

Investment Outlook 2016

Economie et marchés mondiaux
Une croissance modeste,
une inflation toujours faible
et des rendements modérés

Revue des portefeuilles
Bilan de l'allocation stratégique
des actifs

En chiffres
Tendances d'investissement
à long terme en graphiques

Themes in Portfolios
Mise en œuvre de nos
idées d'investissement
les plus marquantes

Panorama des risques en 2016
Les « inconnues connues »
et les « inconnues inconnues »

Marchés émergents
Quels seront les moteurs
de la performance en 2016 ?

La liquidité compte
Quelles stratégies d'investisse-
ment face à la dégradation
de la liquidité des marchés ?

Opportunités inexploitées
Comment identifier
les « trésors cachés »

Sommaire

Lettre du CEO	5
Avant-propos	6
Editorial	7

En vedette

Economie et marchés mondiaux

Une croissance modeste, une inflation toujours faible et des rendements modérés	11
---------------------------------------------------------------------------------	----

Revue des portefeuilles

Bilan de l'allocation stratégique des actifs	22
----------------------------------------------	----

En chiffres

Tendances d'investissement à long terme en graphiques	27
-------------------------------------------------------	----

Themes in Portfolios

Mise en oeuvre de nos idées d'investissement les plus marquantes	32
------------------------------------------------------------------	----

Articles

Panorama des risques en 2016

Les « inconnues connues » et les « inconnues inconnues »	36
----------------------------------------------------------	----

Marchés émergents

Quels seront les moteurs de la performance en 2016 ?	43
------------------------------------------------------	----

La liquidité compte

Quelles stratégies d'investissement face à la dégradation de la liquidité des marchés ?	51
-----------------------------------------------------------------------------------------	----

Opportunités inexploitées

Comment identifier les « trésors cachés »	57
-------------------------------------------	----

« Les collaborateurs et les ressources du Credit Suisse visent à fournir les meilleurs services de gestion et de conseil pour les investissements de nos clients. »

Lettre du CEO



C'est un privilège pour moi de vous présenter l'Investment Outlook 2016. Comme chaque année, l'Investment Outlook 2016 est le résultat d'une collaboration entre les équipes de toute la banque.

Nous espérons que ce document, qui présente une évaluation des risques et incertitudes dans le monde actuel et contient des propositions de stratégies pour vos portefeuilles, vous aidera dans vos décisions à l'aube de cette nouvelle année.

Les douze mois à venir ne seront probablement pas faciles pour les investisseurs. Nous pensons qu'une grande partie de la valeur que nous apportons à nos clients consiste à les aider à faire face aux défis à court terme auxquels nous sommes aujourd'hui confrontés, notamment une croissance mondiale inégale, des politiques monétaires divergentes et un risque d'illiquidité sur certains marchés. Au travers de l'Investment Outlook 2016, nous avons cherché à identifier des stratégies correspondant à différents horizons temporels et à différents profils de risque de nos clients.

Les ressources et les collaborateurs du Credit Suisse sont tous mobilisés pour garantir à nos clients la meilleure gestion et les meilleurs conseils d'investissement. Ce document reflète notre engagement et de notre détermination à vous aider à atteindre vos objectifs financiers pour 2016 et au-delà.

Je vous souhaite une année 2016 heureuse et prospère.

A handwritten signature in black ink, which appears to read 'T. Thiam'. The signature is stylized and is positioned above a horizontal line.

Tidjane Thiam
CEO Credit Suisse AG

Avant-propos



Iqbal Khan

« Nous restons fermement résolus à anticiper l'évolution de l'économie mondiale et des marchés des capitaux et à y réagir rapidement. »

J'ai le plaisir de vous présenter notre Investment Outlook 2016.

Conçue pour vous aider à traverser avec succès l'année à venir, cette publication contient des analyses poussées issues de la recherche sur un large éventail de sujets, de régions et de classes d'actifs. Elle souligne notre engagement à vous proposer en temps utile des idées d'investissement pertinentes pour votre portefeuille.

S'appuyant sur notre vaste réseau mondial, notre équipe d'experts a sélectionné avec soin des articles consacrés aux principaux aspects qui guideront la composition des portefeuilles en 2016. Nous présentons ici nos perspectives pour les marchés internationaux des capitaux, notre vision de l'allocation stratégique et tactique des actifs ainsi que notre point de vue unique sur les questions qui préoccupent le plus les investisseurs aujourd'hui, notamment les principaux facteurs de risque pour 2016, la liquidité et l'avenir des marchés émergents.

Je suis convaincu que vous lirez avec plaisir l'Investment Outlook 2016 et que vous verrez en lui un outil extrêmement utile pour vous aider à distinguer les véritables signaux du marché des simples bruits, surtout dans notre monde saturé d'informations.

Nous restons fermement résolus à anticiper l'évolution de l'économie mondiale et des marchés des capitaux et à y réagir rapidement et, comme toujours, nous avons à cœur de vous proposer des solutions, des produits et des services de conseil de première qualité. Au cours des prochains mois, nous compléterons le contenu déjà riche de cette publication par des séminaires exclusifs sur les perspectives des marchés.

Cordialement,

Iqbal Khan
CEO International Wealth Management

Editorial



Michael Strobaek



Giles Keating

« Les chocs temporaires pourraient venir de la Fed, de la baisse de la liquidité des obligations, de la Chine ou des facteurs géopolitiques. Mais le tableau sous-jacent indique une expansion mondiale. »

Dans un contexte marqué, ces dernières années, par d'innombrables bouleversements sur les marchés, avec les crises grecques, les craintes d'un ralentissement en Chine, les blocages politiques aux Etats-Unis, l'effondrement des prix du pétrole, les guerres et l'afflux des migrants, les investisseurs capables de supporter la volatilité à court terme ont pu engranger des rendements significatifs sur les marchés d'actions des pays développés depuis le plus bas de la crise financière de 2008. Depuis, les investisseurs en EUR et en USD n'ont ainsi connu qu'une seule année de baisse, modeste par ailleurs, en 2011. Le haut rendement et les obligations d'entreprises de qualité investment grade ont également dégagé de belles performances. Les matières premières et les marchés émergents ont en revanche été les grands perdants depuis 2011.

Notre analyse, présentée dans la présente publication, indique que l'année 2016 pourrait suivre un schéma similaire. Des crises temporaires pourraient être provoquées par un resserrement de la politique monétaire de la Fed, une baisse de la liquidité sur les marchés obligataires, un regain d'inquiétudes quant à la croissance chinoise ou des problèmes géopolitiques, mais l'image globale pour l'année à venir est celle d'une poursuite de la croissance. L'économie mondiale n'est ni à la limite de ses capacités, ni en forte surcapacité (sauf sur les marchés des matières premières et de l'énergie). En outre, les systèmes bancaires sont sains, et les taux d'endettement sont à l'orange plutôt que dans le rouge. Une croissance rapide semble peu probable étant donné le vieillissement des populations (sauf en Afrique et en Inde) et le développement des technologies de l'économie du partage qui ne se traduisent pas par une augmentation significative du PIB. Toutefois, les actifs affichant des valorisations raisonnables n'ont pas besoin d'une économie en plein essor pour générer des rendements corrects. Au moment où nous écrivons (fin 2015), le haut rendement et les obligations investment grade présentent des écarts à peine supérieurs à leurs moyennes sur 25 ans, ce qui leur laisse une marge suffisante pour faire face au resserrement progressif de la politique de la Fed. Sur les marchés développés, les actions affichent des ratios cours / bénéfices un peu supérieurs aux normes historiques. Ce n'est en revanche pas le cas pour les ratios cours / valeur comptable. L'effet de levier opérationnel (en particulier dans la zone euro) et la stabilisation des prix du pétrole devraient permettre aux bénéfices, qui se sont inscrits en baisse l'an dernier, de progresser à un rythme situé entre 5 et un peu moins de 10%. En bref, sur les marchés développés, les actions et les obligations nous semblent bien parties pour une nouvelle année de rendements raisonnables, le dollar devant rester fort avec une Fed en tête du cycle monétaire. En ce qui concerne les marchés émergents et les matières premières dont dépendent bon nombre de ces marchés, une véritable relance généralisée ne semble pas encore d'actualité. Certains marchés pourraient néanmoins sortir du lot, comme nous l'expliquons dans un article spécial.

Il peut évidemment toujours exister des risques non visibles, et les resserrements de la Fed ont la fâcheuse habitude de les révéler, mais généralement pas au cours de la première année. A l'inverse, il pourrait aussi y avoir de bonnes surprises si les Etats-Unis décident enfin d'imposer les liquidités rapatriées par les entreprises et les investissements dans les infrastructures ou, plus simplement, si les signes de regain de confiance qui se manifestent déjà dans les sondages auprès des consommateurs américains et européens se traduisaient par une accélération des dépenses. Nous espérons que nos lecteurs trouveront notre Investment Outlook 2016 d'une grande utilité pour l'année à venir.

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer

Giles Keating
Deputy Chief
Investment Officer

En vedette

Economie et marchés mondiaux

Une croissance modeste,
une inflation toujours
faible et des rendements
modérés

Revue des portefeuilles

Bilan de l'allocation
stratégique des actifs

En chiffres

Tendances d'investissement
à long terme en graphiques

Themes in Portfolios

Mise en œuvre de
nos idées d'investissement
les plus marquantes





Economie et marchés mondiaux

Une croissance modeste, une inflation toujours faible et des rendements modérés

Oliver Adler

Head of Economic Research

Joe Prendergast

Head of Financial Markets Analysis

John Woods

CIO Asia Pacific

Anja Hochberg

CIO Europe & Switzerland

Michael O'Sullivan

CIO UK & EEMEA

La plupart des économies développées devraient enregistrer une croissance conforme à la tendance en 2016. En revanche, dans de nombreux pays émergents, l'ajustement des déséquilibres internes et externes devrait continuer de freiner la croissance. La croissance mondiale modeste qui devrait en découler laisse présager une inflation toujours faible. Avec la hausse progressive des taux par la Réserve fédérale américaine (Fed), les obligations d'Etat des principaux pays devraient afficher des rendements limités. Nous tablons sur des rendements meilleurs, bien que modestes, pour les obligations d'entreprise et les actions et prévoyons une appréciation du dollar américain.

Au début de l'année 2015, nous prévoyions une croissance réelle mondiale proche de 3,5%, mais nous avons dû progressivement ramener cette prévision sous la barre des 3% (en parité de pouvoir d'achat). La croissance a notamment été pénalisée par des facteurs de long terme comme l'évolution démographique, mais aussi par l'impact à court et moyen termes du durcissement des politiques et du désendettement des marchés émergents suite aux excès passés sur le segment du crédit. Le ralentissement de la croissance a continué d'exercer une pression baissière sur les cours des matières premières, entraînant des perturbations supplémentaires pour certains pays tributaires des exportations de matières premières.

Dans nos prévisions pour 2016 (tableau 1), nous nous sommes efforcés de tenir compte du ralentissement de la croissance à long terme tout en évaluant dans quelle mesure l'impact des forces à court terme peut persister ou, au contraire, s'inverser.

« Le resserrement de la Fed devrait se traduire par une baisse des rendements des bons du Trésor américain. »

Joe Prendergast

Evolutions structurelles: recul de la population active et de la participation au marché du travail dans les pays développés

La tendance démographique la plus marquante a été un ralentissement du taux de croissance et, dans certains cas, un recul de la population en âge de travailler sur les marchés développés. C'est notamment le cas au Japon, mais également dans certains pays européens, comme l'Allemagne. Ici toutefois, la reprise cyclique a été plus forte que prévu et, au cours des quelques années à venir, l'afflux important de réfugiés pourrait dynamiser la croissance, tout d'abord par

une augmentation des dépenses nécessaires qu'il induira, puis par une augmentation de l'offre. A l'inverse, la croissance de la population en âge de travailler a dépassé les attentes en Suisse ces dernières années, sous l'effet d'une immigration importante, mais ce phénomène devrait s'atténuer au cours des années à venir. Un phénomène plus surprenant sans doute est la tendance à la baisse de la participation au marché du travail, notamment aux Etats-Unis, du fait du départ à la retraite de la génération du baby-boom et de la participation moindre des femmes au marché du travail. Jusqu'à la fin de ces «vagues» de départs à la retraite, la croissance tendancielle des Etats-Unis devrait baisser jusqu'à environ 2%. Le gouvernement japonais, quant à lui, s'efforce d'accroître la participation des femmes au marché du travail pour stimuler la croissance, mais ces efforts auront probablement un impact limité dans la mesure où le taux de participation des femmes n'est pas particulièrement faible. Dans certains pays comme l'Italie, les mesures de libéralisation du marché du travail devraient donner de meilleurs résultats à cet égard.

