

En ligne de mire

Infrastructure énergétique: un terrain inconnu attractif pour les investisseurs

page 8

Stratégie de placement et
allocation d'actifs

**Les classes d'actifs plus
risquées sous pression**

page 3

Idées alternatives

**Immobilier suisse: taux de
référence probablement réduit
en 2017**

page 11

Pistes de réflexion

**Tendance à l'investissement à
long terme, notamment en
infrastructures**

page 13

Information importante

Le présent rapport reflète les opinions du département Investment Strategy du Credit Suisse et n'a pas été préparé conformément aux exigences légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il ne s'agit pas d'un produit du département Research du CS bien qu'il contienne des recommandations relatives à la recherche et ayant été publiées. Plusieurs politiques du CS ont été mises en oeuvre pour gérer les conflits d'intérêts, y compris les politiques relatives aux transactions précédant la diffusion de la recherche en investissement. Lesdites politiques ne s'appliquent pas aux opinions des stratèges en investissement mentionnées dans le présent rapport. Cette documentation ne constitue pas une recherche en investissement ou une recommandation de recherche à des fins réglementaires. Vous trouverez d'autres informations à la fin du présent document. La présente documentation s'adresse aux professionnels des marchés et aux clients institutionnels du CS. Avant la conclusion de toute transaction, les destinataires qui ne sont pas des professionnels des marchés ni des clients institutionnels du CS devraient examiner l'adéquation de celle-ci avec leur situation et leurs objectifs personnels.

Éditorial



Robert J Parker
Research Strategic Advisory



Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Investment Strategy

Depuis l'augmentation du programme QE de la BCE à hauteur de 80 milliards par mois, les rendements des emprunts d'État ont connu de nouvelles compressions. Les rendements à deux ans sont désormais négatifs pour seize marchés d'emprunts d'État en Europe. Hors de la zone euro, la courbe des rendements des obligations gouvernementales japonaises est négative jusqu'à 20 ans et, pour la Suisse, tous les emprunts d'État ont un rendement négatif, même jusqu'à 50 ans. Dans la zone euro, le rendement des Bunds à 10 ans est désormais aussi en territoire négatif. Les écarts entre les obligations de la zone euro sont minces, malgré les risques politiques accrus dans de nombreux pays et la baisse des spreads d'obligations d'entreprise suite à l'acquisition de ces obligations par la BCE. Cet environnement de faible rendement est appelé à persister, à moins qu'une accélération de la croissance économique associée à un redressement de l'inflation n'encourage les investisseurs à se tourner vers des actifs plus «risqués» que l'obligataire – une éventualité peu réaliste à court terme. Pour relever ce défi, les investisseurs évaluent la pertinence des indices de référence de leur portefeuille, les stratégies alternatives comme les positions long/short, et les expositions aux classes d'actifs telles que la dette émergente. Dans le même temps, ils augmentent les positions aux «substituts obligataires», comme l'infrastructure. Ces thèmes seront au centre de cette édition de Trends et des suivantes, car nous sommes sensibles au contexte dans lequel évoluent les investisseurs et au besoin de trouver des solutions pour bien gérer le risque et générer des résultats positifs.

Sommaire

Stratégie de placement et allocation d'actifs

Les classes d'actifs plus risquées sous pression → [page 3](#)

En ligne de mire

Infrastructure énergétique: un terrain inconnu attractif pour les investisseurs → [page 8](#)

Idées alternatives

Immobilier suisse: taux de référence probablement réduit en 2017 → [page 11](#)

Pistes de réflexion

Tendance à l'investissement à long terme, notamment en infrastructures → [page 13](#)

Récapitulatif des prévisions

Récapitulatif des prévisions → [page 14](#)

Date limite pour l'éditorial: 05 juillet 2016

Stratégie de placement et allocation d'actifs

Les classes d'actifs plus risquées sous pression

- Le vote britannique en faveur du retrait de l'UE a déclenché une correction des classes d'actifs plus risquées. Prévoyant la persistance d'une forte volatilité, nous conservons une opinion négative sur les actions.
- Nous sommes devenus plus prudents, revoyant notre opinion sur la zone euro et le Royaume-Uni à la baisse et celle sur le marché américain à faible bêta à la hausse.

Florence Lombardo

Investment Strategy Switzerland

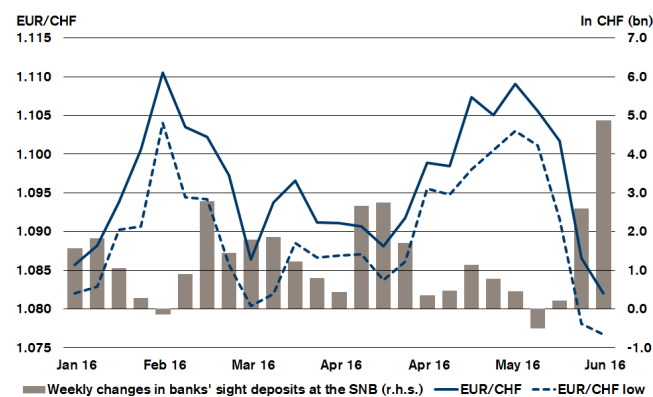
Les sujets britanniques ont clairement décidé de quitter l'Union européenne lors du référendum du 23 juin. Il s'agit selon nous d'un tournant politique décisif qui aura des implications durables pour l'UE et le Royaume-Uni et remettant même potentiellement en cause l'unité du pays. Les prochaines semaines et les prochains mois seront marqués par de fortes incertitudes quant aux modalités et au calendrier de la sortie du Royaume-Uni, aux relations entre le Royaume-Uni et l'UE et aux risques de contagion politique dans le reste de l'Europe. Les marchés financiers devraient donc rester très volatils. Au chapitre des bonnes nouvelles, les partis anti-européens n'ont pas gagné de terrain lors des élections législatives espagnoles, qui se sont tenues trois jours après le référendum britannique.

Sur le plan économique, le Royaume-Uni sera la première victime du «Brexit», la croissance devant ralentir de manière significative. L'Europe et la Suisse seront également affectées, mais dans une moindre mesure: le Royaume-Uni ne représente qu'environ 8% et 6% des exportations allemandes et suisses, respectivement. Cependant, l'impact de la baisse du moral des ménages et de l'investissement des entreprises pourrait être plus significatif. Nous prévoyons par conséquent que les banques centrales de la planète contribueront à maintenir la reprise économique mondiale sur les rails en adoptant une position plus accommodante si nécessaire.

Compte tenu du soutien de la Banque centrale européenne et de la vigueur persistante de la demande domestique, nous prévoyons une croissance modérée de la zone euro cette année et jugeons la probabilité de récession faible. Selon nous, il est encore plus probable que la Banque centrale européenne (BCE) étende son programme d'achats d'actifs de six mois lors de la réunion de septembre. Elle pourrait même étoffer son dispositif, même si cela n'est pas notre scénario central. La croissance britannique devant nettement ralentir, nous prévoyons que la Banque d'Angleterre réduira ses taux directeurs au cours des prochains mois, tandis qu'une réactivation de son programme d'achats d'actifs est également possible.

En Suisse, la Banque nationale suisse (BNS) est déjà intervenue énergiquement sur le marché des changes afin de limiter les pressions haussières sur le CHF résultant des afflux de capitaux. Nous prévoyons que les interventions sur le marché des changes resteront le principal outil de la BNS. Mais, en cas de persistance des afflux de capitaux et de nouvelles mesures d'assouplissement de la BCE, la probabilité que la BNS réduise encore le taux de dépôt – déjà négatif – augmenterait.

La hausse des dépôts à vue témoigne de l'intervention énergique de la BNS sur le marché des changes



Source: Datastream, Credit Suisse / IDC

Le «Brexit» ayant été cité parmi les risques que la Fed surveillait, et étant donné les turbulences qui ont suivi sur les marchés financiers et l'appréciation de l'USD, nous pensons que la Réserve fédérale attendra au moins jusqu'au mois de décembre pour relever ses taux directeurs. La demande domestique demeure un solide moteur de croissance aux États-Unis. Toutefois, le secteur manufacturier reste atone comme en témoignent les derniers chiffres concernant les commandes de biens durables. Au Japon, nous prévoyons que la banque centrale continuera de réduire ses taux afin de stimuler la croissance économique et l'inflation et de réduire l'attrait du JPY.

Les jours qui ont précédé le référendum, les marchés financiers s'étaient en fait positionnés en anticipation d'un maintien du Royaume-Uni dans l'UE. Comme ils n'étaient pas préparés à la victoire du «Brexit», les classes d'actifs plus risquées ont fortement corrigé, tandis que les valeurs refuges ont fait l'objet d'une forte demande à l'issue du scrutin. Compte tenu de la persistance d'un niveau élevé d'incertitudes, nous anticipons que les classes d'actifs plus risquées resteront sous pression au cours des trois à six prochains mois.

Obligations

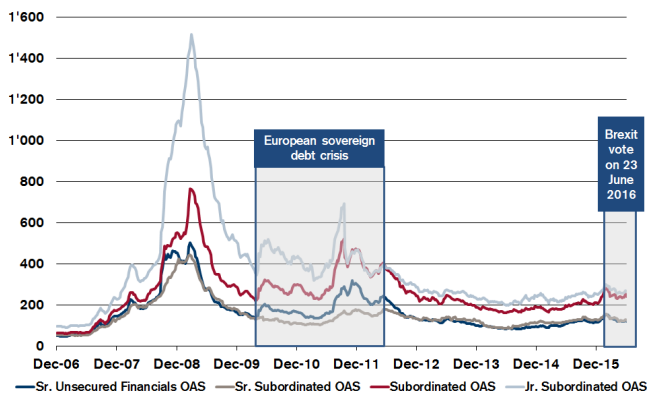
Début juin, les rendements obligataires ont baissé après la publication de chiffres médiocres concernant le marché du travail américain et les obligations d'État core ont été les principales bénéficiaires de la fuite vers la qualité consécutive au vote en faveur du «Brexit». Le rendement des obligations allemandes à 10 ans est

devenu négatif, la courbe des rendements suisses est en territoire négatif pour les échéances allant jusqu'à 30 ans et les rendements américains sont tombés à leur plus bas niveau depuis 2012. Bien que leur valorisation soit peu intéressante, les rendements obligataires pourraient rester bas un certain temps, dans la mesure où nous prévoyons que les marchés financiers demeureront volatils sur fond d'atonie de la croissance économique. La Fed a également fait allusion à une baisse du taux d'intérêt naturel à long terme du fait de la faiblesse de la productivité.

