcher la BNS d'intervenir sur le marché des changes. Le Trésor américain autorise en effet formellement de telles interventions, tant qu'elles n'excèdent pas 2% du PIB sur une période de 6 mois. La BNS dépassera cependant cette limite en 2020.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Sorties de capitaux d'investisseurs étrangers de Suisse

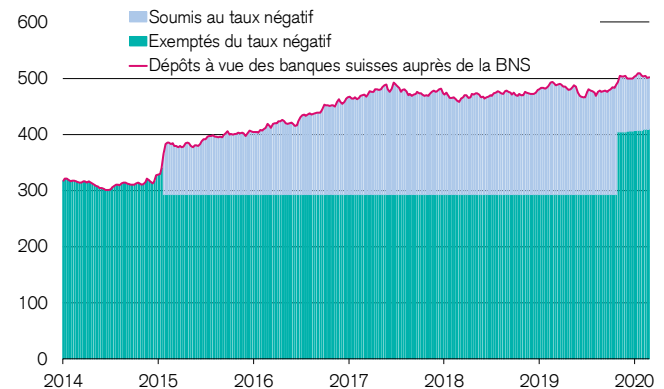
Afflux cumulés de capitaux d'investisseurs étrangers (hors banques) dans des dépôts bancaires en Suisse, en mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

## Encore près de 100 mrd CHF soumis au taux d'intérêt négatif

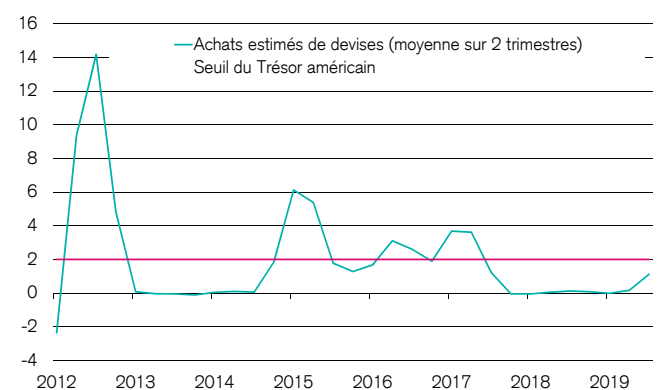
Dépôts à vue des banques suisses auprès de la BNS, en mrd CHF



Source: BNS, Credit Suisse

## Les achats de devises devraient dépasser 2% du PIB

En % du produit intérieur brut



Source: Datastream, Credit Suisse

## Logement en propriété

L'offre toujours assez restreinte de logements en propriété se reflète dans l'évolution des prix. En l'espace d'un an, les prix sur le segment moyen ont augmenté de 2,1% pour les appartements en propriété et de 2,4% pour les maisons individuelles. Dans les deux segments, la croissance des prix s'est récemment un peu essoufflée, ce que nous interprétons comme consolidation après une hausse un peu trop prononcée. À part quelques exceptions, les prix de la propriété sont en hausse dans presque toutes les régions.

thomas.rieder@credit-suisse.com

## Logements locatifs

Dans de nombreuses régions de Suisse, les personnes en quête d'un logement disposent actuellement d'une offre abondante. Fin 2019, au niveau national, 5,3% du parc locatif étaient proposés à la location – et parfois nettement plus dans les zones rurales à périurbaines du Mittelland. Dans ces régions, les futurs locataires peuvent prendre leur temps: en moyenne, les logements locatifs restent annoncés pendant 40, 50 jours ou plus. À Zurich, Genève ou Zoug en revanche, les annonces disparaissent après moins de 25 jours en moyenne.

fabian.waltert@credit-suisse.com

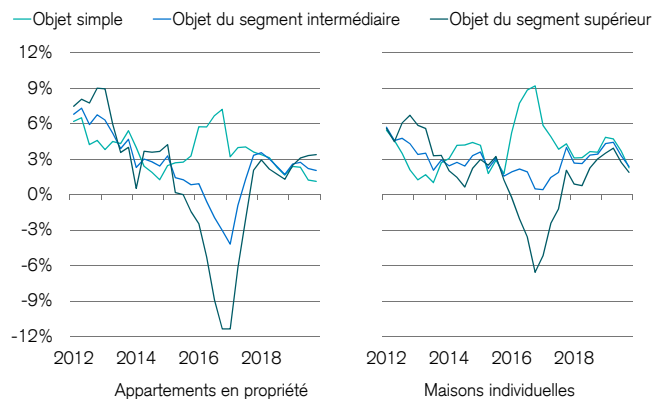
## Surfaces de bureaux

Le rebond de la demande de surfaces de bureaux de ces dernières années a eu un impact positif sur les loyers. Après une stagnation prolongée, les loyers des bureaux ont augmenté dans les régions de Berne (+7,6%), de Bâle (+7,5%) et dans la ville de Zurich (+5,8%) en 2019. Dans les grands centres de Suisse romande, où les loyers avaient fortement reculé entre 2013 et 2018, une inversion de tendance est également perceptible, avec des progressions de 7,2% à Genève et de 4,0% à Lausanne.