Tableau 1

Prévisions de croissance et d'inflation

	PIB			Inflation				PIB			Inflation		
	2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e		2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Monde	3,2	2,9	3,3	3,0	3,0	3,6	Asie hors Japon	6,3	6,0	6,1	3,2	2,4	3,0
G-3	1,5	1,9	1,9	1,3	0,2	1,5	Chine	7,4	7,1	7,0	2,0	1,5	2,1
BRIC	6,0	5,0	5,7	4,1	4,4	3,9	Hong Kong	2,3	2,6	3,0	4,3	3,5	3,2
ME-8	5,8	5,3	5,6	3,9	3,4	3,7	Inde (année budgétaire)	7,4	6,9	7,3	7,0	5,4	6,0
Etats-Unis	2,4	2,5	2,3	1,6	0,1	1,9	Indonésie	5,0	4,7	5,1	6,3	6,7	5,2
Canada	2,4	1,2	1,6	1,9	1,2	2,2	Corée du Sud	3,3	2,6	3,1	1,3	0,8	2,0
Zone euro	0,9	1,5	1,7	0,4	0,1	1,0	Singapour	2,9	1,8	2,1	1,0	-0,5	0,6
Allemagne	1,6	1,6	1,6	0,8	0,2	1,1	Thaïlande	1,0	2,5	3,0	1,9	-0,5	2,0
Italie	-0,4	0,7	1,5	0,2	0,2	0,7	PECO et Russie	1,3	-0,6	1,7	6,4	10,6	6,1
France	0,2	1,1	1,3	0,6	0,2	1,1	Pologne	3,5	3,5	3,5	0,0	-0,5	1,3
Espagne	1,4	2,9	2,7	-0,2	-0,4	1,0	Russie	0,6	-3,5	0,5	7,8	15,4	7,5
Royaume-Uni	3,0	2,5	2,5	1,5	0,1	1,2	Turquie	2,9	3,2	2,8	8,9	7,7	7,2
Norvège	2,2	1,2	1,5	2,0	2,0	2,0	Amérique latine	1,1	-0,5	0,7	11,3	16,3	18,1
Suède	2,3	2,7	2,7	-0,2	0,3	1,6	Argentine	0,5	0,5	0,8	32,5	25,0	28,0
Suisse	2,0	0,8	1,2	0,0	-1,0	0,0	Brésil	0,1	-3,2	-1,2	6,3	8,8	6,4
Japon / Pacifique	0,5	0,8	1,4	2,6	1,0	1,3	Mexique	2,1	2,6	3,0	4,0	2,7	3,5
Japon	-0,1	0,5	1,1	2,7	0,9	1,0	Moyen-Orient et Afrique	3,2	3,1	3,0	5,1	5,6	5,7
Australie	2,7	2,2	2,4	2,5	1,8	2,3	CCG	3,4	3,4	2,8	2,8	3,1	3,4
Nouvelle-Zélande	3,3	2,3	2,4	1,2	0,5	1,9	Afrique du Sud	1,5	1,5	1,8	6,1	4,8	6,0

G-3: UEM, Japon, Etats-Unis. ME-8: Brésil, Chine, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Mexique, Turquie et Afrique du Sud.

CCG (Conseil de coopération du Golfe): Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis. Les données régionales sont pondérées par la parité de pouvoir d'achat.

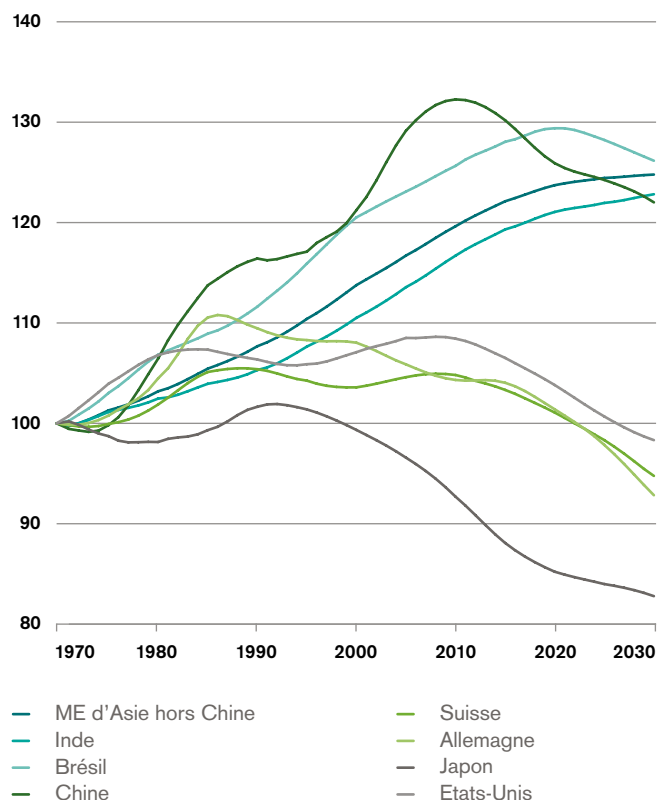
Sources: Datastream, Credit Suisse

La transition démographique gagne les économies émergentes

Les marchés émergents sont eux aussi confrontés à des défis démographiques, en particulier la Chine dont la population atteindra probablement son apogée à la fin de cette décennie et où la population en âge de travailler est déjà en recul. La décision prise par le 5^e congrès du Parti communiste en octobre 2015 d'abolir la politique de l'enfant unique n'aura, dans le meilleur des cas, une incidence que dans une génération environ. La croissance de la décennie à venir dépendra bien plus de la capacité à maintenir la productivité de la main d'œuvre, voire à l'augmenter en orientant les travailleurs vers des secteurs à productivité plus élevée et en menant des réformes permettant d'améliorer la productivité. Dans d'autres régions émergentes, notamment dans de nombreux pays d'Amérique latine, les facteurs démographiques seront aussi nettement moins favorables qu'au cours des dernières décennies. La Turquie et certaines parties du Moyen-Orient se trouvent dans une situation moins défavorable du point de vue démographique, tandis que l'Inde et la plupart des pays d'Afrique devraient continuer de voir leur population augmenter dans les prochaines décennies.

Graphique 1

Pourcentage de la population en âge de travailler (15-64 ans; 1970 = 100)



Sources: Nations Unies, Credit suisse
Dernier point des données: 2015

Croissance modeste de la productivité en raison de la faiblesse des dépenses d'investissement

La deuxième tendance structurelle importante, bien que moins marquée que les tendances démographiques, est le ralentissement prononcé de la croissance de la productivité dans la plupart des économies après la crise financière. Cette tendance s'est maintenue malgré le redressement de l'économie aux États-Unis et dans d'autres pays développés.

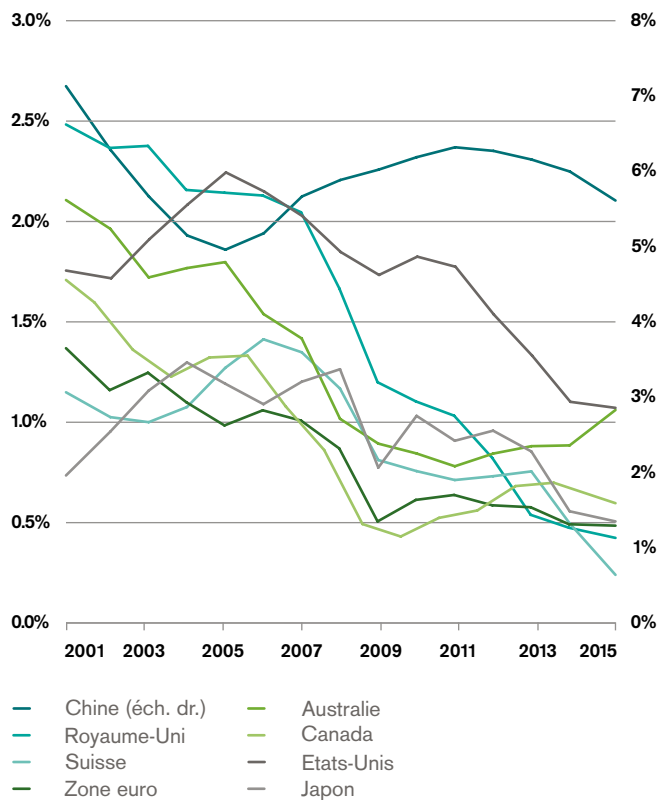
«Aux États-Unis, la faiblesse de la productivité reflète en partie les mauvais résultats de l'économie de partage.»

Oliver Adler

Cette faible croissance de la productivité semble essentiellement liée à la baisse des dépenses d'investissement des entreprises depuis la crise, même si d'autres facteurs comme l'essor de l'économie du partage qui échappent en partie à la mesure du PIB jouent peut-être aussi un rôle. Certaines évolutions laissent présager une persistance de ces tendances. Il s'agit notamment de la transition continue vers une économie

Graphique 2

Evolution de la productivité dans certains pays (en glissement annuel, en %)



Sources: OCDE, Oxford Economics
Dernier point des données: 2015

de services où le rapport capital / travail est, par nature, moins élevé. Les progrès rapides des technologies de l'information et l'essor des services à faibles coûts basés sur Internet devraient eux aussi se traduire par une baisse des besoins d'investissement. En Chine, les surcapacités dans certains secteurs pourraient aussi freiner les investissements.

Les chocs : ralentissement des marchés émergents, baisse des prix des matières premières et difficultés financières

Outre ces tendances structurelles, la croissance économique a été freinée par une série de chocs économiques au cours des deux ou trois dernières années : la deuxième phase de la crise déclenchée par la Grèce a entraîné une récession dans la zone euro en 2012-2013, la panique suscitée par la réduction massive des rachats d'actifs par la Fed a probablement pesé sur la croissance au deuxième semestre 2013 et la crise ukrainienne a freiné la croissance européenne mi-2014. Début 2015, la faiblesse du cours du pétrole et des matières premières ainsi que le ralentissement de la croissance chinoise ont probablement été les principaux freins

à la croissance mondiale en général et à celle des marchés émergents, en particulier.

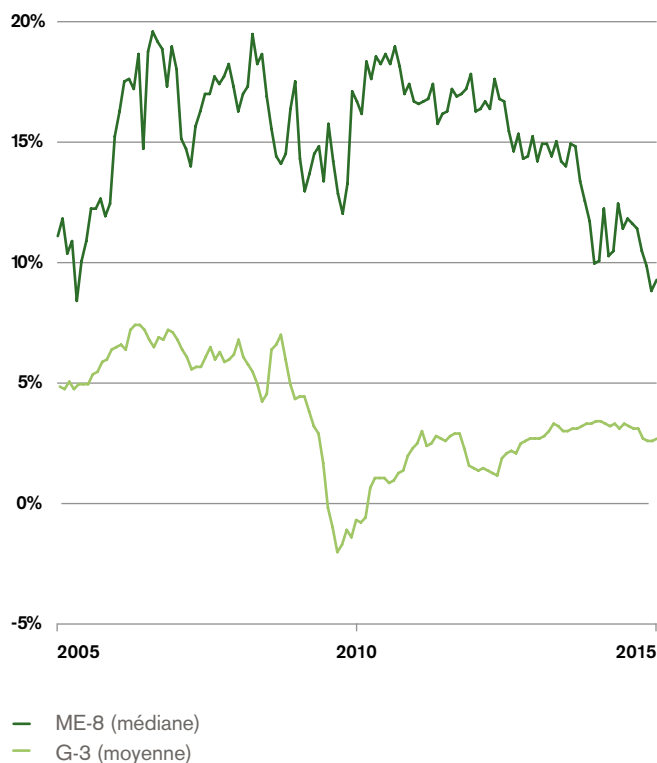
« En Amérique latine, la récession du Brésil devrait se poursuivre car les taux d'intérêt demeurent élevés. »

Oliver Adler

Les faibles prix des matières premières et de l'énergie ont engendré une hausse des revenus réels des consommateurs de matières premières et réduit les coûts des intrants pour les entreprises des pays dont les devises étaient relativement stables. Mais cette faiblesse des prix a aussi provoqué des pertes de revenus importantes pour de nombreux pays exportateurs de matières premières, tant émergents que développés. Cette baisse de revenus s'est, à son tour, traduite par une demande moindre de la part de ces pays pour les produits industriels en provenance de Chine et d'ailleurs. Les devises de ces pays se sont en outre largement dépréciées, sapant encore plus leur pouvoir d'achat. Dans certains cas, notamment au Brésil, cette dépréciation a engendré un cercle vicieux dans

Graphique 3

Augmentation de l'octroi de crédits par les banques (comparaison annuelle)



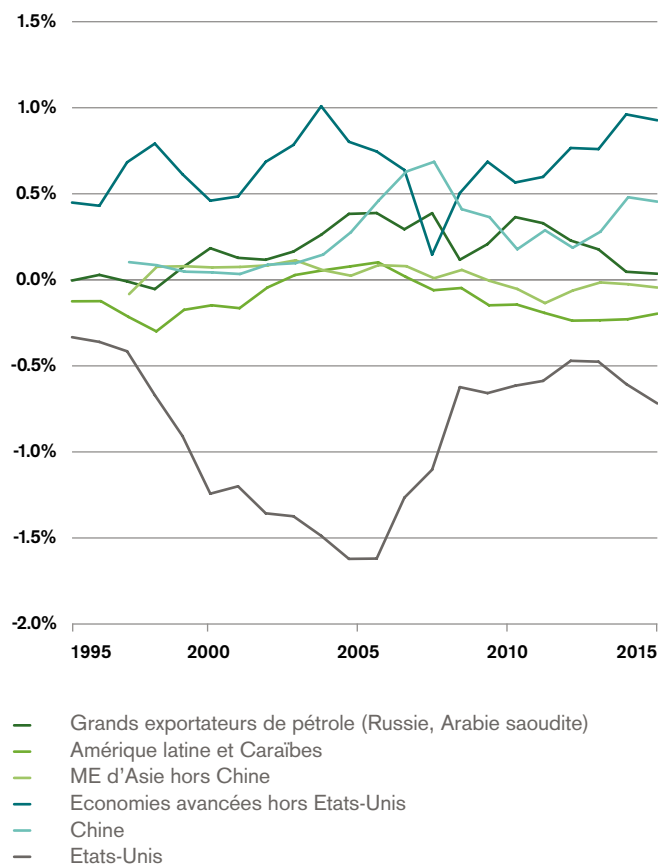
ME-8: Chine, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Brésil, Mexique, Turquie et Afrique du Sud
G-3: Etats-Unis, Zone euro, Japon

Sources : Datastream, Credit Suisse

Dernier point des données : 10 novembre 2015

Graphique 4

Balances courantes en % du PIB mondial



Source : Office national des statistiques

Dernier point des données : 2015 (E)

lequel le recul de la devise nationale a renforcé l'inflation et déclenché un resserrement monétaire et des problèmes financiers. L'augmentation des taux d'intérêt associée à la dépréciation des devises a suscité des doutes quant à la viabilité de la dette qu'elle soit libellée en devises locales ou en devises fortes.