Nous restons globalement neutres sur les obligations, préférant les obligations indexées sur l'inflation aux obligations d'État nominales, étant donné le redressement à moyen terme des prix des matières premières. Cependant au niveau régional, nous ne prévoyons plus que les obligations d'État suisses sous-perforeront, la vigueur des afflux de capitaux dans la confédération helvétique étant susceptible d'alimenter les anticipations d'une nouvelle baisse des taux de dépôt par la Banque nationale suisse.

Au sein des obligations, les crédits investment-grade continuent d'offrir selon nous le meilleur profil risque/rendement. Mais à la suite du vote en faveur du «Brexit», nous avons adopté un avis de sous-performance sur les obligations financières, la dette subordonnée européenne étant notamment susceptible de rester sous pression. Pour des raisons de valorisation, nous privilégions la dette non-financière en USD d'échéances longues. Les spreads du haut rendement se sont élargis, mais les crédits moins bien notés pourraient voir leurs spreads s'élargir davantage sur fond de hausse des taux de défaut. Nous restons par conséquent neutres sur la classe d'actifs. Nous entrevoyons toujours des opportunités sur les marchés émergents, comme la dette brésilienne en monnaie locale du fait de son rendement élevé et les marchés où il existe un potentiel d'appréciation de la devise.

Le vote en faveur du «Brexit» n'était pas intégré dans les spreads financiers en amont du scrutin



Spread corrigé des options (OAS) selon la structure du capital

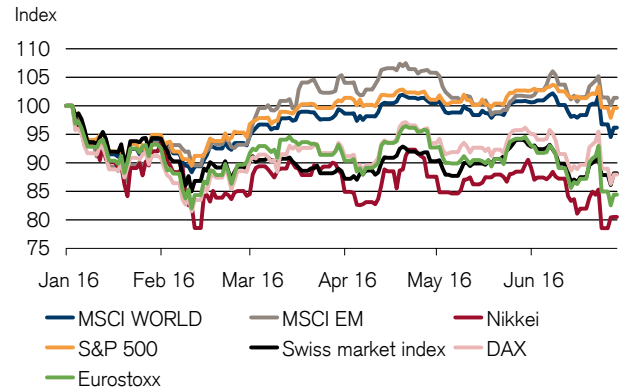
Source: Credit Suisse, Bloomberg

Actions

Prenant acte des risques événementiels et de l'absence de catalyseurs d'une hausse des actions, nous avons adopté une stratégie de placement défensive via une position prudente sur les actions le 21 avril. Au sein des portefeuilles, nous avons par ailleurs renforcé la sous-pondération des actions à la mi-juin. À la suite du vote en faveur du «Brexit» et de la correction consécutive des actions, nous confirmons cette opinion négative, le risque politique étant susceptible de maintenir la volatilité à un niveau élevé. Le soutien que devraient apporter les banques centrales aux marchés ne suffira pas selon nous à amorcer une reprise durable. La publication des résultats du T2 2016 ne devrait pas offrir de soutien majeur, l'atonie de la conjoncture économique devant se traduire par une

très faible croissance bénéficiaire. Par ailleurs, les valorisations ne sont pas encore attractives et l'analyse technique laisse présager un nouveau repli des actions.

Performance depuis le début de l'année – principaux indices boursiers



Source: Bloomberg, Credit Suisse / IDC

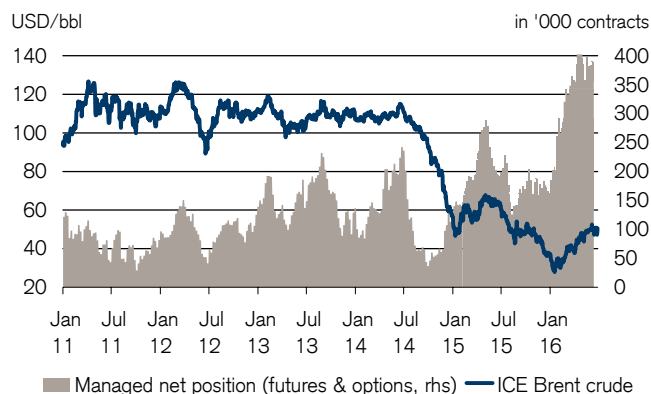
Nous continuons de sous-pondérer les actions et ajustons l'allocation régionale et sectorielle de manière encore plus prudente. Nous réduisons nos positions sur les actions de la zone euro et accroissons par ailleurs l'exposition au marché américain à faible bêta. La croissance de l'économie britannique devant sensiblement ralentir et les résultats ayant déjà été revus à la baisse, nous prévoyons désormais une sous-performance du marché britannique. Si la performance des actions suisses dépendra largement de l'évolution du CHF et de la croissance de la zone euro, la BNS devrait continuer d'intervenir sur le marché des changes pour limiter l'appréciation du franc. Nous conservons par conséquent un avis de surperformance sur le marché suisse, plus défensif. Celui-ci devrait en outre bénéficier de sa forte exposition au secteur de la santé, dont la recommandation a récemment été relevée à la faveur de fondamentaux solides et de son exposition aux États-Unis.

Nos secteurs préférés dans l'environnement actuel sont donc la santé et les technologies de l'information, qui offrent de bonnes perspectives de croissance. Notre opinion sur la finance passe de positive à neutre car c'est le secteur qui souffre le plus de l'incertitude politique et de la faiblesse des taux d'intérêt, malgré des valorisations peu élevées. Nous avons relevé à neutre notre opinion sur les approvisionnements en eau/gaz/électricité, le secteur étant peu susceptible de sous-performer dans l'environnement actuel d'aversion pour le risque. L'énergie, les matériaux et la consommation discrétionnaire devraient rester à la traîne au cours des trois à six prochains mois.

Placements alternatifs

Nous restons globalement neutres sur les matières premières même si le pétrole et l'énergie pourraient corriger à court terme. Le pétrole est d'autant plus exposé à une évolution du sentiment des investisseurs que d'importantes positions longues ont été constituées. Par ailleurs, la diminution des perturbations pourrait entraîner une hausse de l'offre, ralentissant ainsi temporairement le processus de rééquilibrage. Nous adoptons par conséquent une opinion tactique de sous-performance sur l'énergie, les prix du pétrole étant susceptibles de tomber à 40 USD le baril avant de se redresser à la faveur d'une amélioration des perspectives à moyen terme.

Cours du Brent vs. positionnement spéculatif (contrats à terme et options)



Source: Bloomberg, Credit Suisse / IDC

Début juin, nous avons adopté une opinion neutre sur l'or, la position accommodante de la Fed et la montée des risques politiques limitant selon nous sa sous-performance. Le métal jaune, qui fait généralement office de valeur refuge, a bénéficié de la hausse de l'aversion pour le risque des investisseurs. Cependant aux niveaux actuels (environ 1325 USD l'once au moment où nous rédigeons ces lignes), nous n'aurions pas tendance à accroître nos positions dans la mesure où l'appréciation de l'USD limite son potentiel de hausse et où le positionnement très tendu l'expose à un repricing une fois que le risque diminuera.

Côté immobilier, nous maintenons un positionnement neutre sur les REIT mondiaux mais notre opinion sur les REIT britanniques passe de surperformance à sous-performance. Le marché immobilier britannique est en fin de cycle: la croissance locative ralentit et les taux de vacance rebondissent. Nous prévoyons que les REIT britanniques pâtiront du vote en faveur du retrait de l'UE et des perspectives économiques incertaines qui en résultent. Nous conservons également une opinion prudente sur les REIT d'Asie développée hors Japon et sur les actions immobilières suisses chères. Les hedge funds nous apparaissent toujours comme une composante importante du portefeuille et nous continuons de surpondérer la classe d'actifs. Nous privilégions toutefois les stratégies moins directionnelles (equity market neutral, global macro et arbitrage de taux).

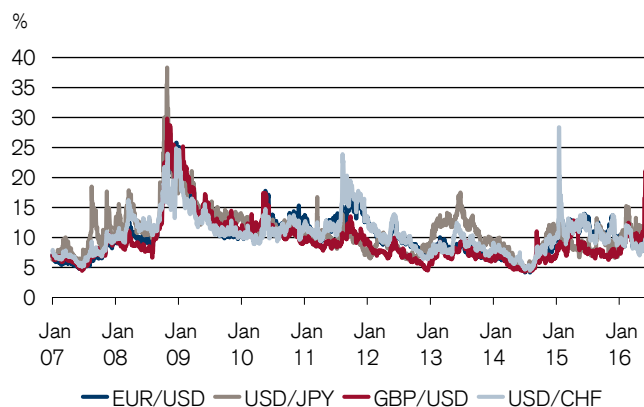
Devises

Les fluctuations de change ont été fortes après le vote britannique, la paire GBP/USD tombant à son plus bas niveau en plus de 30 ans. Même si la valorisation de la livre est désormais intéres-

sante, nous ne sommes pas optimistes à l'égard de la devise britannique. La Banque d'Angleterre devrait réduire les taux et nous prévoyons que les incertitudes entourant les perspectives politiques et économiques du Royaume-Uni constitueront un facteur négatif.