alexander.lohse@credit-suisse.com

## Croissance modérée des prix de l'immobilier en propriété

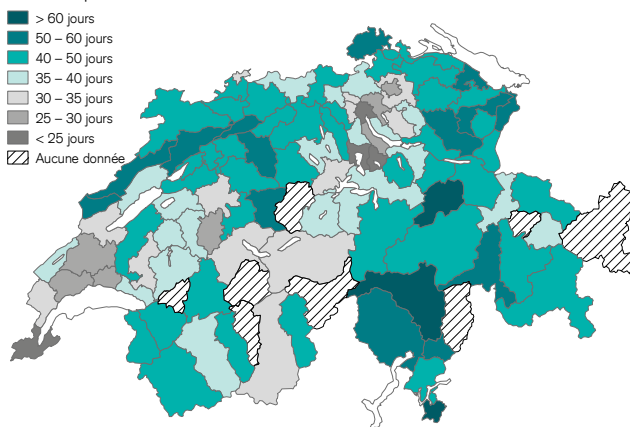
Taux de croissance annuels par segment de prix



Source: Wüest Partner; dernières données: 4e trimestre 2019

## Il faut être patient pour louer son bien

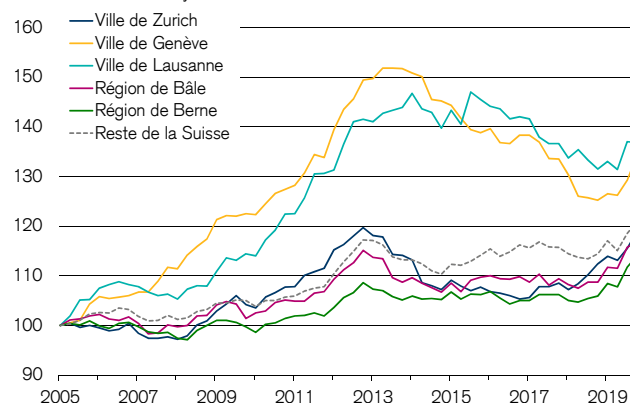
Durée de publication des annonces de location, 2019



Source: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat; dernières données: 4<sup>e</sup> trimestre 2019

## Inversion de tendance sur le front des loyers régionaux

Indice hédoniste des loyers sur la base des baux conclus; indice: 2005 = 100



Source: Wüest Partner, Credit Suisse; dernières données: 4e trimestre 2019

# 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.

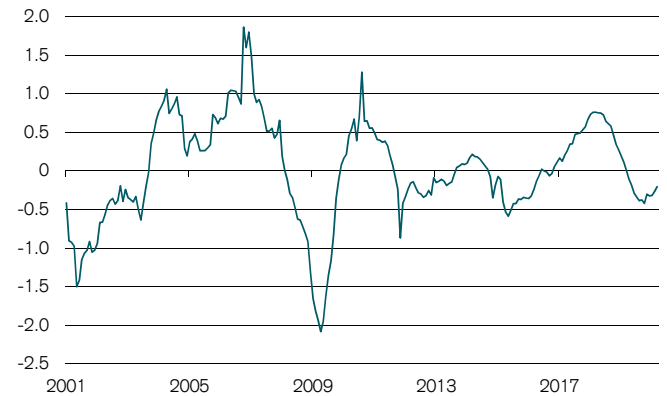
## Indice CS-CFA Society Suisse

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 Switzerland<sup>1</sup>. 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.