Le processus de rééquilibrage des marchés émergents est en cours

Les exportateurs de matières premières et les autres pays confrontés à des pertes de revenus et à une dépréciation de leur devise ont réduit leurs importations. En conjonction avec l'amélioration des exportations, ce phénomène a permis une amélioration des comptes courants sur la plupart des marchés émergents, réduisant ainsi leur dépendance à l'égard des capitaux extérieurs. Cette amélioration semble toutefois avoir été insuffisante dans certains pays tels que le Brésil, la Turquie, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. Dans ces pays, les banques centrales devront conserver une approche restrictive. Les déficits budgétaires structurellement élevés ont aussi réduit de manière significative les soldes extérieurs positifs des grands exportateurs de pétrole que sont la Russie et l'Arabie saoudite, entraînant une pression sur leurs notations de crédit.

Les tensions financières constituent le principal scénario de risque

Le scénario de risque est celui où la faible croissance, l'endettement important, les taux d'intérêt locaux élevés et les sorties de capitaux au moment où la Fed commencera à relever ses taux provoquent une crise financière généralisée dans certains marchés émergents fragiles. Nous pensons toutefois qu'un tel scénario est improbable.

« Dans la région EMEA, la sortie de récession de la Russie peut se poursuivre alors que les pays d'Europe centrale continuent de se stabiliser. En Afrique du Sud et en Turquie, les politiques en vigueur pourraient pénaliser davantage les actifs. »

Michael O'Sullivan

Ce scénario nous semble toutefois peu probable. En effet, par rapport aux périodes de crise précédentes, la dette extérieure des Etats est généralement faible, les réserves de change sont importantes et les politiques monétaires sont axées sur le maintien de la stabilité financière. La persistance de vulnérabilités financières risque toutefois d'entraîner un report de l'assouplissement des politiques monétaires qui serait pourtant bien nécessaire pour dynamiser la croissance de ces pays.

Economies d'Asie-Pacifique: Croissance soutenue, la consommation, les services et la politique de la Chine compensant la faiblesse sectorielle

Contrairement aux marchés émergents à la situation financière extérieure fragile, la balance commerciale et le solde du compte courant de la Chine ont renoué avec des excédents significatifs en 2015, principalement grâce à une baisse des importations. Les exportations ont en revanche été faibles, plombées par une demande extérieure en berne et l'appréciation des taux de change réels, ce qui a provoqué des surcapacités dans certains secteurs. En outre, l'envolée de la construction après la crise a entraîné des surcapacités dans l'immobilier résidentiel. En réaction, les autorités chinoises ont progressivement assoupli leurs politiques.

« La croissance pan-asiatique devrait légèrement s'accélérer. Pourtant, tout ralentissement temporaire, notamment en Chine, risquerait d'être pénalisé par les marchés. »

John Woods

Les surcapacités dans d'immobilier se sont alors atténuées et les prix se sont stabilisés ou ont augmenté. Pour l'an prochain, étant donné la forte demande de main d'œuvre dans les villes et l'augmentation des salaires de près de 10%, les dépenses de consommation – surtout pour les services – devraient selon nous permettre une croissance du PIB proche de l'objectif des 7% fixé par le gouvernement pour 2016. La hausse modérée des dépenses budgétaires sera un facteur de stabilisation supplémentaire. Dans l'ensemble, vu la solidité financière du pays, un atterrissage brutal de l'économie chinoise nous semble toujours peu probable, même si la demande interne semble insuffisante pour dynamiser la croissance des pays de la région APAC ou des autres marchés émergents au-delà des taux modestes enregistrés récemment.

Les déséquilibres sont largement corrigés dans les économies avancées

Dans l'ensemble, nos perspectives pour la plupart des pays développés sont plus optimistes, leurs déséquilibres étant globalement moins marqués. Les déficits budgétaires ont fortement reculé depuis la crise financière internationale et la crise de l'euro, ce qui réduit la vulnérabilité financière de ces pays et leur permet même d'envisager une relance modérée des dépenses budgétaires. C'est notamment le cas en Allemagne et aux Etats-Unis, mais la persistance probable de coûts d'emprunt extrêmement bas devrait aussi donner une marge de manœuvre budgétaire à des pays comme l'Italie. Les faibles coûts de l'énergie et des emprunts ainsi que la meilleure capitalisation des banques devraient également soutenir les dépenses de consommation et le secteur de l'immobilier. Les investissements des entreprises devraient rester le maillon faible, mais la situation ne devrait néanmoins pas se détériorer.

Poursuite de l'accélération en Europe continentale et au Japon, fin de l'accélération aux Etats-Unis, l'Australie et le Canada à la traîne

Parmi les marchés développés, nous pensons que la dynamique restera la plus forte en Europe continentale. En effet, la politique monétaire et le faible niveau de la devise génèrent un potentiel d'augmentation des dépenses de consommation. La plupart des pays d'Europe de l'Est restent compétitifs grâce à leurs coûts salariaux modérés, et ils devraient bénéficier de l'amélioration de la situation économique en Europe de l'Ouest. En Grèce, la recapitalisation des banques, l'assouplissement des contrôles sur les capitaux et les fonds du plan Juncker créent les conditions d'une véritable reprise.

« La reprise de la zone euro devrait se propager à la consommation et aux exportations, soutenue par la politique accommodante de la BCE et la faiblesse de l'euro. Mais la crise des migrants pourrait susciter des risques politiques. »

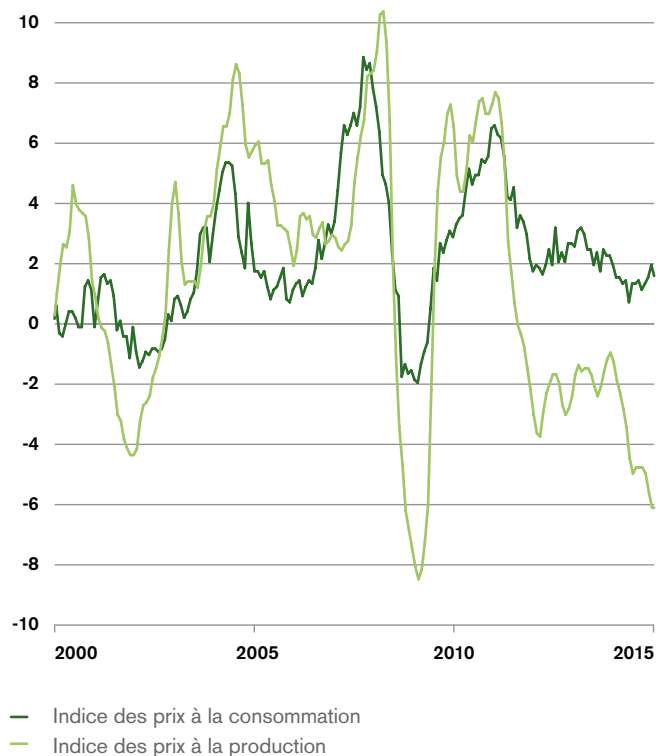
Anja Hochberg

Le Royaume-Uni devrait, pour sa part, continuer d'afficher une croissance robuste sur fond de hausse des salaires réels, mais le resserrement monétaire devrait quelque peu freiner la dynamique. Nous ne prévoyons pas de nouvelle accélération de l'économie américaine en 2016 en raison du resserrement progressif de la politique monétaire, de la vigueur du dollar américain et de la marge de manœuvre réduite sur le marché du travail. Moyennant un certain assouplissement budgétaire et une attitude prudente de la part de la Fed, le risque d'un ralentissement plus prononcé ou d'une récession semble très faible.

Au Japon, la croissance devrait s'améliorer par rapport à son faible niveau actuel à mesure que l'impact négatif du ralentissement de la croissance chinoise s'atténuera, que le yen se stabilisera à des niveaux compétitifs, que les salaires augmenteront et que les investissements des entreprises s'amélioreront quelque peu. Le Partenariat transpacifique devrait, s'il est mis en œuvre, soutenir l'économie, mais ses effets ne devraient se faire sentir que progressivement. En Australie et au Canada, la croissance restera pénalisée

Graphique 5

Taux d'inflation en Chine (en glissement annuel, en %)

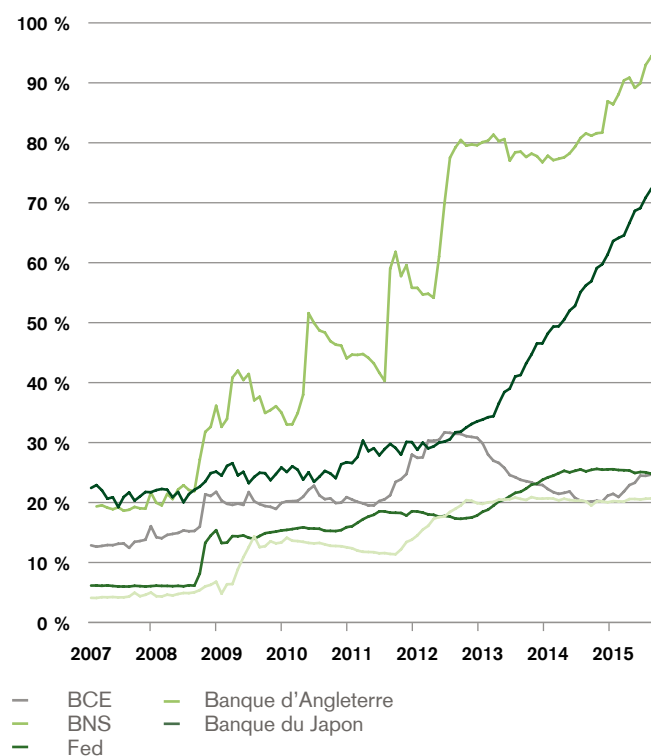


Source: Datastream, Credit Suisse

Dernier point des données: 10 novembre 2015

Graphique 6

Bilans des banques centrales (en % du PIB)



Sources: Datastream, Credit Suisse

Dernier point des données: 10 novembre 2015

par les faibles prix des matières premières. La croissance du secteur des services, la dépréciation des devises nationales et l'immigration permettront toutefois de limiter les dégâts.

«Au Japon, les mesures de relance budgétaire attendues pour début 2016 devraient compenser l'effet de l'augmentation des taxes sur la consommation. A moyen terme, le Partenariat transpacifique devrait contrebalancer la faiblesse démographique.»

Soichiro Matsumoto,
Chief Investment Strategist Japan

Les effets secondaires de la surévaluation du franc suisse continueront de freiner la croissance en Suisse

Les perspectives de l'économie suisse nous semblent moins favorables que celles des autres marchés développés. Le principal problème reste la surévaluation du franc suisse, qui a gravement nui aux exportations. Les investissements dans le pays restent faibles et de nombreuses entreprises, même dans le secteur des services (y compris bancaires)

externalisent leurs activités, ce qui risque d'augmenter les pertes d'emplois. L'incertitude entourant les traités bilatéraux avec l'Union européenne et le futur régime fiscal des sociétés risque de dissuader encore les investissements directs étrangers. Enfin, il semble de plus en plus probable que le secteur de la construction, en plein essor ces dernières années, ait atteint son apogée.