Volatilité implicite: forte hausse après le vote en faveur du «Brexit»

Volatilité des devises vs USD (volatilité implicite sur 1M)



Source: Bloomberg, Credit Suisse / IDC

Les devises refuges (CHF, JPY) ont fait l'objet d'une forte demande. La BNS est intervenue pour stabiliser le franc, la paire EUR/CHF évoluant actuellement autour de 1.07-1.08. La BNS limite le potentiel de baisse de l'EUR tandis que les spreads de taux freinent son potentiel de hausse. Nous demeurons donc neutres sur l'EUR/CHF. Le JPY s'est apprécié de 15% par rapport à l'USD depuis le début de l'année et une nouvelle hausse ne peut être exclue dans l'environnement actuel. L'excédent de la balance extérieure et le niveau toujours favorable des valorisations limitent le potentiel de baisse, malgré la probabilité de baisse des taux de la Banque du Japon ce mois-ci.

L'environnement d'aversion pour le risque a également entraîné une appréciation de l'USD par rapport à l'EUR et au CHF. Le soutien en termes de taux étant toutefois limité dans la mesure où la Fed ne devrait pas opérer de tour de vis avant décembre, nous nous abstenons d'adopter une opinion positive sur l'USD à ce stade. La NOK – bon marché – est actuellement notre devise préférée, tandis que les risques de contagion liés au vote en faveur du Brexit devraient empêcher la SEK de s'apprécier face à l'USD, l'EUR et au CHF au cours des prochains mois.

(29.06.2016)

Allocation d'actifs

	Indice de référence	Mois précédent	---	--	-	0	+	++	+++	Commentaire
Liquidités	5,0%	4,0%-6,0%					6%-9%			Part de liquidités supérieure au vu de la sous-pondération plus prononcée des actions.
Ensemble des obligations	40,0%					39,0%-41,0%				Globalement neutre. Nous préférons les crédits investment grade aux emprunts d'État.
Obligations en CHF	24,0%	22%-23,5%				23,5%-24,5%				Neutre du fait des pressions que pourrait subir la BNS pour accentuer ses assouplissements.
Obligations core* (hors CHF)	8,0%					7,5%-8,5%				
Obligations en EUR	2,3%					1,8%-2,8%				Nous restons neutres sur les obligations de l'UEM. Le portage est devenu attractif pour les obligations périphériques, mais les primes européennes devraient rester disparates.
Obligations en GBP	0,5%				0,0%					Très peu attrayant après la chute des rendements consécutive au «Brexit».

Obligations core* (hors CHF)	8,0%			7,5%-8,5%	
Obligations en USD	3,6%			3,1%-4,1%	La Fed n'a pas d'orientation prédéfinie pour mettre en œuvre ses hausses de taux. L'afflux de capitaux étrangers pourrait en bénéficier.
Obligations en CAD	0,2%		0,0%		Meilleure croissance économique et contexte pétrolier plus favorable devraient stimuler les rendements en CAD.
Obligations en JPY	1,3%			0,8%-1,8%	Portage très faible, mais potentiel d'assouplissement supplémentaire de la BoJ.
Obligations en AUD	0,1%			0%-0,6%	Portage le plus élevé parmi les grandes devises, mais les anticipations d'assouplissement sont déjà élevées.
Obligations non core*	8,0%			7,5%-8,5%	
Obligations à haut rendement	4,0%			3,5%-4,5%	L'opinion technique reste négative, mais d'autres facteurs sont neutres.
Obligations des marchés émergents	4,0%			3,5%-4,5%	Seuls les indicateurs de risque/flux pointent toujours vers une surperformance et la hausse des obligations des ME en devises fortes arrive à maturité.
Ensemble des actions	30,0%	27,0% - 29,0%	25% - 27%		Nous conservons la prudence instaurée à la mi-juin avec la hausse de la sous-pondération des actions. Les marchés n'étaient pas positionnés pour un «Brexite» et les fortes incertitudes laissent présager de nouvelles corrections des actions mondiales.
Actions suisses	10,0%			10,5%-12%	Valorisations attrayantes et position globalement défensive nous encouragent à surpondérer les titres suisses.
Autres actions	20,0%		17%-19%		
Actions en EUR	2,0%	2,5%-4%		0%-1,5%	Risque de voir les marchés confrontés à une nouvelle crise européenne.
Actions Grande-Bretagne	1,4%	0,9%-1,9%		0%-0,9%	Investisseurs non positionnés pour le «Brexite» (vulnérables aux pressions à la vente).
Actions États-Unis	10,0%		6%-8%	8%-9,5%	Moins directement exposées aux retombées du «Brexite», c'est pourquoi nous réduisons notre sous-pondération.
Actions Canada	0,7%			0,2%-1,2%	La reprise économique devrait intervenir au second semestre après un T2 très faible. Toutefois, la plupart des indicateurs plaident pour la neutralité.
Actions Japon	1,4%			0,9%-1,9%	La politique monétaire demeure favorable et les rachats sont solides. Toutefois, l'exposition aux devises fortes les rend vulnérables.
Actions Australie	0,5%			0%-1%	Le marché du travail s'améliore et les valorisations sont bon marché, mais notre opinion négative sur les métaux industriels pèse sur ses actions.
Actions des marchés émergents	4,0%			3,5%-4,5%	Les valorisations sont bon marché, mais les indicateurs techniques se sont détériorés. Risques émanant du ralentissement chinois au second semestre et des perspectives maussades pour les matières premières.
Placements alternatifs	10,0%			11,0%-13,0%	Surpondération générale compte tenu de la position neutre sur les matières premières et de la surpondération des hedge funds.
Matières premières	2,5%			2,0%-3,0%	Toujours neutres sur les matières premières, nous devenus tactiquement négatifs sur l'énergie. Opinion neutre sur l'or.
Private equity	2,5%			2,0%-3,0%	
Hedge funds*	5,0%			5,5%-7,0%	Les perspectives restent positives pour les hedge funds, même si les rendements attendus sont modestes. Nous privilégions les styles avec un bêta faible par rapport au marché.
Immobilier	15,0%			14%-16%	Nous maintenons notre neutralité sur les REIT mondiaux.
Immobilier suisse	12,0%			11,5%-12,5%	Ses qualités défensives sont un atout dans un environnement de marché volatil, mais elles sont neutralisées par des marchés sous-jacents matures. Amélioration de l'opinion technique.
Autres marchés immobiliers	3,0%			2,5%-3,5%	Les REIT britanniques devraient sous-performer suite au vote pour le «Brexite», en raison des fortes incertitudes et du cycle tardif du marché de l'immobilier britannique.
Devises					
CHF	72,0%			71%-73%	Neutre sur l'EUR/CHF, sachant que la BNS intervient sur le marché des changes pour empêcher que le CHF ne s'apprécie.
Autres devises	28,0%			27%-29%	La volatilité des effets de change devrait rester élevée. Étant donné le fort degré d'incertitude, nous nous abstenons de prendre parti et restons neutres sur les principales paires de devises.

Duration des obligations en CHF	6,5			6,25-6,75				Duration neutre.
Duration des obligations en EUR	6,1			5,85-6,35				Duration neutre.
Duration des obligations en USD	5,5			5,25-5,75				Duration neutre.
		---	--	-	0	+	++	+++
Règles applicables pour chaque classe d'actifs*	<	-2,0% -4,0%	-0,5% -2,0%	+/- 0,5%	+0,5% +2,0%	+2,0% +4,0%	>	+4,0%
Règles applicables à l'ensemble des classes d'actifs**	<	-3,0% -5,0%	-1,0% -3,0%	+/- 1,0%	+1,0% +3,0%	+3,0% +5,0%	>	+5,0%

*couvert en CHF; **écart en termes absolus par rapport à la pondération de l'indice de référence

Remarque: ensemble des classes d'actifs: liquidités, ensemble des obligations, ensemble des actions, placements alternatifs, immobilier, devises (CHF, autres devises)

Source: Credit Suisse

En ligne de mire

Infrastructure énergétique: un terrain inconnu attractif pour les investisseurs

- Les projets d'infrastructure énergétique offrent des possibilités de placement intéressantes dans le contexte actuel.
- De plus, les subventions ont accéléré la mutation structurelle et exigent des solutions (de financement) innovantes.
- La planification cash flows et un haut niveau de sécurité réglementaire sont des composants clés lors de la sélection et de la mise en œuvre d'alternatives de financement.

Roland Dörig

Dominik Bollier

Gros plan sur l'infrastructure énergétique

Dans un contexte d'augmentation de la volatilité des marchés et de taux d'intérêt bas, les investisseurs sont désormais obligés d'inclure de nouvelles catégories d'investissements dans leurs univers de placement. Bon nombre d'investisseurs majeurs ont donc complété leurs stratégies de placement par des investissements dans l'infrastructure, dans la catégorie des «actifs réels». En général, ces placements offrent une bonne visibilité sur les cash-flows, ainsi que bien souvent des rendements indexés sur l'inflation et sans corrélation avec les marchés des actions.

L'infrastructure se subdivise en principe en placements économiques et sociaux. Les catégories de l'infrastructure économique sont: communication, transport, ainsi qu'énergie et approvisionnements. En Suisse (et plus généralement aussi en Europe), les investissements effectués principalement dans ce dernier secteur sont directement accessibles et englobent, outre la production et la transmission d'électricité, l'alimentation en gaz.

Le marché de l'électricité a besoin de capital supplémentaire

La mutation structurelle du secteur énergétique européen met également les fournisseurs d'énergie suisses sous pression au niveau économique. L'un des principaux moteurs est la politique de subvention des technologies liées aux énergies renouvelables en Europe et la chute des prix qui s'en est suivie pour les énergies produites de façon conventionnelle sans subventions. De ce fait, de nombreux acteurs du secteur des approvisionnements ne sont plus en mesure de financer eux-mêmes les investissements nécessaires de préservation et de modernisation. Ils sont donc à la recherche d'investisseurs financiers à long terme pour lesquels une opportunité peut s'offrir en assumant partiellement le rôle d'une entreprise d'approvisionnement en énergie.