<sup>1</sup> 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

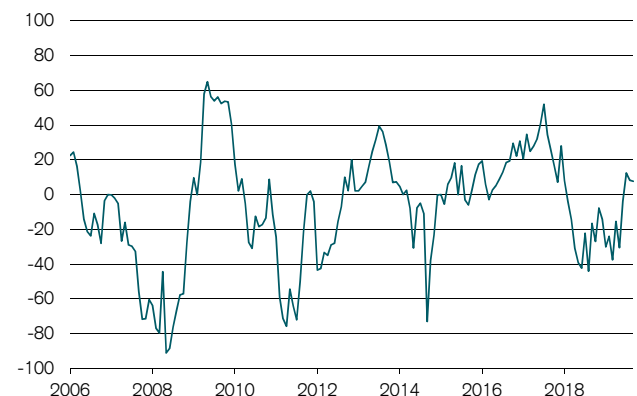
En écarts types, valeurs > 0 = croissance



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

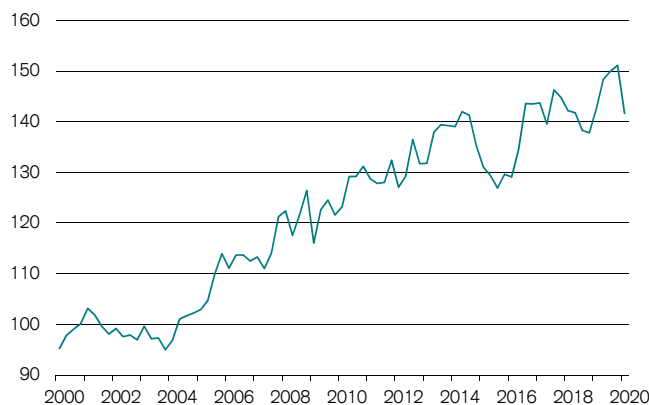
Procore.ch, l'association professionnelle pour les achats et le supply management, a lancé avec la coopération du Credit Suisse un PMI pour le secteur des services en 2014. Le PMI des services est composé exactement de la même façon que le PMI pour l'industrie. Les valeurs supérieures à 50,0 points correspondent 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