Une croissance mondiale trop faible pour provoquer une hausse de l'inflation, mais le taux d'inflation global pourrait augmenter légèrement

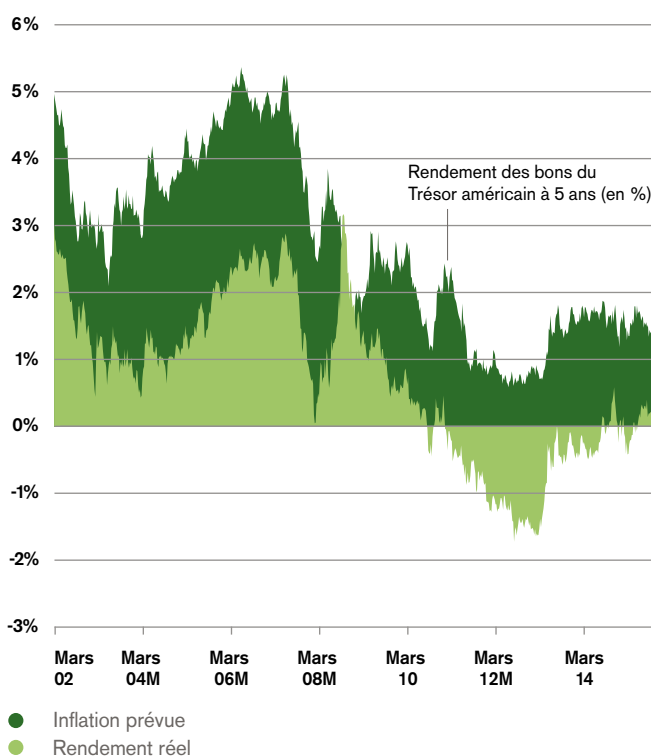
Tout semble pointer vers la poursuite d'une croissance modeste de l'économie mondiale en 2016 en l'absence de choc imprévu, de problème géopolitique majeur ou d'erreur de politique importante. Nous pensons toutefois que la croissance sera insuffisante pour déclencher une hausse significative de l'inflation, et nous nous attendons à ce que les prix des produits manufacturés continuent de baisser. Ceci étant, les cours des matières premières devraient repartir progressivement à la hausse sous l'effet des coupes dans les investissements et la production, de sorte que l'inflation globale devrait s'inscrire en légère hausse en 2016.

«Malgré la fermeté de sa devise, l'économie suisse est soutenue par l'amélioration de la zone euro.»

Anja Hochberg

Graphique 7

Rendements réels des obligations



Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où la reprise se poursuit depuis un certain temps déjà, l'inflation sous-jacente devrait aussi augmenter progressivement pour se rapprocher de l'objectif des 2% des banques centrales à mesure que le chômage baissera et que les prestataires de services retrouveront un certain pouvoir de fixation de prix. L'inflation devrait en revanche rester inférieure à l'objectif au Japon, dans la zone euro et en Suisse. Elle devrait également rester faible en Chine ainsi que dans les marchés émergents de la région APAC et en Europe de l'Est. Enfin, les pays qui ont connu des poussées inflationnistes au cours des deux dernières années sous l'effet d'une forte dépréciation de leur devise (comme le Brésil) ou de dépenses publiques importantes (comme l'Inde) devraient voir l'inflation s'atténuer à mesure que leur devise se stabilisera.

Les divergences de politiques monétaires devraient rester importantes

Les politiques monétaires des pays développés dépendront essentiellement des perspectives de croissance et d'inflation. La Fed sera probablement la première grande banque centrale à durcir sa politique monétaire et la Banque d'Angleterre devrait la suivre au premier semestre 2016. La Banque du Japon devrait en revanche maintenir le statu quo pendant quelques temps encore, ne serait-ce que pour éviter un nouveau cycle de dévaluation du yen. Si toutefois l'inflation peinait à atteindre l'objectif, un nouvel assouplissement quantitatif ou l'adoption de taux d'intérêt négatifs ne peuvent

Sources : Bloomberg, Credit Suisse/IDC
Dernier point des données : octobre 2015

être exclus. Avec une inflation nettement inférieure à l'objectif et un bilan réduit, nous pensons que la Banque centrale européenne (BCE) va mener une politique d'assouplissement assez vigoureuse.

La Banque nationale suisse et les banques centrales des pays scandinaves et d'Europe de l'Est vont probablement s'inscrire dans le sillage de la BCE, si bien que les taux négatifs devraient rester la règle. Les divergences de politiques monétaires devraient également prévaloir entre les marchés émergents. Certains pays, comme le Mexique, pourraient devoir relever leurs taux en réponse à la Fed. C'est pourquoi nous pensons que le peso mexicain se stabilisera plus rapidement que les autres devises des marchés émergents. D'autres, comme le Brésil, où les taux sont actuellement très

élevés, pourraient à l'inverse progressivement assouplir leur politique monétaire à mesure que l'inflation s'atténuera. La Banque populaire de Chine et d'autres banques centrales asiatiques devraient faire preuve de plus de souplesse étant donné la désinflation persistante, mais nous ne pensons pas que la Chine permettra une dépréciation significative du yuan.

Le resserrement de la politique de la Fed devrait inverser la tendance baissière des rendements mondiaux et dynamiser le dollar

Sur le plan régional, les rendements obligataires pourraient encore évoluer dans des directions opposées sur fond de divergences des politiques monétaires. L'ampleur de ces divergences devrait toutefois être atténuée par la vigueur du dollar américain. Il existe évidemment un risque qu'une croissance négative inattendue amène certaines banques centrales à envisager des mesures de plus en plus radicales, y compris l'adoption de taux encore plus négatifs. Pourtant, le rendement obligataire actuel semble déjà partiellement prendre en compte ce risque. Dans le cas extrême de la Suisse, confrontée à la possibilité d'un nouvel assouplissement par la BCE, le rendement des obligations d'Etat à deux ans frôle déjà les -1,0% et le rendement à dix ans est d'environ -0,3%. De tels rendements reflètent des prévisions de taux d'intérêt négatifs pour au moins les quatre prochaines années.

« Pour les investisseurs basés en Suisse, une exposition sélective au crédit étranger peut atténuer l'impact des rendements négatifs. »

Anja Hochberg

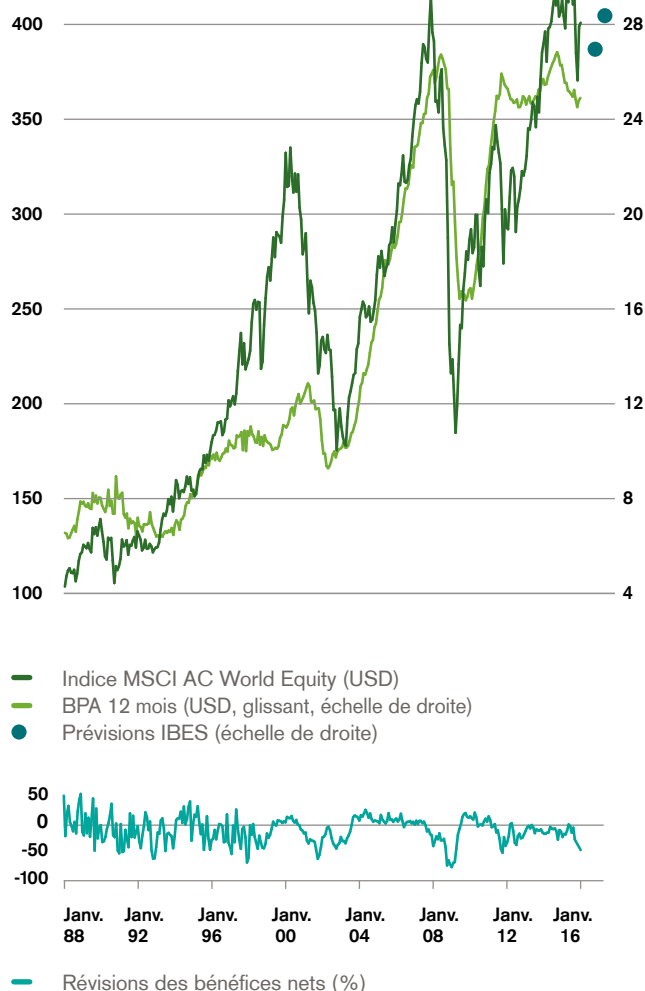
Le potentiel de hausse des rendements totaux des principaux emprunts souverains semble donc bien limité pour 2016. Au contraire, il y a même un risque de baisse, les contributions des coupons étant insuffisantes pour absorber l'impact d'une hausse, même progressive, des rendements courants. Cette perspective est conforme à nos Hypothèses sur les marchés des capitaux (Capital Market Assumptions, CMA) - dont nous discuterons plus en détail dans notre prochain article -, qui prévoient des rendements courants peu intéressants, voire négatifs pour les obligations d'Etat des principaux pays dans les trois à cinq prochaines années. Les investisseurs en quête de rendement ou de plus-value devront chercher ailleurs en 2016.

Des stratégies tactiques, thématiques, régionales et sectorielles pour tirer son épingle du jeu malgré la croissance modérée

Parmi les grandes classes d'actifs, ce sont les actions mondiales qui présentent, selon nous, le potentiel le plus prometteur. Sur la base d'un ratio cours/bénéfice élevé (mais sans pour autant être exagéré) de 15, d'un rendement du dividende de près de 3% et d'un ratio cours/valeur comptable de 1,9

Graphique 8

Actions internationales, bénéfices par action (BPA) et révisions des résultats



Sources : Datastream, IBES, Credit Suisse/IDC
Dernier point des données : 30 octobre 2015

à fin 2015, les actions apparaissent comme plus avantageuses que les obligations dans tous les scénarios de croissance pour l'année à venir, à l'exception du plus pessimiste. Cependant, bien qu'ils soient supérieurs à ceux des obligations, les rendements des actions pourraient être inférieurs à leurs niveaux historiques étant donné que les valorisations ne sont plus bon marché, que la croissance économique est modérée et que les taux d'intérêt pourraient augmenter.

« Les actions de la zone euro devraient bénéficier de la reprise économique, de la croissance des marges et de la faiblesse de l'euro. L'Allemagne pourrait surperformer et l'Espagne retrouve des couleurs alors que l'Italie ralentit. »

Anja Hochberg

Afin de maximiser le potentiel de gains, les investisseurs peuvent adopter une approche tactique active visant à déployer le capital en cas de baisse des marchés et d'accentuation de la volatilité, qu'elles soient causées par des informations économiques, une hausse des taux, l'illiquidité des marchés ou la situation géopolitique. Le début du resserrement de la Fed (et toute hausse des rendements des emprunts d'Etat en résultant) pourrait bientôt donner lieu à une telle opportunité. Les sélections thématiques, régionales et sectorielles devraient également être déterminantes pour la surperformance des actions. Les liquidités importantes dont disposent les entreprises et les taux de distribution des bénéfices encore relativement faibles devraient continuer de soutenir certains thèmes liés aux fusions et acquisitions (F&A), aux rachats d'actions et aux augmentations de dividendes suscitées par la présence de cash-flows importants. Parmi les investissements alternatifs, ces mêmes raisons devraient favoriser les hedge funds axés sur l'arbitrage de fusions et acquisitions.

« Les actions suisses sont intéressantes grâce à une combinaison associant caractéristiques défensives, exposition à la relance mondiale et rendements du dividende. »

Anja Hochberg

Du point de vue régional, les actions les plus touchées par les mesures de politique monétaire non conventionnelles semblent les plus susceptibles de surperformer, notamment dans la zone euro et en Suisse. C'est notamment le cas des actions les plus exposées à la consommation européenne (stimulée par l'amélioration de la confiance des ménages et la croissance du crédit). Les actions de la zone euro comptent, selon nous, parmi celles offrant le meilleur potentiel en termes de hausse des bénéfices. En outre, la possibilité d'une expansion du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE renforce le potentiel haussier. Les actions suisses restent attrayantes, en particulier pour leur rendement et en particulier pour les investisseurs basés en Suisse, pour lesquels l'alternative (peu attrayante) est celle de rendements obliga-

taires négatifs. Sur le plan sectoriel, des divergences importantes sont apparues ces dernières années, dues à des facteurs structurels et cycliques défavorables qui n'ont pas affecté tous les secteurs de la même manière. La croissance mondiale modeste, le vieillissement des populations et l'essoufflement de la productivité incitent à privilégier les secteurs des services bénéficiant d'une augmentation de la demande. C'est notamment le cas du secteur de la santé qui a pâti d'une forte chute de confiance (mais pas de la croissance de ses bénéfices) en 2015, ou encore des grandes capitalisations du secteur technologique qui alimentent mais bénéficient aussi en partie de la baisse généralisée des prix des biens de consommation traditionnels. Le secteur de la santé et le secteur technologique devraient surperformer, surtout par rapport aux secteurs industriels plus traditionnels et aux secteurs plus sensibles aux taux d'intérêt comme les services aux collectivités.

« Les actions asiatiques restent bon marché et porteuses de valeur. Elles pourraient donc attirer les investisseurs en quête de valeur en 2016. Nous préférons les sociétés des secteurs des technologies de l'information, de la santé, voire, des télécommunications. »

John Woods

Le retour des primes de risque crée des opportunités sur le segment du crédit en 2016

Avec l'augmentation progressive des rendements des obligations de base, les investisseurs devraient avoir du mal à trouver dans le revenu fixe des opportunités de rendement et d'appréciation du capital plus intéressantes que sur les marchés internationaux des actions. La tendance à la hausse des primes de risque sur les obligations d'entreprise constatée en 2015 pourrait en revanche offrir des opportunités en 2016. Contrairement aux obligations d'Etat, les rendements des obligations d'entreprise ont désormais de meilleures chances au moins de compenser la faiblesse de la hausse des taux d'intérêt après prise en compte du risque de défaut. Parmi les titres investment grade, les obligations à taux variable constituent une alternative intéressante au risque de duration que posent les obligations à taux fixe à plus longue échéance (USD). Elles permettent ainsi de se couvrir contre un resserrement plus important de la politique de la Fed.