Trois catégories d'investissements arborant des opportunités et risques distincts exigent des pondérations distinctes

Pour la plupart des investisseurs institutionnels, l'infrastructure énergétique constitue un terrain nouveau. Économiquement différentes, les opportunités de placement se répartissent en gros en trois catégories: placements subventionnés, placements à coûts du capital réglementés et placements non subventionnés.

Les placements subventionnés profitent d'une rétribution du courant injecté et englobent p. ex. les placements dans la petite énergie hydraulique, l'énergie éolienne, la photovoltaïque et la biomasse. Les possibilités d'investissement à coûts du capital réglementés incluent p. ex., en Suisse, le réseau de transmission. Entre autres, les placements non subventionnés incluent les grandes centrales hydrauliques et les installations de (pompage-)turbine.

■ Placements subventionnés

Le principal critère ici est le soutien financier. Celui-ci permet au propriétaire de savoir à l'avance à quel prix il peut vendre l'électricité produite pendant une période prolongée (habituellement 20 à 25 ans). Ainsi, le propriétaire prend son indépendance par rapport aux fluctuations des prix du commerce de gros de l'électricité. Par conséquent, les risques de l'investissement sont gérables, ce qui peut, grâce à la meilleure capacité de planification, entraîner de nouveaux investissements dans ce domaine.

Il n'en demeure pas moins une incertitude au sujet de la quantité d'électricité effectivement produite et des fluctuations des revenus qui en découlent. Ainsi donc, la situation hydrologique et/ou météorologique doit être incluse dans une analyse de l'investissement.

Un autre aspect à prendre en compte consiste dans les répercussions des modifications des taux sur la valeur de ces placements. Étant donné que les cash-flows sont la plupart du temps fixes et que les investissements seront probablement évalués au moyen de la méthode de la valeur résiduelle, la valeur sera similaire à celle des obligations: dès que les taux d'intérêt remontent, la valeur actuelle nette et donc ce qu'on appelle la valeur nette d'inventaire ou net asset value du portefeuille concerné recule.

■ Placements à coûts du capital réglementés

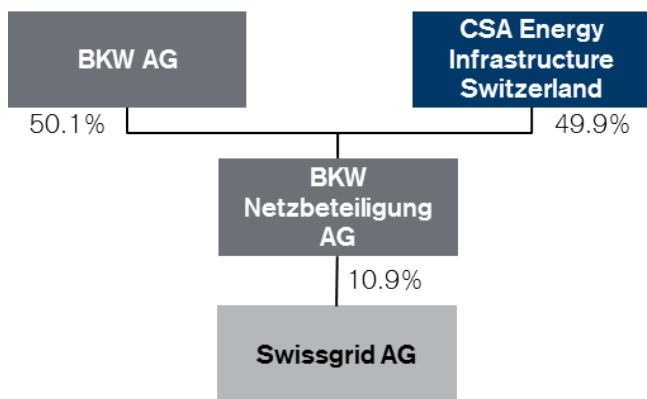
Dans ces placements, le régulateur définit le rendement auquel l'apport en capitaux est rémunéré. Outre d'autres facteurs comme les coûts imputables, les coûts du capital réglementés sont donc le principal moteur de rendement des capitaux propres du propriétaire. Le mécanisme du coût du capital réglementé est notamment utilisé lorsqu'il s'agit de types de placements à position monopolistique, comme par exemple le réseau de distribution d'électricité. Il s'agit d'éviter que le propriétaire puisse en tirer une rente de monopole.

Il convient donc, dans ces investissements, d'apporter une attention particulière au risque réglementaire. Un déplacement du cadre réglementaire a inévitablement un impact direct sur la rentabilité d'un investissement. D'une part, le régulateur s'efforce de veiller à ce que le propriétaire ne perçoive pas un rendement indu, mais d'autre part, il vise à créer un environnement dans lequel les systèmes et installations peuvent être maintenus et éventuellement élargis. À cet égard, la Suisse peut compter sur un régulateur très fiable. Dans ce type d'investissement, il n'y a donc pas de dépendance par rapport au montant des prix de l'électricité ou de la quantité d'électricité produite.

Citons à titre d'exemple l'investisseur CSF Infrastructures Énergétiques Suisse. La société a pris une participation de 49,9% dans une filiale de l'entreprise d'énergie BKW, qui détient environ 11% des actions de Swissgrid (société nationale pour l'exploitation du réseau de transmission en Suisse).

L'alliance entre BKW et CSF allie le caractère à long terme des investissements dans l'infrastructure énergétique à l'horizon de placement à long terme des fonds de pension suisses.

Investissement dans l'infrastructure de CSF dans Swissgrid SA



Source: Credit Suisse

■ Placements non subventionnés

Avec ces placements, les propriétaires sont totalement exposés aux forces du marché, en particulier au marché de l'électricité et aux prix de l'électricité produite. Alors que les coûts sont relativement faciles à pronostiquer sur la base des coûts historiques des technologies respectives, la volatilité provoquée par l'évolution constante du prix de l'électricité du côté recettes est un problème de fond. Il est donc important que le risque du prix de l'électricité puisse être isolé ou tout au moins affaibli dans le portefeuille d'infrastructure énergétique.

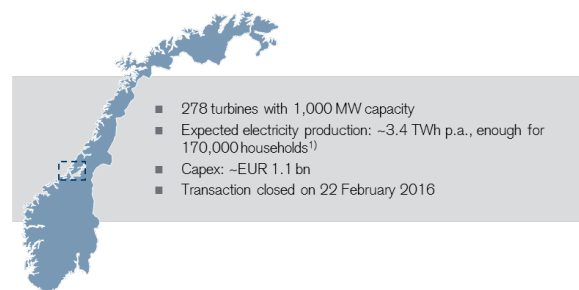
À cet égard, les contrats d'achat à long terme peuvent être utiles et offrir à de nombreux niveaux une situation gagnant-gagnant. D'une part, l'investisseur en capitaux profite de rendements constants étant donné que le prix de l'électricité est convenu sur une période prolongée. D'autre part, le fournisseur d'énergie profite également d'un accès garanti à une quantité d'électricité déterminée, sans devoir investir autant de capital et sans être exposé à la volatilité des marchés de gros.

Le profil de risque des placements non subventionnés dépend donc fortement des mécanismes de base fixés par le contrat.

Fosen Vind – le plus grand projet de parcs éoliens terrestres d'Europe

En février 2016, Statkraft (le plus grand producteur d'énergies renouvelables d'Europe), TrønderEnergi et Nordic Wind Power (consortium d'investisseurs dirigé par CSEIP) ont annoncé la réalisation du plus grand projet de parcs éoliens terrestres d'Europe. Fosen Vind a une capacité installée de plus de 1000 mégawatts et une production annuelle d'électricité estimée à 3400 GWh, suffisante pour alimenter 175 000 ménages norvégiens (ou 750 000 ménages suisses) en électricité. Le portefeuille du projet se compose de six parcs éoliens qui seront mis en service par étapes successives entre 2018 et 2020. Le montant total de l'investissement s'élève à environ 1.1 mrd EUR. CSEIP a été une force motrice lors de la réalisation de ce projet – mise en place et gestion d'un véhicule d'investissement pour les investisseurs institutionnels, mise en place d'un consortium pour le financement externe, négociation de contrats d'achat d'électricité et de certificats à long terme, et mise en œuvre de nombreux mécanismes de protection des investisseurs contre des développements négatifs.

Aperçu de Fosen Vind DA

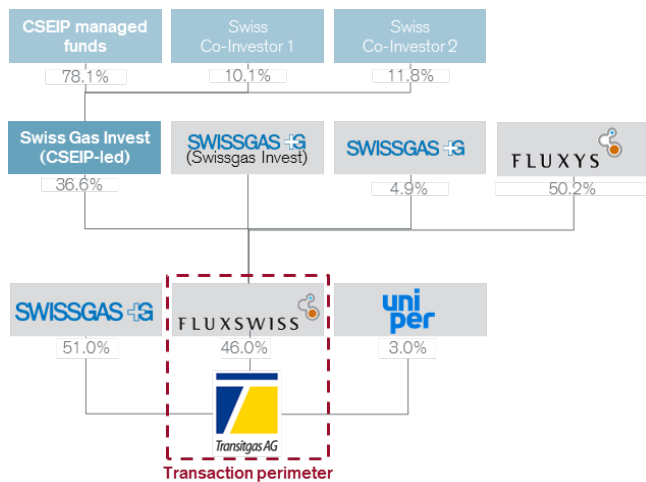


Source: Credit Suisse

FluxSwiss – Investissement conjoint utilisant le droit de première offre

Un autre exemple d'investissement est la récente prise de participation dans FluxSwiss et la participation indirecte associée dans Transitgas, qui est propriétaire du gazoduc à haute pression suisse qui s'étend de la frontière nord à la frontière sud du pays et a le droit de commercialiser env. 90% de la capacité du pipeline. Ce pipeline à haute pression relie les gisements de gaz du nord de l'Europe à l'Italie, qui obtient ainsi une diversification de son approvisionnement en gaz. De plus, le pipeline est la source d'approvisionnement principale en gaz naturel de la Suisse.

Structure de l'investissement dans FluxSwiss



Source: Credit Suisse

Maintenir une perspective de portefeuille

Chacune des possibilités d'investissement susmentionnées a selon nous sa raison d'être, en raison des opportunités et risques inhérents d'un portefeuille d'infrastructure énergétique. Ce qui nous semble important, dans ce contexte, est toutefois que lors de la compilation du portefeuille, les caractéristiques respectives soient prises en compte et que l'on fasse appel, lors de la réalisation de l'investissement, en raison de la complexité des placements, à un savoir-faire technique.

Credit Suisse Energy Infrastructure Partners (CSEIP)

Credit Suisse Energy Infrastructure Partners est une boutique d'investissement de Credit Suisse Asset Management. Elle est spécialisée dans les investissements dans le secteur de l'énergie européen et offre différentes possibilités de placement pour les investisseurs institutionnels en Suisse et en Europe.