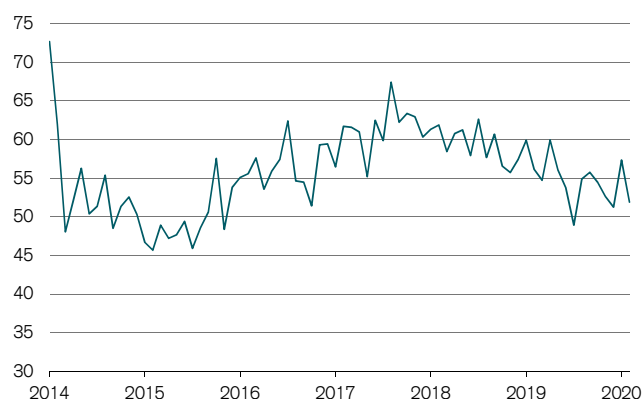
1er trimestre 1996 = 100



Source: Société Suisse des entrepreneurs, Credit Suisse

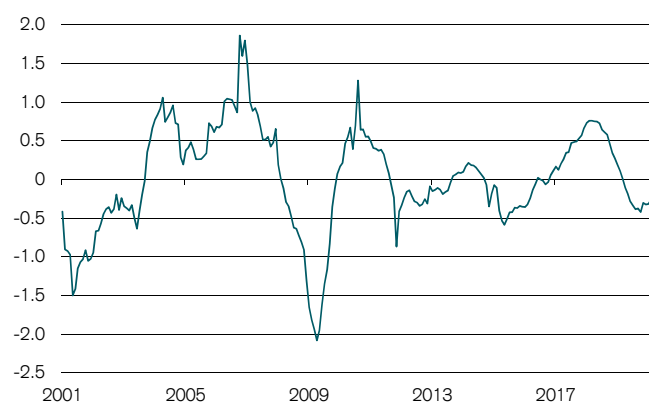
## Conjoncture des services

Indice PMI des services > 50 = croissance



Source: procore.ch, Credit Suisse

## Conjoncture



Source: Datastream, Credit Suisse

# Prévisions et indicateurs

## Prévisions pour l'économie suisse

|  | 2020P       | 2020P       | 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 %)                 | 1.1         | -0.6        | -1.5        | -0.7        | 0.3         | 2.2         | 3.2         | 2.5         | -0.5  | 2.0   |
| Consommation privée                              | 0.5         | -10.0       | 0.0         | 5.8         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | -0.9  | 2.0   |
| Consommation publique                            | 3.0         | 3.0         | 3.0         | 3.0         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | 3.0   | 2.0   |
| Formation brute de capital fixe                  | -0.6        | -0.7        | -0.8        | -0.7        | 2.2         | 2.2         | 2.2         | 2.2         | -0.7  | 2.2   |
| Investissements de construction                  | -0.5        | -0.5        | -0.5        | -0.5        | 0.7         | 0.7         | 0.7         | 0.7         | -0.5  | 0.7   |
| Investissements d'équipement                     | -1.0        | -1.0        | -1.0        | -1.0        | 3.0         | 3.0         | 3.0         | 3.0         | -1.0  | 3.0   |
| Exportations (marchandises et prestations)       | -1.0        | -1.0        | -1.0        | -1.0        | 5.0         | 5.0         | 5.0         | 5.0         | -1.0  | 5.0   |
| Importations (marchandises et prestations)       | -0.5        | -0.5        | -0.5        | -0.5        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | -0.5  | 0.0   |
| Inflation (en %)                                 | -0.1        | -0.6        | -0.4        | -0.2        | 0.1         | 0.6         | 0.6         | 0.5         | -0.3  | 0.5   |
| Chômage (en %)                                   | 2.3         | 2.4         | 2.6         | 2.9         | 3.1         | 3.0         | 2.9         | 2.7         | 2.5   | 2.9   |
| Croissance annuelle de l'emploi EPT (en %)       | 0.5         | 0.0         | -1.0        | -1.3        | -0.2        | 0.2         | 0.8         | 1.2         | -0.5  | 0.5   |
| Immigration nette (en milliers)                  |             |             |             |             |             |             |             |             | 37    |       |
| Croissance nominale annuelle des salaires (en %) |             |             |             |             |             |             |             |             | 0.5   | 0.1   |
| Balance des transactions courantes (en % du PIB) |             |             |             |             |             |             |             |             | -0.5  | 2.0   |

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

## Taux d'intérêt et informations de politique monétaire

|   | Actuel | 3 mois | 12 mois |   | Actuel | Mois précédent | Année précédente |
|---|--------|--------|---------|---|--------|----------------|------------------|
| Taux directeur de la BNS (en %)           | -0.75  | -0.75  | -0.75   | Masse monétaire M0 (mrd CHF)                  | 562.7  | 568.4          | 548.0            |
| Rendement emprunts d'Etat à 10 ans (en %) | -0.50  | -0.8   | -0.6    | Masse monétaire M1 (% , comparaison annuelle) | 5.1    | 5.2            | 6.9              |
|   |        |        |         | Masse monétaire M2 (% , comparaison annuelle) | 3.6    | 3.6            | 3.7              |
|   |        |        |         | Masse monétaire M3 (% , comparaison annuelle) | 3.5    | 3.6            | 3.3              |
|   |        |        |         | Réserves en devises (mrd CHF)                 | 788.0  | 767.7          | 787.4            |

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 stratèges en investissement mentionnées dans le présent rapport.

## Avertissement sur les risques

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

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

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

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

### Risques inhérents aux marchés financiers

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

### Marchés émergents

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

### Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements

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

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

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

## Clause de non-responsabilité générale/ Information importante

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un État, 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, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommander 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:** Ces informations sont distribuées par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **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 par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «succursale autrichienne»), succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale autrichienne est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), située au 283, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et de l'autorité autrichienne des marchés financiers, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne, Autriche. **Bahrein:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux clients professionnels et aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à un quelconque 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 Bahrein et n'est pas responsable de la performance d'un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Suisse, est sise Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahrein. **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 rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance française, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) française. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n°

d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie .Besant. Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de 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:** Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) et C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»). Ce document a été préparé aux fins d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico avant d'effectuer un placement. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d'une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie. Les prospectus, les documents d'offre, les termes et conditions, les règles de placement, les rapports annuels et les informations financières contiennent des informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l'émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière, ainsi qu'auprès de votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico. Les informations contenues dans le présent document ne remplacent pas les Relevés de compte, l'INFORME DE OPERACIONES et/ou les confirmations que vous adresse Credit Suisse Mexico en vertu des Règles générales applicables aux établissements financiers et aux autres fournisseurs de services d'investissement. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas une banque, n'est pas autorisé à recevoir des dépôts ou à assurer la conservation de titres et ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Selon les dispositions de la LMV, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d'une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie.

**Pays-Bas:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlandsche Bank (DNB), et de l'autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM).

**Portugal:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5,

rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et de l'autorité de surveillance portugaise, la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C., qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé. **Royaume-Uni:** Ce document est 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 du Credit Suisse. Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

20C013A\_IS