En termes de rendement, les crédits moins bien notés sont la seule alternative crédible aux actifs boursiers. Quand bien même, il convient de choisir le bon moment et de sélectionner les bonnes obligations. A fin 2015, les écarts consolidés sur les obligations d'entreprise se situent juste au-dessus de leur moyenne sur 25 ans, ce qui témoigne de la détérioration des fondamentaux de crédit, notamment dans le secteur américain de l'énergie et, plus généralement, de la perspective du resserrement de la politique monétaire de la Fed. Il ne fait guère de doute que l'engagement de la Fed dans un cycle de resserrement, qui se traduira par un durcissement des

conditions de crédit au niveau mondial, entraînera une hausse des défaillances d'entreprises au cours des années à venir, notamment dans le segment du haut rendement. Si une nouvelle hausse de la prime de risque de crédit est possible en 2016, un tel scénario offrirait des opportunités d'investissement à long terme dans les obligations d'entreprise moins bien notées.

Nos projections de rendement dans le cadre des CMA sont de l'ordre de 6% pour le haut rendement international, une prévision s'appuyant sur une augmentation modérée des taux de défaillance, le cycle n'avancant que lentement. L'élément essentiel pour dégager de la valeur sur le segment du haut rendement réside selon nous dans une sélection soigneusement diversifiée des risques de crédit, surtout à mesure que l'on progresse dans le cycle. Pour les prêts seniors, qui sont des titres de créance sécurisés, le rendement courant attendu est similaire, avec un coupon moins élevé mais un taux de recouvrement généralement plus élevé en cas de défaut. Sur le plan régional, nous privilégions le haut rendement européen. L'engagement de la BCE à poursuivre ses rachats d'actifs laisse en effet présager des rendements de l'ordre de 5,5%, conformes à nos prévisions dans le cadre des CMA. Les obligations convertibles constituent elles aussi une source intéressante de rendement et de plus-value pour le cycle en cours.

Couvertures contre l'inflation

Etant donné la faiblesse actuelle des rendements, l'un des principaux risques pesant sur les produits à revenu fixe est une accélération surprise de l'inflation entraînant un resserrement plus agressif de la part de la Fed et un allègement, voire une suppression des politiques d'assouplissement dans les autres pays. Les obligations indexées sur l'inflation offrent une couverture attrayante dans ce scénario. Certes, ce segment du marché est lui aussi pénalisé par la faiblesse des rendements et il pâtirait en cas de forte hausse des rendements réels, mais il offre une couverture directe et efficace contre une hausse de l'inflation, qui serait probablement suivie d'une réaction agressive des banques centrales.

Les matières premières constituent une exception notable à cet égard en 2016. Même si cette classe d'actifs semble relativement bon marché aujourd'hui, les excédents d'offre et de capacités devraient limiter le potentiel haussier, en début d'année au moins. Une accélération inattendue de la croissance mondiale lancerait les matières premières sur une trajectoire de rendements nettement plus élevés, ce qui donne à penser que ce secteur pourrait offrir une couverture contre les surprises à la hausse de la croissance. En revanche, le secteur des matières premières serait particulièrement vulnérable dans un scénario de récession. De même, l'or pourrait fluctuer fortement au gré de la politique de la Fed et de ses effets sur le dollar américain.

«Le référendum sur l'appartenance à l'Union européenne pourrait peser sur la livre sterling, mais c'est le relèvement des taux par la Banque d'Angleterre qui devrait être déterminant.»

Michael O'Sullivan

Considérations liées aux devises

Nous nous attendons à un retour en force du dollar américain en 2016, mais cette évolution n'aura bien sûr pas nécessairement le même effet sur toutes les grandes devises. La Banque du Japon ne semblant vouloir s'orienter ni vers des taux d'intérêt négatifs ni vers un assouplissement quantitatif plus poussé en cette fin 2015, le yen est moins vulnérable que l'euro ou le franc suisse, dont les banques centrales ont adopté des taux négatifs. La livre sterling pourrait se déprécier face au dollar américain car la Banque d'Angleterre a pris du retard par rapport à la Fed. De plus, la perspective d'un référendum sur l'appartenance à l'Union européenne fin 2017 limite également le potentiel. Tant le yen que la livre sterling devraient cependant surperformer par rapport à l'euro et au franc suisse en 2016. Le franc suisse devrait se maintenir dans une fourchette relativement stable par rapport à l'euro dès lors que chaque nouvelle mesure d'assouplissement de la BCE est suivie d'une intervention ou de l'introduction de nouvelles mesures de politique monétaire par la Banque nationale suisse (BNS) afin d'éviter un retour à la parité pour l'EUR/CHF.

Conséquences en matière d'allocation des actifs

Du point de vue de l'allocation des actifs, les actions internationales nous paraissent receler un potentiel supérieur aux obligations internationales. Au sein des actions, nous privilégions les régions où la liquidité a le plus de chances d'être stable, notamment la zone euro, et les secteurs les plus susceptibles d'enregistrer une croissance structurelle, à savoir les secteurs de la santé et de la technologie. Au niveau du crédit, le creusement des écarts en 2015 a engendré des primes de risque importantes qui semblent surestimer le risque global de défaillance des entreprises en 2016.

Il y a donc là des opportunités de rendements intéressantes, mais encore faut-il faire preuve de sélectivité au niveau des régions, des secteurs et des émetteurs. En effet, le cycle des défaillances est en train de tourner et le resserrement de la politique monétaire de la Fed pourrait progressivement amplifier les risques de défaut des entreprises au cours des années à venir.

Les investisseurs doivent maintenir une forte diversification, accorder une importance croissante à la sélection des sources de rendement et adopter un biais tactique pour le déploiement de leur capital. Des poches de volatilité pourraient être engendrées par le resserrement monétaire de la Fed, les chocs économiques, les situations d'illiquidité ou les crises géopolitiques, mais vu le contexte sous-jacent de poursuite de la croissance, la patience des investisseurs devrait être récompensée.



Revue des portefeuilles

Bilan de l'allocation stratégique des actifs

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Global Head of Investment Strategy

Georg Stillhart
Head Asset Allocation Advisory



De nombreux investisseurs privés et institutionnels procèdent à une revue régulière (généralement une fois par an) de leurs portefeuilles afin de déterminer si ces derniers correspondent toujours à leurs paramètres stratégiques en matière de rendement et de risque, ou si des ajustements sont nécessaires du fait d'une modification fondamentale de l'environnement. Le présent article porte sur ces revues stratégiques qui viennent compléter les ajustements tactiques plus fréquents qui peuvent être rendus nécessaires par les changements de plus court terme au niveau des marchés et des économies et que nous abordons régulièrement dans nos publications «Investment Committee» et «Investment Monthly».

La combinaison stratégique des actifs au sein d'un portefeuille est l'un des principaux déterminants de la performance et du risque. C'est pourquoi une revue régulière est recommandée pour la plupart des investisseurs, surtout dans la période actuelle caractérisée par des politiques monétaires extrêmes et des valorisations plus élevées que par le passé suite à plusieurs années de hausse.

Le Credit Suisse recommande à tous ses clients investisseurs de procéder à ce type de revue une fois par an. Nous effectuons nous-même une revue pour le compte des clients qui nous confient la gestion de leur patrimoine par le biais des solutions d'investissement discrétionnaires de la banque. Parmi les principaux outils de travail que nous utilisons à cette fin figurent nos Hypothèses sur les marchés des capitaux (Capital Market Assumptions - CMA).

Les CMA du Credit Suisse constituent un ensemble complet d'estimations des rendements totaux, des volatilités et des corrélations pour 75 classes d'actifs. Elles sont élaborées pour asseoir notre scénario de base pour les cinq prochaines années, ainsi que deux scénarios de risque (élevé et faible). Les CMA reposent sur les prévisions macroéconomiques à long terme de la banque ainsi que sur les projections d'inflation et de taux des banques centrales. Elles sont utilisées pour vérifier la robustesse de nos recommandations d'allocations pour les portefeuilles et pour simuler des projections de patrimoine réalistes au-delà d'un horizon d'une année.

Une reprise cyclique plus longue que d'accoutumée

Dans la mise à jour d'octobre 2015 des CMA, destinée à être utilisée pour les portefeuilles en 2016, nous avons procédé à un revue complète et abouti à la conclusion qu'au cours des cinq prochaines années, la plupart des économies développées devraient continuer de converger vers leur croissance potentielle dans le cadre d'une reprise cyclique plus longue qu'à l'accoutumée. Cette reprise devrait s'accompagner d'une faible d'inflation et de taux d'intérêt réels nuls, voire négatifs. Le rendement total des principaux emprunts d'Etat devrait rester peu attrayant, si ce n'est négatif, les contributions des coupons étant de plus en plus insuffisantes pour absorber l'impact d'une hausse, même très progressive, des rendements courants. Dans l'univers du revenu fixe, le crédit à faible notation et les obligations convertibles devraient afficher les meilleures performances. Les rendements des actions sont certes supérieurs à ceux des obligations et des liquidités, mais les actions des marchés émergents devraient, selon nous, afficher un rendement plus faible que prévu dans nos CMA précédentes. Dans les investissements alternatifs, les hedge funds et l'immobilier asiatique devraient offrir de meilleures performances que les matières premières, l'or et l'immobilier mondial. Côté devises, le dollar américain présente globalement un potentiel de hausse moins important que ce que nous avons prévu dans nos CMA précédentes.

En appliquant ces hypothèses à nos allocations stratégiques actuelles, il est apparu que seuls des ajustements mineurs étaient nécessaires par rapport au positionnement d'il y a douze mois. A l'époque, nous avions recommandé de réduire l'allocation aux emprunts d'Etat et aux obligations d'entreprises investment grade et d'inclure des obligations

affichant une notation inférieure à investment grade (haut rendement) ainsi que de la dette des marchés émergents tout en augmentant l'allocation aux actions. Nous avons également conseillé d'éviter le risque de change sur les titres à revenu fixe, les hedge funds et l'immobilier par une couverture systématique des investissements internationaux dans la devise nationale des investisseurs. Nous avons recommandé de laisser les actions largement sans couverture, les avantages de la diversification compensant largement le risque de change. En revanche, dans nos ajustements tactiques plus fréquents, nous jugeons parfois opportun de recommander temporairement une couverture du risque de change pour certaines positions en actions.

Pour 2016, nous recommandons, pour les investisseurs présentant un profil de risque intermédiaire, une nouvelle augmentation modeste de l'exposition aux actions contre une réduction des allocations à l'immobilier. Nous suggérons en outre de privilégier un peu plus les actions du pays d'origine des investisseurs, en partie pour réduire le risque de change. Pour les investisseurs focalisés sur les actifs à revenu fixe, pour lesquels les perspectives nous semblent plus délicates, nous modifions considérablement nos recommandations. Nous déconseillons ainsi l'immobilier, et proposons de réduire l'exposition aux matières premières au profit d'une exposition accrue aux obligations convertibles et aux obligations indexées sur l'inflation.

Principales raisons motivant ces changements

Notre recommandation de réduire l'immobilier et d'accroître l'allocation aux actions s'explique par le fait que, bien souvent, le moyen le plus pratique pour les investisseurs de s'exposer à l'immobilier consiste à investir dans des fonds de placement immobilier (Real Estate Investment Trusts, REIT). Or, ces fonds sont certes corrélés aux actions, mais ils sont plus vulnérables aux éventuels effets néfastes des hausses des taux d'intérêt. Une exposition directe au marché des actions nous semble donc préférable.

Notre recommandation de réduire le risque de change en privilégiant les actions du marché domestique est justifiée par le fait que de nombreuses paires de devises sont, selon nos estimations, proches de leur juste valeur, rendant les expositions stratégiques aux devises moins pertinentes. Pour de nombreux investisseurs, un moyen économique de réduire le risque de change au sein de leurs portefeuilles

consiste à privilégier les actions du marché domestique dans leurs allocations stratégiques d'actifs. Dans nos recommandations, toutes les autres classes d'actifs à l'exception des matières premières sont soit dans la devise de référence de l'investisseur, soit couvertes contre le risque de change. Pour les investisseurs dans les produits à revenu fixe, nous conseillons d'oublier l'exposition à l'immobilier via les REIT. En effet, ces fonds sont sensibles aux taux d'intérêt et cette corrélation peut varier dans le temps d'une manière difficile à prévoir. Dès lors, afin de gérer l'impact des hausses de taux prévues sur les portefeuilles, nous pensons qu'il est plus simple de détenir directement des obligations. En ce qui concerne les matières premières, avec un rendement net négatif et une volatilité élevée, ces actifs nous semblent désormais moins attrayants que les produits à revenu fixe. En compensation de l'élimination de l'immobilier et de la réduction des matières premières, nous proposons d'acheter des obligations convertibles (qui permettent de diversifier les placements à revenu fixe sans augmenter la sensibilité directe aux taux d'intérêt) et des obligations indexées sur l'inflation (susceptibles d'offrir de meilleurs rendements que les principaux emprunts d'Etat nominaux tout en jouant un rôle de diversification similaire).