(04.07.2016)

Idées alternatives

Immobilier suisse: taux de référence probablement réduit en 2017

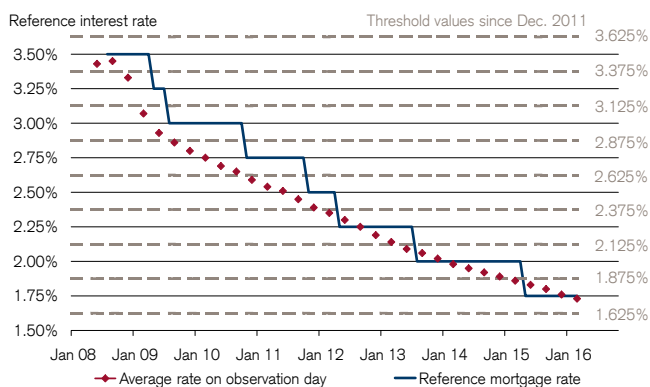
- Nous attendons une autre, et probablement dernière, réduction du taux d'intérêt de référence de 1,75% à 1,5% en 2017, qui permettra aux locataires de demander une réduction des prix des loyers des contrats existants.
- Malgré des rendements de cash-flows faibles et une croissance du capital en baisse, les propriétés résidentielles d'investissement devraient rester attrayantes tant que l'environnement actuel de taux d'intérêts négatifs persiste.

Fabian Waltert
Swiss Real Estate Research

Taux d'intérêt moyen toujours en baisse, malgré une tendance à l'aplatissement des taux

Le taux d'intérêt de référence de l'Office fédéral du logement suisse, utilisé pour les ajustements des prix des loyers des contrats existants, a régulièrement baissé depuis son introduction en 2008. Il est basé sur la moyenne de l'ensemble des taux d'intérêts des hypothèques des banques du pays.

Le taux de référence pour les appartements en location devrait encore baisser en 2017



Source: Office fédéral du logement, Credit Suisse

Avec les intérêts sur les emprunts hypothécaires à des planchers records, il n'existe actuellement pas beaucoup de marge pour d'autres réductions de taux d'intérêts. Cela vaut particulièrement pour les hypothèques à taux fixe (fix) à court terme et les hypothèques Libor avec des taux d'intérêts juste supérieurs à 1,0%. Toute nouvelle baisse est empêchée par les coûts de couverture actuellement causés par les taux d'intérêts négatifs pour les institutions financières. Néanmoins, le taux d'intérêt moyen continuera très probablement à baisser pendant quelque temps, car les hypothèques avec des durées de 5 ans ou plus qui arrivent à échéance peuvent être prolongées à des conditions beaucoup plus intéressantes. Par exemple, une hypothèque à 10 ans arrivant aujourd'hui à maturité peut être refinancée à un taux inférieur de 3,0

points de pourcentage. Les économies sur les intérêts sont même plus importantes lorsqu'une hypothèque fixe est remplacée par une hypothèque Libor.

Les taux hypothécaires à de nouveaux planchers records



Source: Credit Suisse

Prochaine, et probablement dernière, réduction du taux de référence prévue en 2017

Cependant, la prochaine réduction du taux de référence arrivera probablement dans un certain temps, car l'une des conditions est que le taux d'intérêt moyen chute au-dessous du seuil de 1,625%. Or, depuis le début de 2014, le taux hypothécaire moyen a chuté en moyenne de trois bons points de base par trimestre. Si cette tendance se poursuit, le taux de référence serait ajusté à 1,5% en juin 2017. Un ajustement en septembre 2017 semble plus réaliste, car la tendance des taux d'intérêt moyens semble s'aplatir. La réduction attendue en 2017 devrait être la dernière pour le taux d'intérêt de référence car, sans autre réduction marquée des taux d'intérêt des hypothèques fix à long terme, il est peu probable que le taux d'intérêt moyen passe au-dessous du seuil de 1,375%. Dans le même temps, on ne peut attendre d'augmentation des taux sans durcissement de la politique monétaire, un retournement précoce du taux de référence reste donc extrêmement improbable pour l'instant.

Jusqu'à 1% de baisse des revenus locatifs moyens des contrats de location existants

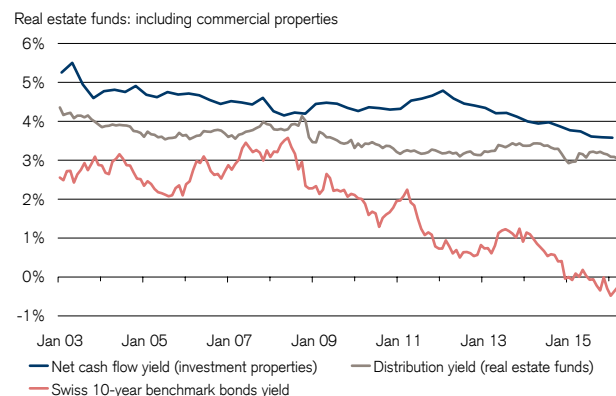
La réduction du taux de référence entraîne une diminution des loyers nets existants jusqu'à 2,9%. Cependant, l'adaptation des loyers doit être activement demandée par le locataire et le propriétaire est autorisé à la corriger de l'inflation, des modifications dans les coûts de maintenance et des investissements à valeur ajoutée. Ainsi, nous pensons que la réduction consécutive des revenus locatifs globaux sur les contrats de locations existants n'excédera pas 1% au total. D'un autre côté, les gains sur les revenus locatifs en cas de changement de locataires sont en baisse, car la croissance des prix du marché locatif a considérablement ralenti. Une croissance extrêmement élevée de l'offre des appartements en location (demandes de permis de construire pour 31 000 appartements soumis au cours des 12 derniers mois) associée à une demande en légère baisse provoque le ralentissement du marché de ces appartements. Cependant, sans forte correction à la baisse des loyers du marché, l'écart entre ces derniers et ceux des contrats en cours, qui s'est significativement élargi au cours des dernières années, ne se comblera que lentement. En termes de loyers annoncés, le ratio prix/loyer est actuellement plus de 1,5 fois l'écart-type au-dessus de la moyenne à long terme, une valeur qui n'a été dépassée qu'il y a 15 ans, et seulement pendant une brève période.

Des investissements immobiliers toujours attractifs, malgré de faibles rendements en cash-flow et une réduction de la croissance du capital

Les prix des transactions des propriétés résidentielles progressant plus vite que les loyers, les rendements de cash-flow des investissements directs dans l'immobilier ont atteint de nouveaux plateaux (T1 2016: 3,6%). La réduction de la croissance des revenus locatifs en raison des réductions du taux de référence et de la baisse des nouveaux loyers renforce cette tendance. Néanmoins, dans l'environnement dominant de taux d'intérêts négatifs, les rendements immobiliers continuent à être intéressants, avec des écarts de rendement d'environ 400 pb entre les rendements de

cash-flow nets des propriétés résidentielles et le rendement à 10 ans des obligations de la Confédération. Avec des écarts de rendement moyens autour de 300 pb, les rendements issus de la distribution des fonds immobiliers suisses (immobilier commercial et résidentiel) sont également attractifs. Cette attractivité est reflétée par des agios élevés (28,7% en mai 2016).

Attractivité relative élevée des investissements immobiliers suisses malgré la baisse des rendements



Source: Credit Suisse, CIFI, derniers rapports annuels de fonds de placement immobiliers

Compte tenu du manque persistant d'opportunités de placement, nous attendons une autre hausse des prix des propriétés de placement résidentielles, même si celle-ci ne devrait être que légèrement positive. Malgré les suofres qui émergent sur le marché des appartements locatifs hors des métropoles, nous n'attendons pas de corrections de prix significatives tant que l'environnement actuel de taux d'intérêt persiste. À long terme, toutefois, les investisseurs devraient avoir conscience que les rendements provenant de la croissance du capital, constatés au cours des dernières années, ne reviendront plus. (28.06.2016)

Pistes de réflexion

Tendance à l'investissement à long terme, notamment en infrastructures

- Les rendements obligataires faibles ou négatifs entraînent des modifications de l'allocation d'actifs.
- Les infrastructures, qui offrent des rendements et des cash-flows attrayants, bénéficient de ces remaniements.

Robert J Parker
Research Strategic Advisory

Des arguments de poids en faveur de l'investissement dans les actifs à long terme comme les infrastructures

Une récente enquête menée par Standard Life auprès de compagnies d'assurances européennes quant à leurs projets d'investissement a révélé que les rendements annuels moyens attendus à l'avenir étaient de 2,4% inférieurs à ceux requis pour couvrir la plupart des engagements envers les assurés. En réaction, les assureurs envisagent majoritairement de réduire leur exposition aux emprunts d'État, tandis que 60% devraient étoffer leur allocation en immobilier et/ou en placements alternatifs. Pour 69% des assureurs interrogés, les faibles rendements constituaient la principale cause de modification de leurs stratégies de placement. Des études similaires menées auprès d'institutions de prévoyance ont montré que les faibles rendements font exploser les provisions techniques et que l'allocation en placements alternatifs s'accroît sensiblement. Les infrastructures sont une classe d'actifs de plus en plus utilisée en vue de couvrir les passifs à longue échéance. Les investissements reposent ici sur l'argument que les projets et entreprises d'infrastructures offrent des rendements à long terme, qui sont en théorie relativement stables et peuvent servir de protection contre l'inflation. Le rapport Preqin 2016 sur les infrastructures estime que les 661 transactions conclues en 2015 dans ce domaine affichaient une valeur cumulée de 349 mrd USD. Il a en outre révélé que 74% des gérants de fonds interrogés observent un attrait grandissant des investisseurs pour les actifs infrastructurels. 76% des investisseurs estimaient que les investissements en infrastructures avaient répondu à leurs attentes ou les avaient dépassées. À la fin 2015, les actifs sous gestion des fonds d'infrastructures atteignaient 309 mrd USD. Comme l'indiquent les récents communiqués du G20, les investissements en infrastructures bénéficient de l'appui massif des gouvernements et des institutions supranationales grâce à leur puissant effet multiplicateur.