Bilan des portefeuilles

En résumé, la revue que nous avons menée a abouti au constat que les allocations stratégiques d'actifs que nous recommandions jusque-là étaient largement conformes aux attentes en matière de risque et de rendement et aux différents profils de nos clients. Les modifications apportées aux pondérations stratégiques recommandées ont donc un caractère mineur. La principale différence concerne les investisseurs axés sur le revenu fixe, pour lesquels les changements proposés visent à réduire le risque et à renforcer la diversification. Nous invitons nos clients à procéder à des revues similaires de leurs portefeuilles avec l'aide de leurs conseillers en début d'année et à comparer leurs allocations aux allocations recommandées. Nos outils et nos spécialistes peuvent contribuer à obtenir une meilleure adéquation des portefeuilles avec les besoins et les attentes des clients. Par ailleurs, nos publications régulières «Investment Committee» et «Investment Monthly» fourniront des mises à jour régulières de nos recommandations tactiques à plus court terme tout au long de l'année.

«Pour 2016, nous recommandons, pour les investisseurs présentant un profil de risque intermédiaire, une nouvelle augmentation modeste de l'exposition aux actions contre une réduction des allocations à l'immobilier. Nous suggérons en outre de privilégier un peu plus les actions du pays d'origine des investisseurs, en partie pour réduire le risque de change.»



En chiffres

Tendances d'investissement à long terme en graphiques

Giles Keating

Deputy Global Chief Investment Officer

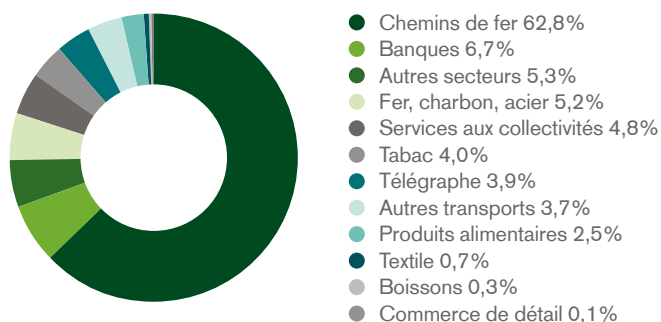
Les graphiques suivants sont extraits du Global Investment Returns Yearbook 2015 du Credit Suisse Research publié en février 2015. Ils illustrent certaines des tendances de rendements d'investissement à long terme et indiquent, par exemple, que sur de longues périodes, les actions surperforment largement l'inflation. A notre avis, ces données sont à prendre en compte dans la construction de portefeuille et par les investisseurs ayant un horizon de placement de moyen à long terme.

On peut opposer à cet avis le fait que la nature de l'économie a changé de façon considérable en deux siècles, mais certaines données indiquent que les dynamiques de marché sous-jacentes observables sur de longues périodes présentent des similarités remarquables ; c'est le cas par exemple des cycles d'expansion-récession du secteur technologique aux 19e et 21e siècles.

Au fil du temps, la structure de l'économie et des marchés boursiers évolue sensiblement, même si certains aspects conservent une relative stabilité. Les titres de compagnies de chemin de fer ont perdu la position dominante qu'ils occupaient en 1900, au profit de secteurs complètement nouveaux, comme la technologie. Au contraire, la part occupée par les banques et les services aux collectivités a peu changé.

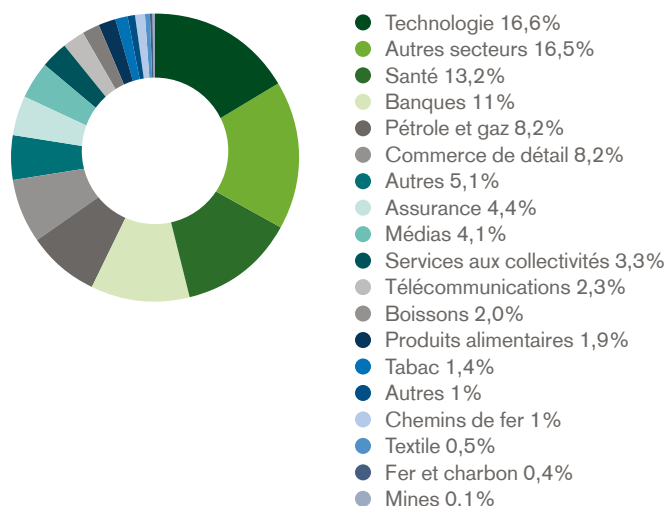
Graphique 1

Etats-Unis: part des différents secteurs, 1900



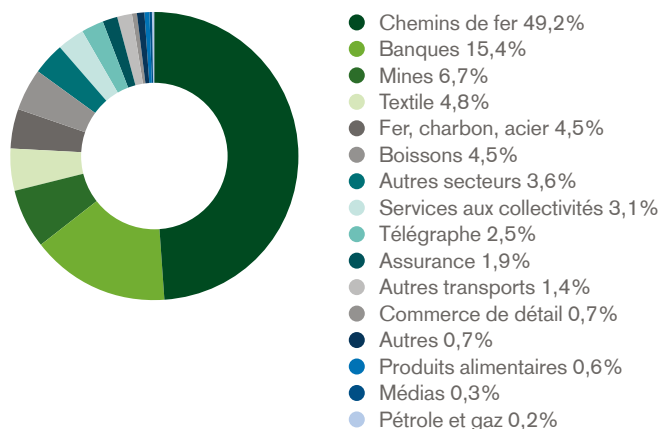
Graphique 2

Etats-Unis: part des différents secteurs, 2015



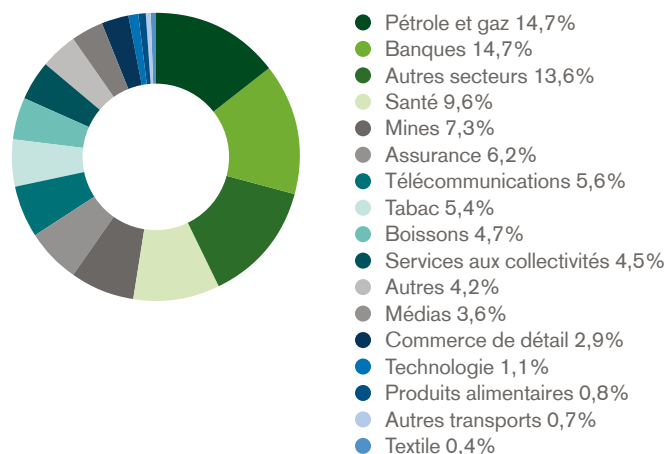
Graphique 3

Royaume-Uni: part des différents secteurs, 1900



Graphique 4

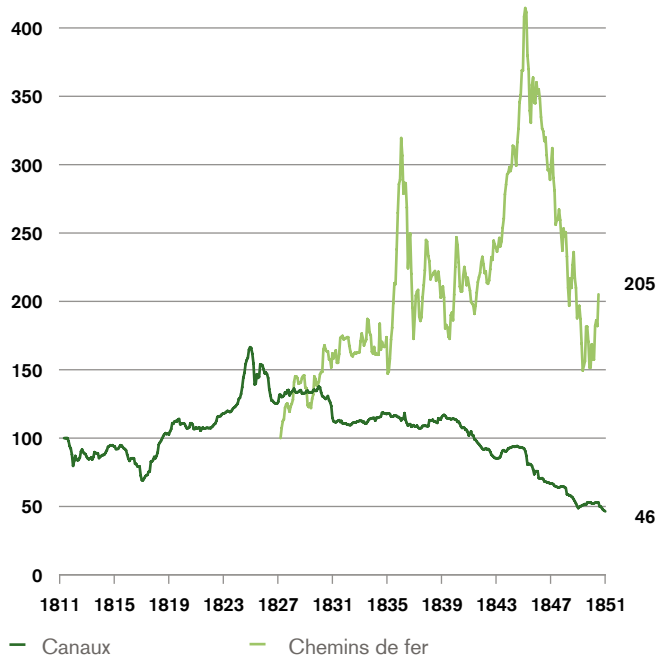
Royaume-Uni: part des différents secteurs, 2015



Il est possible que l'épopée boursière des canaux et chemins de fer britanniques du 19^e siècle se répète un peu : les nouvelles technologies (chemin de fer) dégagent de bons rendements à long terme, aux dépens de l'industrie traditionnelle (canaux), produisant quelques éclatements de bulles en cours de route. Les titres technologiques des temps modernes présentent des schémas remarquablement similaires.

Graphique 5

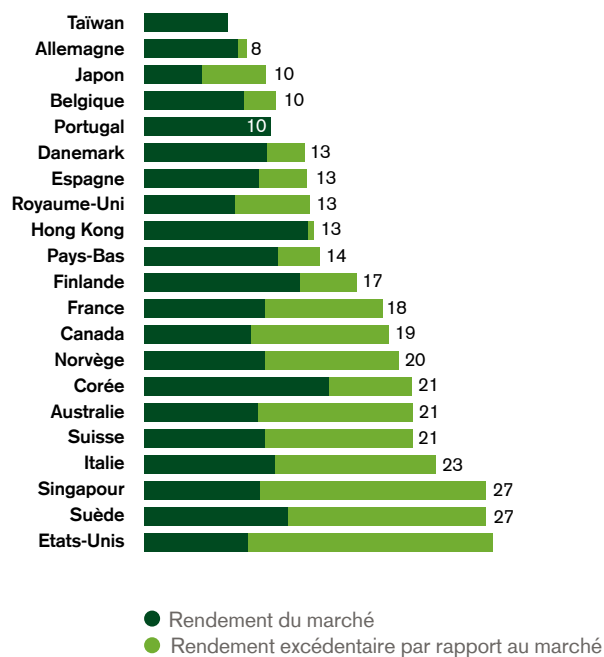
Performance des actions britanniques du secteur des canaux et chemins de fer, 1811-51 (1811 = 100)



Les actions jugées « non éthiques » (par exemple, celles qui sont liées à l'alcool, au tabac, aux armes et au jeu) semblent afficher des surperformances sur la durée, peut-être parce que, les investisseurs éthiques les évitant, elles se vendent à un prix relativement bas par rapport aux flux de revenus qu'elles génèrent. Cependant, l'impact globalement limité.

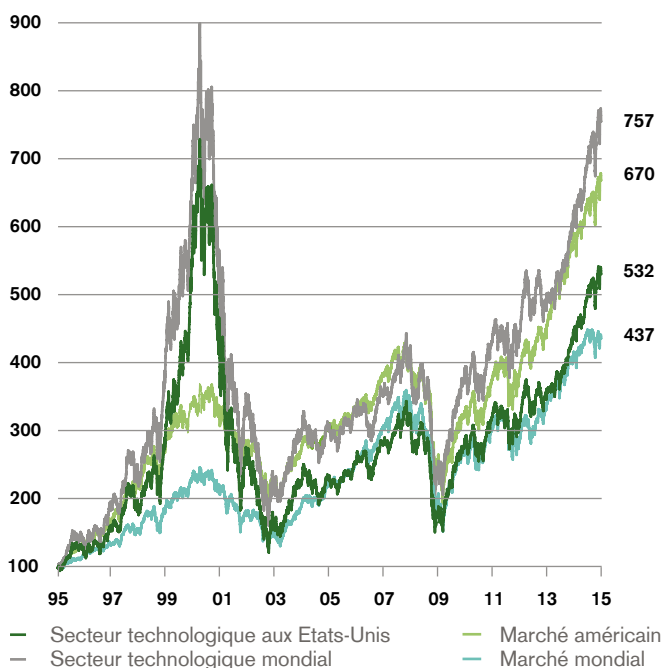
Graphique 7

Rendements annuels des actions du «non-éthiques» (sin stocks) dans 21 pays, 1970-2007



Graphique 6

Performance des actions du secteur technologique, 1995-présent (1995 = 100)



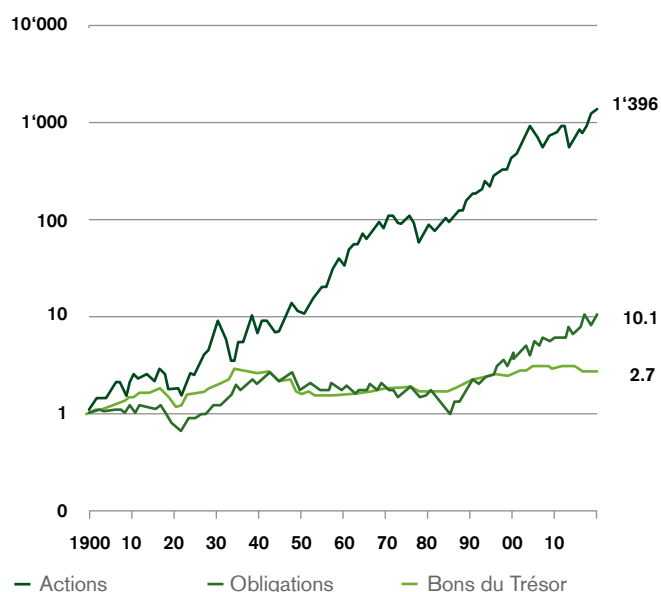
Dernier point des données: 2015

Source pages 28-29: Global Returns Yearbook 2015 de Credit Suisse

Les investisseurs (et leurs descendants) qui, malgré les épisodes de krachs et de volatilité, sont restés fidèles aux actions américaines depuis 1900 ont été récompensés par un excellent rendement qui bat l'inflation de 6,5% par an en moyenne, contre seulement 2% pour les obligations d'Etat. Les actions hors Etats-Unis ont dégagé des performances supérieures à l'inflation de 4,4% en moyenne par an depuis