Infrastructures: diversification à travers différents secteurs avec exposition à la dette et aux actions

Couvrant un large éventail d'actifs, les infrastructures peuvent être regroupées en différents secteurs: transport, télécommunications et technologie, énergie, infrastructures sociales, ressources et

gestion des déchets. Le secteur de l'énergie est très vaste, mais englobe des actifs conventionnels comme les pipelines, les installations de stockage, les raffineries, le nucléaire et les énergies alternatives. En 2015, il était évident que les projets liés aux énergies alternatives levaient davantage de capitaux que les autres infrastructures – ce qui va dans le sens de l'intérêt croissant des investisseurs pour les thèmes environnementaux. Le financement d'infrastructures repose sur plusieurs éléments constitutifs: ce sont généralement des institutions de prévoyance et assureurs qui investissent des capitaux propres en qualité de commanditaires au sein de fonds, le financement étant assuré par des banques ou les marchés des capitaux. Il est communément admis que détenir des infrastructures dans des fonds de placement est inapproprié au regard du caractère durable et de l'illiquidité des actifs. Le levier est typiquement pris au niveau de la société ou du projet plutôt qu'à celui des fonds. Il a été clairement établi que le marché des obligations d'infrastructure doit être développé, ce qui a fait l'objet d'un important projet de l'Asset Management and Investors Council, qui représente les intérêts buy-side de l'International Capital Markets Association.

Contrôle rigoureux des risques impératif, mais profil risque/rendement attractif

Les investissements en infrastructures recèlent bien entendu des risques. Pour les nouveaux projets, le principal risque a trait à la non-finition ou aux dépassements de coûts. Les risques politiques doivent être soigneusement évalués, notamment sur les marchés émergents, et couvrent également de possibles changements en matière de subventions – une considération primordiale dans le domaine des énergies alternatives. L'argumentaire en faveur de la classe d'actifs reposant sur l'assurance d'un rendement par rapport à l'inflation et à d'autres classes d'actifs, le travail de modélisation opéré sur l'infrastructure doit s'attacher à confirmer que les cash-flows seront préservés et distribués aux investisseurs. Autre facteur de risque à surveiller aujourd'hui: l'assouplissement quantitatif susceptible de trop stimuler la demande d'actifs infrastructurels et donc d'entraîner les valorisations à la hausse. Malgré ces risques, une tendance à l'augmentation de la demande d'investissements en infrastructures, dont les rendements sont attractifs face aux classes d'actifs conventionnelles, est distinctement observable. (29.06.2016)

Récapitulatif des prévisions

Récapitulatif des prévisions

De plus amples informations sur les prévisions et estimations sont disponibles sur demande. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. La performance peut être impactée par les commissions, frais ou autres charges ainsi que par les fluctuations des taux de change.

Taux courts LIBOR 3 mois / Emprunts d'État à 10 ans

en %	LIBOR 3 mois			10ans		
	Spot	3M	12M	Spot	3M	12M
CHF	-0,78	-0,9 à -0,7	-0,9 à -0,7	-0,57	-0,5 à -0,3	-0,3 à -0,1
EUR *	-0,29	-0,4 à -0,2	-0,4 à -0,2	-0,14	-0,1 à 0,1	0,1 à 0,3
USD	0,66	0,6-0,8	1,0-1,2	1,44	1,5 à 1,7	1,9 à 2,1
GBP	0,52	0,0-0,2	0,0-0,2	0,83	1,2 à 1,4	1,6 à 1,8
AUD	1,95	1,6-1,8	1,6-1,8	2,01	2,0 à 2,2	2,4 à 2,6
JPY	-0,02	-0,3 à -0,1	-0,5 à -0,3	-0,24	-0,3 à -0,1	-0,2 à 0,0

Les taux spot sont les prix de clôture au 4/7/2016. Date de prévision: 27/6/2016. * Euribor 3M; ** taux d'acceptation bancaire 3M.

Source: Bloomberg, Credit Suisse / IDC

Actions

Indice	Spot	PER	Rend. div. (%)	3M*	12M*
MSCI AC World**	889	15,3	3,0	825	920
US S&P 500	2103	16,8	2,5	1 940	2 100
Eurostoxx 50	2862	12,4	4,9	2650	2880
UK FTSE 100	6522	16,4	4,7	5500	6000
Japan Topix	1262	12,5	2,3	1150	1260
Australia S&P/ASX 200	5282	15,9	4,8	4850	5200
Canada S&P/TSX comp	14259	17,4	3,0	13 500	14 500
Switzerland SMI	8057	16,3	3,6	7650	8400
MSCI Emerging Markets**	96607	12,1	2,8	89 000	100 000

Prix au 4/7/2016. *Date de prévision: 27/6/2016. **Rendements bruts (y c. dividendes).

Source: Credit Suisse / IDC, Bloomberg, Datastream

Matières premières

	Spot	3M*	12M*
Or (USD/once)	1351	1300	1150
Argent (USD/once)	20.33	17	15
Platine (USD/once)	1070	950	950
Palladium (USD/once)	615.3	600	600
Cuivre (USD/tonne)	4883	4400	4600
Brut WTI (USD/b)	48,99	43	53
Indice Bloomberg Commodity	181.0	175	183

Les taux spot sont les prix de clôture au 4/7/2016; *date de prévision: 27/6/2016

Source: Bloomberg, Credit Suisse / IDC

Crédit: quelques indices

	Rendement (%)	Écart (pb)	Duration (ans)	Prévision 3M*	Prévision 12M*
BC IG Corporate EUR	0,9	131	5,3	-0,2%	0,2%
BC IG Corporate USD	2,9	155	7,5	0,5%	0,8%
CS LSI ex govt CHF	-0,3	64	6,3	-0,5%	-0,9%
BC High Yield Corp USD	7,2	585	4,2	1,4%	3,7%
BC High Yield Pan EUR	4,8	467	4,1	1,0%	2,9%
JPM EM hard curr USD	5,3	373	8,0	1,4%	3,7%
JPM EM local curr hedg. USD	6,3	n.a.	5,0	2,0%	5,0%

BC = Barclays Capital, IG= Investment Grade, CS = Credit Suisse, JPM = JP Morgan (EMBI+ and GBI Gl. Div). Données sur les indices au 4/7/2016. *Date de prévision: 27/6/2016

Source: Credit Suisse / IDC, Bloomberg

Devises

	Spot	3M	12M
EUR/USD	1.1148	1.10	1.05
USD/CHF	0.9711	0.98	1.04
EUR/CHF	1.0826	1.08	1.09
USD/JPY	102.50	102	102
EUR/JPY	114.27	112	107
EUR/GBP	0.8386	0.80	0.76
GBP/USD	1.3294	1.38	1.38
AUD/USD	0.7539	0.73	0.73
USD/CAD	1.2855	1.30	1.30
EUR/SEK	9.3994	9.30	9.10
EUR/NOK	9.2445	9.10	8.70
EUR/PLN	4.4333	4.50	4.50
USD/CNY	6.6653	6.65	6.90
USD/SGD	1.3445	1.38	1.41
USD/KRW	1146.9	1210	1240
USD/INR	67.265	68.0	68.0
USD/BRL	3.2696	3.30	3.30
USD/MXN	18.392	18.5	18.5

Les taux spot sont les prix de clôture au 4/7/2016

Source: Bloomberg, Credit Suisse

Croissance réelle du PIB et inflation en %

en %	Cr. du PIB			Inflation		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Suisse	0,9	1,0	1,5	-1,1	-0,5	0,0
UEM	1,6	1,5	1,3	0,0	0,1	1,2
États-Unis	2,4	1,8	2,0	0,1	1,3	2,0
Royaume-Uni	2,3	1,5	0,2	0,0	0,7	2,0
Australie	2,5	2,9	2,8	1,5	1,3	2,0
Japon	0,5	0,6	0,9	0,8	0,2	0,7
Chine	6,9	6,5	6,0	1,4	2,0	1,8

Date de prévision: 28/6/2016.

Source: Credit Suisse

(05.07.2016)

Glossaire

Avertissements

Risque de marché	Les marchés financiers évoluent à la hausse/baisse selon les conditions économiques, les pressions inflationnistes, les actualités mondiales et les rapports spécifiques aux entreprises. S'il est possible de détecter des tendances, il peut être difficile de prévoir l'orientation du marché et des titres individuels, d'où d'éventuelles pertes sur les placements.
Risques obligataires	Les fluctuations des taux d'intérêt, des devises, de la liquidité, du marché du crédit et des émetteurs auxquelles sont exposés les investisseurs peuvent affecter les cours des obligations.
Marchés émergents	Les marchés émergents présentent une ou plusieurs des caractéristiques suivantes: certaine instabilité politique, relative imprévisibilité des marchés financiers et de la croissance économique, marchés en phase de développement ou faiblesse de l'économie. Les placements sur les marchés émergents sont souvent liés à des risques plus élevés, tels que risques politiques, économiques, de crédit, de change, de liquidité, juridiques, de règlement, de marché, d'actionnaire et de créancier.
Hedge funds	Quelle que soit leur structure, les hedge funds ne sont pas limités à une discipline d'investissement ou stratégie de négoce spécifique et cherchent à tirer profit de tous types de marchés en recourant à l'effet de levier, aux instruments dérivés et à des stratégies spéculatives, susceptibles d'accroître le risque de perte.
Investissements dans les matières premières	Associées à des risques élevés, les transactions sur matières premières peuvent ne pas convenir à de nombreux investisseurs privés. Les pertes liées aux fluctuations des marchés peuvent être conséquentes voire totales.
Immobilier	Les investisseurs immobiliers s'exposent aux risques de liquidité, de change et autres, y compris les risques cycliques, locatifs, de marché local et environnementaux ainsi que les modifications du cadre juridique.
Risque de change	Les placements en devises comportent le risque supplémentaire de dépréciation de la monnaie étrangère par rapport à la monnaie de référence de l'investisseur.