Graphique 8

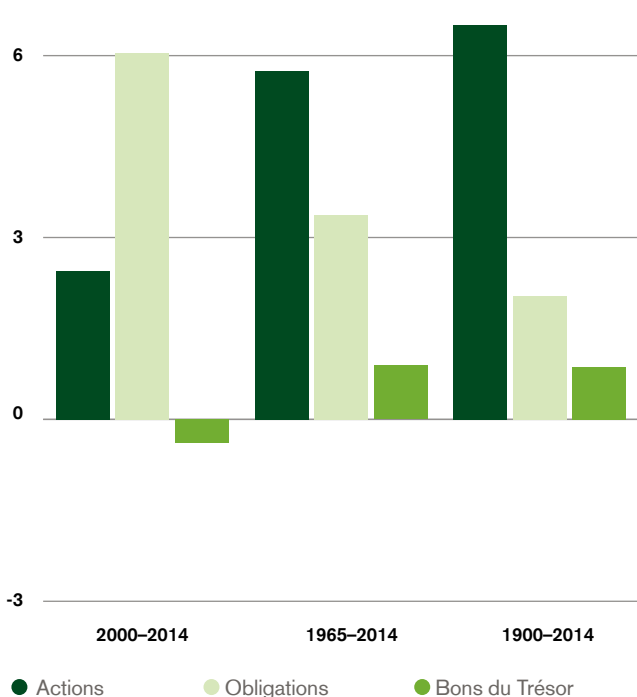
Etats-Unis : rendements réels cumulés des actions, des obligations et des bons du Trésor, de 1900 à 2014 (Index logarithmique 1900 = 1)



Dernier point des données: 2014

Graphique 9

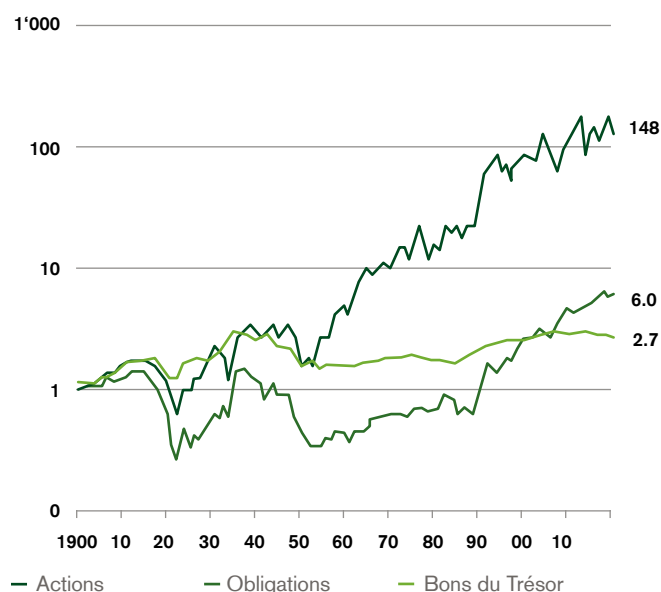
Etats-Unis : rendements réels annualisés des actions, des obligations et des bons du Trésor (en %)



1900, quelque deux points de pourcentage de moins que les actions américaines. La Suisse se situait presque dans la moyenne des actions hors Etats-Unis; le Royaume-Uni l'a dépassée et l'Allemagne est restée en dessous, touchée par les destructions de guerre. Le rendement réel annuel de 1,6% des obligations d'Etat hors Etats-Unis est également inférieur à celui des bons du Trésor américain.

Graphique 10

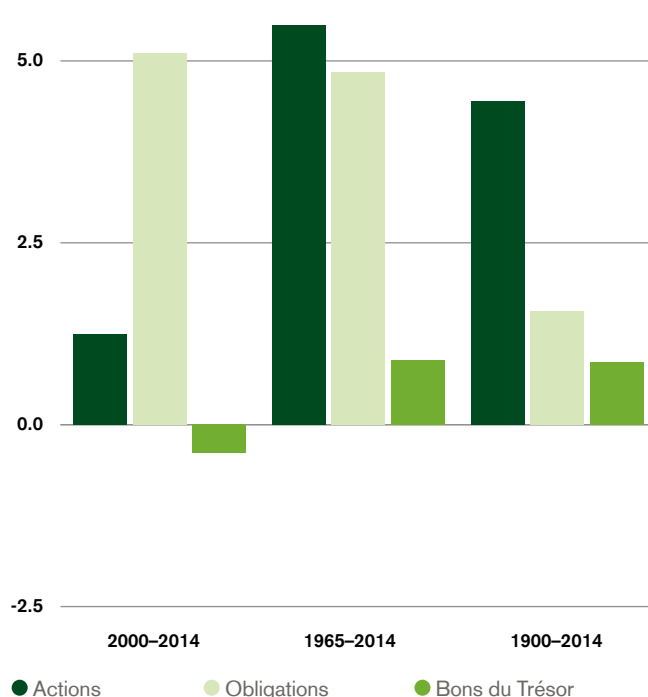
Monde hors Etats-Unis : rendements réels cumulés des actions, des obligations et des bons du Trésor, de 1900 à 2014 (Index logarithmique 1900 = 1)



Dernier point des données: 2014

Graphique 11

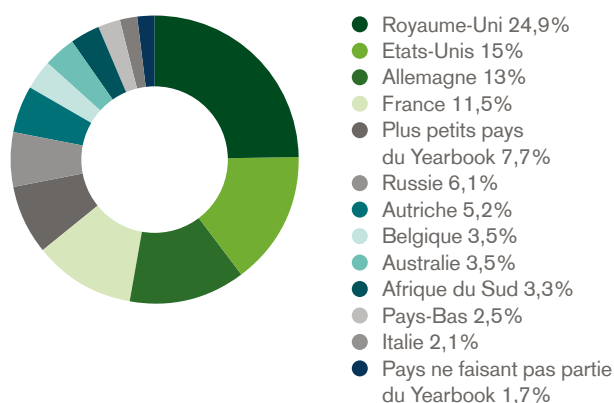
Monde hors Etats-Unis : rendements réels annualisés des actions, des obligations et des bons du Trésor (en %)



Les rendements d'investissement à long terme ont permis aux Etats-Unis de se hisser de 15% en 1899 à plus de 50% de la capitalisation mondiale à la fin 2014. La part de capitalisation de l'Allemagne et de l'Autriche a été largement amputée par les périodes de guerre, tandis que la Suisse a bénéficié de la position que lui a conférée sa devise, la plus forte au monde sur la période considérée.

Graphique 12

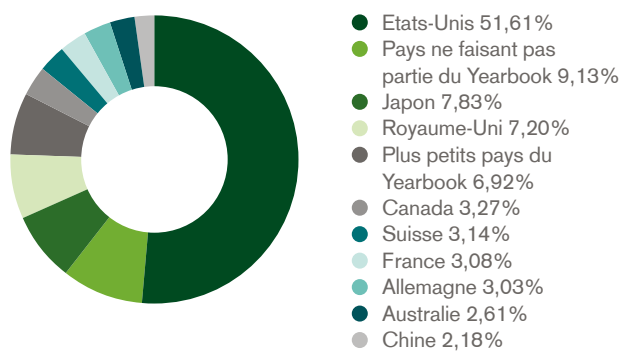
1899: part des différents pays dans les valorisations des marchés boursiers internationaux



« Depuis 1900, les actions américaines, malgré les épisodes de krachs et de volatilité, ont généré un excellent rendement qui bat l'inflation de 6,5% par an en moyenne, contre seulement 2% pour les obligations d'Etat. »

Graphique 13

2014: part des différents pays dans les valorisations des marchés boursiers internationaux



Themes in Portfolios

Mise en œuvre de nos idées d'investissement les plus marquantes

Loris Centola
Global Head of Private Banking Research

Markus Stierli
Head Fundamental Micro Research



Les Themes in Portfolios décrivent les principales idées d'investissement du Credit Suisse de manière facile à comprendre.

Les Themes in Portfolios expliqués

Nos Themes in Portfolios permettent aux investisseurs de constituer leurs portefeuilles sur la base d'idées d'investissement porteuses dans chaque domaine. Ainsi, dans l'univers des actions, nous tablons sur une surperformance des titres exposés au redressement de l'économie européenne sur fond de valorisations raisonnables, d'une politique monétaire qui reste accommodante et de signes de légère accélération de la croissance économique. Nous avons plusieurs autres thèmes de prédilection comme par exemple les petites et moyennes capitalisations suisses ou les valeurs technologiques américaines. Sur le segment du revenu fixe, nos thèmes incluent les obligations à taux variable ainsi que certains titres à haut rendement parmi les plus défensifs. Ces actifs ont été choisis dans le but d'éviter les conséquences néfastes d'une hausse des rendements obligataires : les premiers car ils ont, par nature, une duration pratiquement nulle et les seconds car ils présentent des écarts de crédit qui devraient permettre de compenser l'impact de la hausse des taux sur la valeur du capital. Nous proposons aussi des thèmes pour d'autres produits à revenu fixe, comme par exemple les prêts senior ou les obligations hybrides. Au niveau des

investissements alternatifs, dans la mesure où nous ne prévoyons pas de période prolongée de hausse ou de baisse des prix des matières premières, les stratégies actives permettant de tirer parti des fluctuations à court terme des cours des matières premières nous paraissent judicieuses. Nous mettons également en avant d'autres idées, par exemple des placements immobiliers sélectionnés sur certains marchés européens dont la relance n'en est encore qu'à un stade précoce.

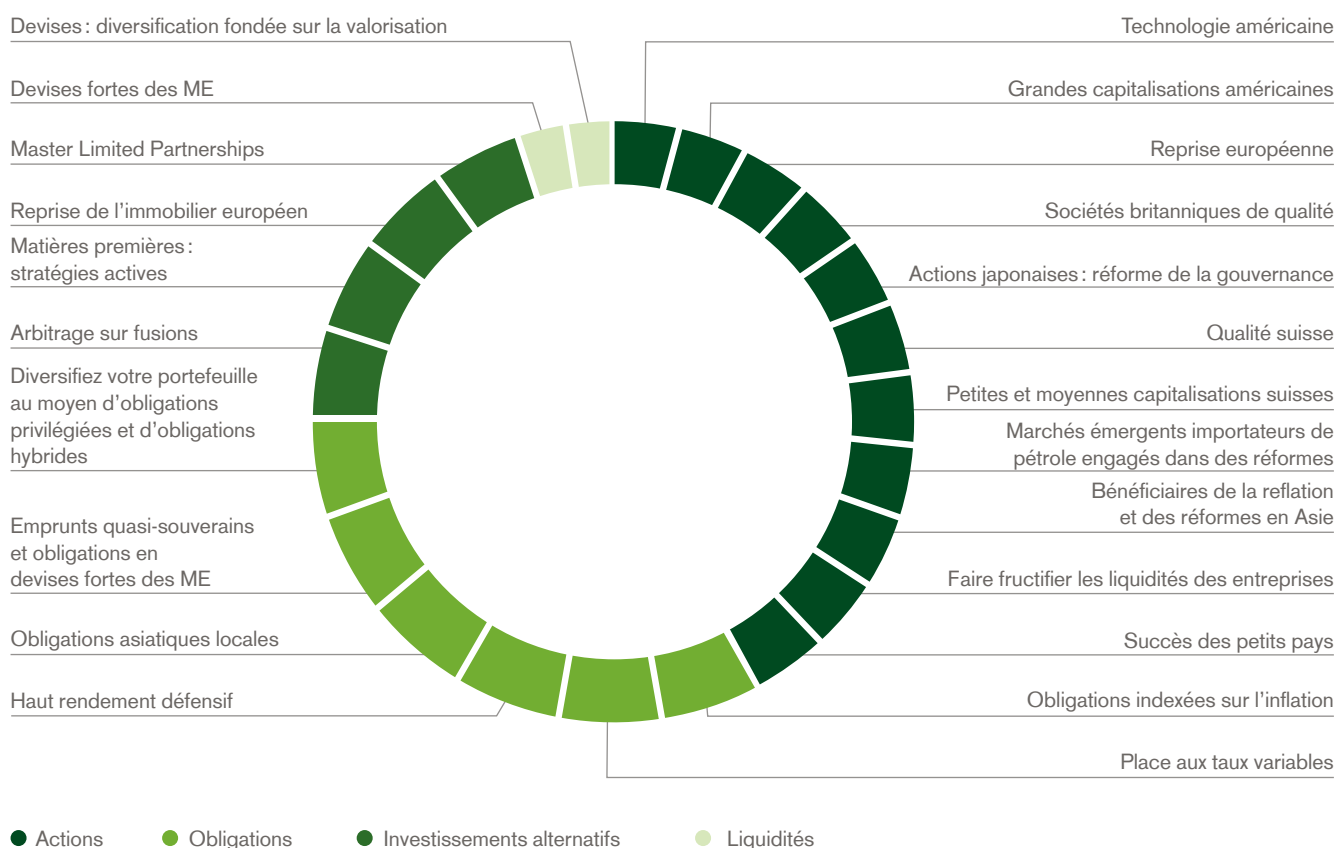
Nous sélectionnons nos thèmes et nous définissons notre allocation d'actifs selon un seul et même processus d'investissement dans le cadre duquel toutes les décisions sont prises par notre Comité d'investissement, qui se réunit régulièrement afin de passer en revue et, le cas échéant, mettre à jour nos recommandations. Nous veillons également à ce que des solutions d'investissement spécifiques soient disponibles pour permettre aux investisseurs de mettre ces idées en pratique.