Description des indices fréquemment utilisés dans les rapports

Indice	Commentaire
MSCI World	Le MSCI World est un indice des marchés des actions mondiaux élaboré et calculé par Morgan Stanley Capital International. Les calculs se fondent sur les cours de clôture et tiennent compte des dividendes réinvestis.
MSCI EMU	UEM: l'indice MSCI EMU (European Economic and Monetary Union - Union Economique et Monétaire européenne) suit l'évolution des large & mid caps sur les marchés des 10 pays développés de l'UEM. Avec ses 237 composantes, l'indice couvre approximativement 85% de la capitalisation boursière flottante ajustée de l'UEM.
États-Unis – S&P 500	Le Standard and Poor's 500 est un indice d'actions pondéré par la capitalisation, qui représente les principales industries américaines et mesure la performance de l'économie nationale à l'aune de l'évolution de la valeur de marché globale.
Eurostoxx 50	L'Eurostoxx 50 est un indice d'actions pondéré par la capitalisation boursière composé des 50 sociétés leader de la zone euro.
Royaume-Uni – FTSE 100	Le FTSE 100 est un indice d'actions pondéré par la capitalisation boursière représentant les 100 entreprises les plus capitalisées négociées à la Bourse de Londres. Il est calculé en fonction de la pondération de l'investibilité des actions.
Japon – Topix	Le Topix, également connu sous le nom de «Tokyo Stock Price Index», suit toutes les grandes sociétés japonaises cotées en bourse à la première section. Le calcul de l'indice exclut les émissions temporaires et les actions privilégiées.
Australie – S&P/ASX 200	Le S&P/ASX 200 est un indice d'actions pondéré par la capitalisation boursière flottante. Il est calculé par Standard and Poor's.
Canada – S&P/TSX comp	L'indice composite S&P/TSX est le pendant canadien du S&P 500 aux États-Unis. Il se compose des principales actions négociées à la Bourse de Toronto.
Suisse – SMI	Le Swiss Market Index regroupe les 20 plus grandes sociétés cotées de l'univers du Swiss Performance Index. Il représente 85% de la capitalisation flottante du marché des actions suisse. En tant qu'indice de cours, le SMI n'est pas ajusté des dividendes.
MSCI Emerging Markets	Le MSCI Emerging Markets est un indice pondéré par la capitalisation boursière flottante, qui mesure la performance des marchés des actions émergents. Il est élaboré et calculé par Morgan Stanley Capital International.
BC IG Corporate EUR	L'indice Euro Corporate suit le marché des obligations d'entreprises libellées en EUR et notées investment-grade. Calculé par Barclays, il englobe les émissions répondant à des critères spécifiques en termes d'échéance, de liquidité et de qualité.
BC IG Corporate USD	L'indice US Corporate suit le marché des obligations d'entreprises libellées en USD et notées investment-grade. Calculé par Barclays, il englobe les émissions américaines ou non répondant à des critères spécifiques en termes d'échéance, de liquidité et de qualité.
BC IG Financials USD	L'indice IG Financials suit le marché des obligations financières libellées en USD et notées investment-grade. Calculé par Barclays, il englobe les émissions américaines ou non répondant à des critères spécifiques en termes d'échéance, de liquidité et de qualité.
CS LSI ex govt CHF	Le Liquid Swiss Index ex govt CHF est un indice pondéré par la capitalisation boursière, qui représente la fraction la plus liquide et négociable du marché obligataire suisse et exclut les emprunts de la Confédération. Il est calculé par le Credit Suisse.
BC High Yield Corp USD	Calculé par Barclays, l'indice US Corporate High Yield suit les obligations d'entreprises taxables libellées en USD et notées non-investment grade.
BC High Yield Pan EUR	Calculé par Barclays, l'indice Pan European High Yield suit le marché des obligations d'entreprises notées non-investment grade et libellées en EUR, GBP, NOK, DKK et CHF.
JPM EM hard curr. USD	L'indice Emerging Market Bond Index Plus mesure le rendement absolu des emprunts d'État en monnaies fortes sur les marchés émergents les plus liquides. Il englobe les obligations Brady (obligations libellées en USD émises par des pays d'Amérique latine), prêts et euro-obligations libellées en USD.
JPM EM local curr. hedg. USD	L'indice JPMorgan Government Bond suit les obligations en monnaies locales émises par des gouvernements de pays émergents sur les marchés les plus accessibles aux investisseurs internationaux.
CS Hedge Fund Index	Le Credit Suisse Hedge Fund Index est compilé par Credit Suisse Hedge Index LLC. Il s'agit d'un indice de hedge funds pondéré par les actifs qui ne comprend que des fonds, à l'inverse des comptes séparés. Il reflète la performance nette de tous les frais et commissions de performance liés aux composantes des hedge funds.
DXY	L'indice mesure la valeur de l'USD par rapport à ses principaux partenaires commerciaux. Il est comparable à d'autres indices pondérés par les échanges, qui utilisent également les taux de change des mêmes principales devises.

MSCI AC World	L'indice MSCI All Country World reflète la performance des grandes et moyennes capitalisations de 23 pays développés et 23 marchés émergents. Avec quelque 2480 composantes, l'indice couvre environ 85% de l'univers des actions mondiales disponibles à l'investissement.
MSCI AC Asia/Pacific	L'indice MSCI All Country Asia Pacific reflète la performance des grandes et moyennes capitalisations de 5 pays développés et 8 pays émergents de la région Asie-Pacifique. Avec 1000 composantes, l'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée du flottant dans chaque pays.
MSCI Europe	L'indice MSCI Europe reflète la performance des grandes et moyennes capitalisations de 15 pays développés d'Europe. Avec 442 composantes, l'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée du flottant de l'univers des actions des marchés développés européens.
DAX	L'indice boursier allemand représente les 30 sociétés allemandes les plus importantes et liquides cotées à la Bourse de Francfort.
FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series	La série d'indices FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate reflète les tendances générales à l'international des actions immobilières éligibles.
Baromètre des hedge funds	Outil développé en interne par le Credit suisse, le baromètre des hedge funds mesure les conditions de marché pour les stratégies de hedge funds. Il incorpore quatre paramètres: liquidité, volatilité, risques systémiques et cycle économique.

Abréviations fréquemment utilisées dans les rapports

Abrév.	Description	Abrév.	Description
3/6/12 MMA	Moyenne mobile sur 3/6/12 mois	IMF	Fonds monétaire international
AI	Placements alternatifs	LatAm	Amérique latine
APAC	Asie-Pacifique	Libor	London interbank offered rate
bbl	Baril	m b/d	Millions de barils par jour
BI	Banque d'Indonésie	M1	Mesure de la masse monétaire qui comprend l'ensemble de l'argent sous forme matérielle, p. ex. les pièces de monnaie et le papier-monnaie, ainsi que les dépôts à vue, comptes courants et comptes d'ordres négociables de retrait.
BoC	Banque du Canada	M2	Mesure de la masse monétaire qui comprend les versements en espèces et comptes chèque (agrégat M1) ainsi que les dépôts d'épargne, fonds communs du marché monétaire et autres dépôts à terme.
BoE	Banque d'Angleterre	M3	Mesure de la masse monétaire qui comprend l'agrégat M2 ainsi que les dépôts à terme volumineux, les fonds du marché monétaire institutionnels, les mises en pension à court terme et les autres actifs liquides importants.
BoJ	Banque du Japon	M&A	Fusions et acquisitions
bp	Point de base	MAS	Autorité monétaire de Singapour
BRIC	B Brésil, Russie, Inde, Chine	MLP	Master Limited Partnership
TMCA	Taux moyen de croissance annuelle	MoM	En glissement mensuel
CBOE	Chicago Board Options Exchange	MPC	Comité de politique monétaire
CFO	Cash from operations	OAS	Option-adjusted spread (spread ajusté de l'option)
CFROI	Rendement de l'investissement en termes de flux de trésorerie	OECD	Organisation de coopération et de développement économiques
DCF	Discounted cash flow	OIS	Overnight indexed swap (swap indexé à un jour)
DM	Marché développé	OPEC	Organisation des pays exportateurs de pétrole
DMs	Marchés développés	C/VC	Ratio cours/valeur comptable
EBITDA	Excédent brut d'exploitation	PER	Rapport cours-bénéfice
ECB	Banque centrale européenne	PBoC	Banque populaire de Chine
EEMEA	Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique	PEG	Ratio cours/bénéfice divisé par la croissance du BPA
EM	Marché émergent	PMI	Indice des directeurs d'achat
EMEA	Europe, Moyen-Orient et Afrique	PPP	Parité du pouvoir d'achat
EMs	Marchés émergents	QE	Quantitative easing
EMU	Union économique et monétaire	QoQ	En glissement trimestriel
BPA	Bénéfice par action	éch. de droite	Échelle de droite (pour les graphiques)
ETF	Exchange traded funds (fonds négociés en bourse)	RBA	Banque centrale d'Australie
VE	Valeur d'entreprise	RBI	Banque centrale d'Inde
FCF	Cash-flow libre	RBNZ	Banque centrale de Nouvelle-Zélande
Fed	Federal Open Market Committee (comité de politique monétaire de la Fed)	REIT	Real Estate Investment Trust
FPE	Fonds provenant de l'exploitation	ROE	Rendement des fonds propres
FOMC	Federal Open Market Committee	ROIC	Retour sur capitaux investis
FX	Devises	RRR	Taux de réserves obligatoires
G10	Groupe des Dix	SAA	Allocation stratégique des actifs
G3	Groupe des Trois	SDR	Les droits de tirage spéciaux (DTS, Special Drawing Rights)
GDP	Produit intérieur brut	SNB	Banque nationale suisse
GPIF	Fonds d'investissement des pensions du gouvernement japonais	TAA	Allocation tactique des actifs
HC	Devise forte	TWI	Trade-Weighted Index (indice pondéré en fonction du commerce)
HY	Haut rendement	VIX	Indice de volatilité
IBD	Dette portant intérêt	WTI	West Texas Intermediate

IC	Comité de placement du Credit Suisse	YoY	En comparaison annuelle
IG	Investment grade	YTD	Depuis le début d'année
ILB	Obligation indexée sur l'inflation	Dépenses de consommation des ménages (déflateur DCM)	Indicateur de l'augmentation moyenne des prix de tous les biens de consommation domestique.

Codes des monnaies fréquemment utilisés dans les rapports

Code	Devise	Code	Devise
ARS	Peso argentin	KRW	Won de la Corée du Sud
AUD	Dollar australien	MXN	Peso mexicain
BRL	Real de Brésil	MYR	Ringgit de Malaisie
CAD	Dollar canadien	NOK	Couronne norvégienne
CHF	Franc suisse	NZD	Dollar néo-zélandais
CLP	Peso chilien	PEN	Nouveau sol péruvien
CNY	Yuan chinois	PHP	Peso philippin
COP	Peso colombien	PLN	Zloty polonais
CZK	Couronne tchèque	RUB	Rouble russe
EUR	Euro	SEK	Couronne suédoise
GBP	Livre sterling	SGD	Dollar de Singapour
HKD	Dollar de Hong-Kong	THB	Baht thaïlandais
HUF	Forint hongrois	TRY	Livre turque
IDR	Rupiah indonésienne	TWD	Nouveau dollar de Taiwan
ILS	Nouvel israélii sheqel	USD	Dollar des États-Unis
INR	Roupie indienne	ZAR	Rand sud-africain
JPY	Yen japonais		

Informations importantes sur les produits dérivés

Prix	Les primes d'option et prix ne sont fournis qu'à titre indicatif. Les primes d'option et prix sont sujets à des modifications très rapides: les primes et prix indiqués sont ceux en vigueur au moment de la rédaction; ils peuvent avoir sensiblement évolué dans l'intervalle.
Risques	Les dérivés sont des instruments complexes réservés aux investisseurs capables de comprendre et d'assumer tous les risques impliqués. Les investisseurs doivent être conscients que l'ajout de positions sur options à un portefeuille existant peut modifier considérablement les caractéristiques et le comportement de ce portefeuille. La sensibilité d'un portefeuille à certains mouvements du marché peut être fortement influencée par l'effet de levier des options.
Achat d'options call	Les investisseurs qui achètent des options call risquent de perdre la totalité de la prime versée si le sous-jacent se négocie au-dessous du prix d'exercice à l'échéance.
Achat d'options put	Les investisseurs qui achètent des options put risquent de perdre la totalité de la prime versée si le sous-jacent clôture au-dessus du prix d'exercice à l'échéance.
Vente d'options call	Les investisseurs qui vendent des options call s'engagent à vendre le sous-jacent au prix d'exercice, même si le prix du marché du sous-jacent est largement supérieur. Les investisseurs qui vendent des options call couvertes (c.-à-d. qui détiennent le sous-jacent et vendent une option call) risquent de limiter leur potentiel de gain au prix d'exercice (plus la prime reçue upfront) et d'être obligés de vendre si le cours du titre dépasse le prix d'exercice du call position courte. En outre, l'investisseur a une participation à la baisse de 100% qui n'est que partiellement compensée par la prime reçue upfront. Si les investisseurs sont obligés de vendre le sous-jacent, ils peuvent être soumis à l'impôt. Les vendeurs à découvert d'un call à nu (c.-à-d. les investisseurs qui ont vendu des options call mais ne détiennent pas le titre sous-jacent) risquent de subir des pertes illimitées correspondant au cours du titre moins le prix d'exercice.
Vente d'options put	Les vendeurs d'options put s'engagent à acheter le sous-jacent au prix d'exercice si le cours du sous-jacent tombe au-dessous du prix d'exercice. La perte maximale correspond au prix d'exercice moins la prime reçue pour la vente de l'option put.
Achat de call spreads	Les investisseurs qui achètent des call spreads (c.-à-d. qui achètent un call et le vendent à un prix d'exercice supérieur) risquent de perdre la totalité de la prime versée si le sous-jacent se négocie au-dessous du prix d'exercice inférieur à l'échéance. Le gain maximum de l'achat de call spreads correspond à la différence entre les prix d'exercice, moins la prime versée upfront.
Vente de call spreads à nu	Vente de call spreads à nu (vente d'un call et achat d'un call «out of the money» sans prise de position du sous-jacent): les investisseurs risquent une perte maximale correspondant à la différence entre le prix d'exercice du call position longue et le prix d'exercice du call position courte, moins la prime reçue upfront, si le cours du sous-jacent clôture au-dessus du prix d'exercice du call position longue à l'échéance. Le gain maximum correspond à la prime reçue upfront, si le cours du sous-jacent clôture au-dessous du prix d'exercice du call position courte à l'échéance.
Achat de put spreads	Les investisseurs qui achètent des put spreads (c.-à-d. qui achètent un put et le vendent à un prix d'exercice inférieur) subissent également une perte maximale de la prime reçue upfront. Le gain maximum de l'achat de put spreads correspond à la différence entre les prix d'exercice, moins la prime versée upfront.
Achat de strangles	Achat de strangles (achat d'options put et achat d'options call): la perte maximale correspond à la totalité de la prime versée pour les deux options, si le sous-jacent se négocie entre le prix d'exercice de l'option put et le prix d'exercice de l'option call à l'échéance.
Vente de strangles ou de straddles	Les investisseurs qui détiennent un titre en position longue et un strangle ou un straddle en position courte risquent de limiter leur potentiel de hausse dans le titre au prix d'exercice du call vendu plus la prime reçue upfront. De plus, si le sous-jacent se négocie au-dessous du prix d'exercice du put position courte, les investisseurs risquent de perdre la différence entre le prix d'exercice et le cours du titre (moins le montant de la prime reçue) sur le put position courte et ils subiront également des pertes dans la position du titre s'ils détiennent des actions. La perte potentielle maximale correspond à la totalité du prix d'exercice (moins le montant de la prime reçue) plus les pertes sur la position longue du titre. Les investisseurs qui vendent des strangles ou des straddles à découvert à nu s'exposent à des pertes potentielles illimitées dans la mesure où, si le titre se négocie au-dessus du prix d'exercice du call, ils risquent de perdre la différence entre le prix d'exercice et le cours du titre (moins le montant de la prime reçue) sur le call position courte. En outre, ils sont obligés d'acheter le titre au prix d'exercice du put (moins la prime reçue upfront) si le cours du titre clôture au-dessous du prix d'exercice du put à l'échéance.

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://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

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

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

Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent aucune garantie de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres.

Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

Marchés émergents

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

Placements alternatifs

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

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. L'étendue de la perte due aux mouvements du marché peut être substantielle, voire déboucher sur une perte totale.

Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

Risques de taux d'intérêt de crédit

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

Département Investment Strategy

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

Les stratégies en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Tous les articles et rapports de Research relatifs aux changements de recommandations et de notations des entreprises et/ou des différents instruments financiers peuvent être consultés sur le site suivant:

<https://investment.credit-suisse.com>

Pour des informations sur les notifications relatives aux sociétés recommandées par Credit Suisse Investment Banking et mentionnées dans le présent rapport, veuillez vous référer au site de la division Investment Banking sous:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour toute information complémentaire y compris les notifications relatives à tout autre émetteur, veuillez vous référer au site de Credit Suisse Global Research Disclosure sous:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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

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

<http://www.credit-suisse.com>

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL: Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informa-

tions 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 recommandons 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.

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) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Australie: Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. CSSB ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le rapport et ne fournit aucune assurance quant à la performance de ces produits.

Autriche: Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassungssuccursale Autriche. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arion, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne.

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 Firm Category 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn.

Dubaï: 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.

France: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers.

Gibraltar: Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited est une entité légalement indépendante détenue en totalité par Credit Suisse et elle est réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission.

Guernesey: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies des derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande.

Inde: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Inde, T- +91-22 6777 3777.

Italie: Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie.

Jersey: Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, dont les activités d'investissement sont réglementées par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU.

Liban: Ce rapport est mis à disposition par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier réglementé par la Central Bank of Lebanon et soumis à la supervision, entre autres, de la Banking Control Commission et de la Capital Markets Authority. CSLF est une succursale de Credit Suisse AG, Zurich, et est enregistrée sous le numéro 42 sur la liste des établissements financiers émise par la Central Bank of Lebanon.

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: Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Qatar: Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° 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 Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 1 million d'USD et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services.

Espagne: Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España.

Royaume-Uni: Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Cre-

dit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et/ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eli-

gible 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.

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 © 2016 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

16C008A_IS

Imprint

Cette traduction du Trends Institutional Monthly est fournie à nos lecteurs à titre d'aide. Nous n'en garantissons pas l'exactitude. Seule la version anglaise originale fait foi.

Rédaction

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Investment Strategy
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Informations sur d'autres publications d'Investment Solutions & Products

Credit Suisse SA
Investment Publishing
case postale 300, CH-8070 Zurich

Internet

<https://investment.credit-suisse.com>

Intranet (pour les collaborateurs)

<https://isr.csinfra.net>

Abonnement (clientèle)

Veillez prendre contact avec votre conseiller clientèle pour vous abonner à cette publication

Abonnements et commandes supplémentaires (interne)

Pour des informations sur les abonnements, rendez-vous sur:
<https://isr.csinfra.net/subscriptions>

Auteurs

Robert J Parker
Research Strategic Advisory
+44 20 7883 9864
robert.parker@credit-suisse.com

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Investment Strategy
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Florence Lombardo
Investment Strategy Switzerland
+41 44 332 07 23
florence.lombardo@credit-suisse.com

Roland Dörig
+41 44 332 12 94
roland.doerig@credit-suisse.com

Dominik Bollier
+41 44 334 89 55
dominik.bollier@credit-suisse.com

Fabian Waltert
Swiss Real Estate Research
+41 44 333 25 57
fabian.waltert@credit-suisse.com