Un thème pour chaque classe d'actifs

Les Themes in Portfolios concernent toutes les classes d'actifs d'un portefeuille. Une attention particulière est accordée aux thèmes qui s'alignent sur les classes d'actifs qui ont été surpondérées dans le cadre de l'allocation d'actifs. Nous les appelons les « Meilleurs thèmes ».

Graphique 1

Nos idées thématiques en action (au 15 novembre 2015)



Articles

Panorama des risques en 2016

Les « inconnues connues »
et les « inconnues inconnues »

Marchés émergents

Quels seront les moteurs de la
performance en 2016 ?

La liquidité compte

Quelles stratégies
d'investissement face à la
dégradation de la liquidité des
marchés ?

Opportunités inexploitées

Comment identifier les « trésors
cachés »



Panorama des risques en 2016

Les « inconnues connues » et les « inconnues inconnues »

Giles Keating
Deputy Global CIO



Cet article sera consacré aux risques auxquels les investisseurs devraient, selon nous, prêter une attention particulière en 2016 dans le cadre de notre scénario central. Ces risques ont été identifiés sur la base de nos propres analyses et des opinions exprimées par les investisseurs que nous avons interrogés fin 2015.

Nous nous concentrerons sur quatre grands thèmes : (1) un ralentissement économique plus prononcé que prévu, (2) inversement, une croissance supérieure aux attentes se traduisant par des politiques monétaires moins accommodantes, (3) les risques géopolitiques et assimilés et (4) des problèmes émanant directement des marchés financiers eux-mêmes. Nous évaluerons la probabilité de réalisation de chacun de ces scénarios et leur impact possible sur les marchés. Nous expliquerons ensuite comment les investisseurs peuvent prendre en compte ces risques pour ajuster leurs portefeuilles pour 2016. Bien entendu, nous ne pouvons évaluer que les risques que nous avons identifiés, mais n'oublions pas qu'il existe également des « inconnues totalement inconnues ».

Ralentissement économique plus prononcé que prévu

Nous distinguons ici deux sous-scénarios.

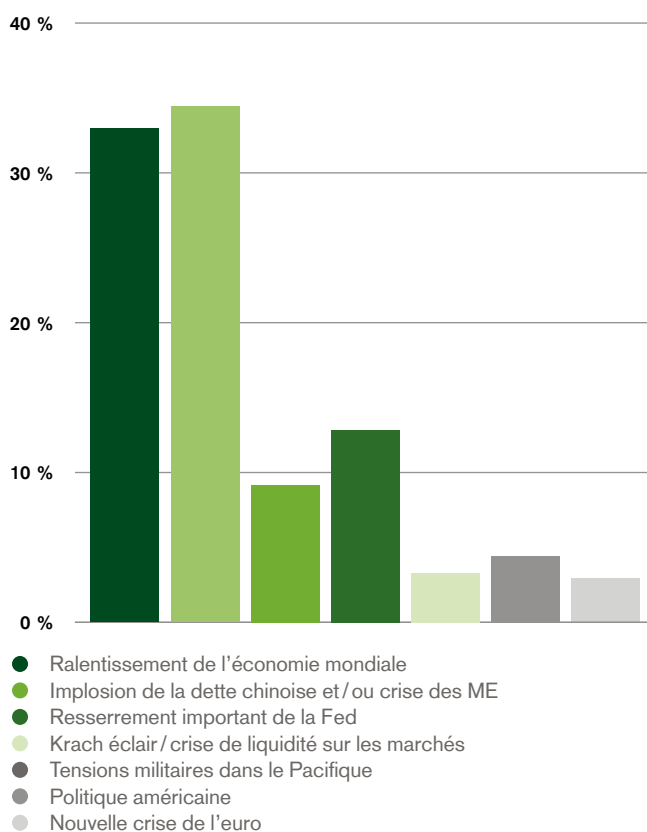
Premier scénario (probabilité moyenne) : la faiblesse accrue des marchés émergents se propage, dans une faible mesure, aux pays développés, mais sans pour autant provoquer une récession mondiale. Certains pays émergents sont clairement vulnérables, tandis que d'autres paraissent plus solides. Nous abordons ce scénario de manière détaillée dans un article connexe. A notre avis, un tel scénario serait favorable à la plupart des obligations d'Etat et des obligations d'entreprise des pays développés ainsi qu'à l'or ; il aurait, par ailleurs, un impact globalement neutre sur les actions mondiales, les politiques monétaires plus accommodantes compensant largement l'impact de la détérioration des résultats des entreprises ; ce scénario serait, en revanche, défavorable aux dépôts bancaires et aux actions du secteur financier (un plus grand nombre de pays développés tombant en taux d'intérêt négatifs), aux matières premières ainsi qu'aux devises et aux obligations en devises fortes des pays émergents les plus faibles.

Deuxième scénario (faible probabilité) : une récession économique mondiale d'une ampleur telle que les banques centrales n'arriveraient pas à la contenir. Un tel scénario pourrait être le résultat d'un effondrement de la croissance de la Chine (que les autorités chinoises semblent déterminées à éviter). Il est toutefois peu probable qu'une telle récession puisse être provoquée par la faiblesse d'autres marchés émergents compte tenu de leur impact commercial relativement modeste sur les économies développées. Parmi les autres causes possibles de récession figurent les déséquilibres financiers (augmentation de l'endettement des entreprises, progrès limités en matière de réduction des déficits publics) dont l'impact pourrait toutefois être atténué par des finances publiques et des bilans d'entreprises globalement solides.

Globalement, aucun phénomène de surinvestissement n'a été observé ces dernières années (sauf dans quelques régions de Chine) et rares sont les économies dans le monde qui semblent souffrir d'un déficit de capacités. De plus, la déflation semble concentrée sur certains secteurs précis (comme l'énergie ou les matières premières). Une récession pourrait également être provoquée par un resserrement excessif de la politique monétaire de la Fed (scénario qui ne peut être écarté), ou par des perturbations d'ordre géopolitique ou environnemental du commerce ou de l'offre de pétrole (la probabilité d'un tel scénario nous semble toutefois faible – voir ci-dessous). Selon nous, une récession qui surviendrait de manière inattendue serait favorable aux obligations souveraines longues de qualité et à l'or, mais fragiliserait la plupart des autres actifs, notamment les obligations d'entreprise et les actions, en raison de la hausse des défaillances et de l'effondrement des résultats des entreprises qu'elle provoquerait.

Graphique 1

Quels sont les principaux risques d'ici fin 2016 ?



Source : Enquête du Credit Suisse auprès des investisseurs de la région APAC, 2015

Au septembre 2015

Croissance supérieure aux attentes dans les économies développées

Un tel scénario se traduirait par une accélération du rythme du resserrement monétaire de la Fed et une reprise plus rapide que prévu de certains pays émergents. La probabilité d'un tel scénario nous paraît faible à moyenne. Il pourrait devenir réalité si les entreprises commençaient à dépenser un peu plus leurs liquidités (encouragées éventuellement par une nouvelle réglementation fiscale aux Etats-Unis), si les dépenses de consommation se mettaient à augmenter progressivement (soutenues par la baisse des cours du pétrole), si l'Allemagne se voyait obligée de relever ses dépenses publiques à court terme pour procurer des logements et venir en aide aux migrants qui affluent (ce qui devraient soutenir l'emploi à plus long terme) ou si la hausse des volumes de ventes dans les nouvelles technologies compensait progressivement la tendance à la baisse des prix dans ce secteur. L'impact serait probablement très favorable aux actions, modérément positif pour les obligations aussi bien à haut rendement qu'investissement grade (l'augmentation des bénéfices compensant la hausse des taux d'intérêt), et favorable aux matières premières et aux actifs des marchés émergents en croissance. Il pourrait, en revanche, être défavorable aux obligations de qualité de longue durée, à l'or et aux crédits de certains émetteurs très endettés, notamment ceux de pays ne bénéficiant pas d'une accélération de la croissance.

Facteurs géopolitiques, politiques nationales et environnement

Les risques sont nombreux dans plusieurs régions du monde. Considérés individuellement, leur probabilité de réalisation paraît faible. En revanche, collectivement, l'un d'entre eux (ou toute autre variable « inconnue ») pourrait bien se matérialiser. La crise des migrants en Europe pourrait s'aggraver et susciter un engouement pour les partis nationalistes, débouchant éventuellement sur une nouvelle crise de l'euro. Le Royaume-Uni, où les sondages d'opinion actuels ne sont pas concluants, pourrait décider de sortir de l'Union européenne (UE) à l'issue du référendum (« Brexit »). Il en résulterait alors toute une série d'incertitudes sur de nombreux actifs britanniques. En Suisse, les débats sur les relations avec l'UE pourraient, contre toute attente, mener à une impasse. La guerre en Syrie et au Yémen ainsi que la crise en Libye pourraient s'intensifier et se propager, et peser sur l'offre de pétrole. Des tensions pourraient également se faire jour ou s'aggraver en Mer de Chine (probablement aux alentours des élections qui se tiendront à Taïwan en janvier), en Ukraine ou dans les républiques d'Asie centrale. Toutes ces tensions (ainsi que celles au Moyen-Orient) pourraient affecter les relations commerciales entre l'Occident et la Chine et/ou la Russie.

« A notre avis, il existe une probabilité moyenne que la faiblesse des marchés émergents se propage aux autres pays mais une faible probabilité qu'une récession mondiale se produise. De plus, la croissance pourrait être supérieure aux attentes. »

Aux Etats-Unis, les élections au Congrès et les élections présidentielles qui se dérouleront en 2016 (duel entre Clinton et Trump ? Ou entre d'autres candidats ?) pourraient susciter des craintes dans certains secteurs, comme ce fut récemment le cas dans le secteur de la santé. Cependant, elles pourraient également encourager les dépenses dans les infrastructures et l'adoption d'une législation fiscale sur les rapatriements de fonds, ce qui donnerait une impulsion aux actions comme cela a souvent été le cas lors des élections passées. Par ailleurs, une catastrophe naturelle majeure (éventuellement liée au changement climatique) pourrait ébranler une grande économie ou perturber une route commerciale. L'histoire montre que les événements (géo)politiques peuvent provoquer des ventes massives sur les marchés, mais celles-ci ont tendance à s'atténuer rapidement pour laisser place à une concentration sur les actifs individuels les plus touchés. Notre analyse suggère que seuls les chocs géopolitiques les plus graves (par exemple, les deux guerres mondiales et l'embargo pétrolier de 1973) ont eu des effets très importants et durables sur les actifs financiers mondiaux.

Risques émanant directement des marchés financiers

Premièrement, la probabilité d'illiquidité accrue sur les marchés (qui serait en partie provoquée par un durcissement de la réglementation sur les fonds propres des banques, laquelle réduirait la capacité de ces dernières à acheter et vendre des titres) nous paraît moyenne à élevée. Il pourrait en résulter des perturbations temporaires (par exemple, un krach éclair) et des difficultés d'exécution des transactions pour les investisseurs. Les obligations d'entreprise, voire certaines petites capitalisations pourraient alors être plus touchées que les plus grandes capitalisations. Deuxièmement, il est très probable que les pays émergents et les exportateurs de pétrole (comme la Norvège) continuent de réduire leurs réserves de change et les actifs accumulés par leurs fonds d'investissement souverains afin de compenser les sorties de capitaux. Ce « resserrement quantitatif » se traduirait par une réduction de la demande de certains actifs comme les actions internationales et les obligations américaines. Cependant, les capitaux sortis de ces pays se retrouveront forcément ailleurs, et ce sera très

probablement dans les actifs vendus ou dans des produits de substitution étroitement apparentés si bien que l'effet net pourrait être limité. Troisièmement, nous prévoyons un risque faible, quoique croissant, de défauts systémiques sur les marchés de la dette, à la suite de leur très rapide progression pendant les récentes années de bas taux d'intérêt. Jusqu'ici, ces marchés ont été soutenus par la restructuration réussie de nombreuses obligations énergétiques en 2015, mais des pressions commencent d'ores et déjà à apparaître sur le marché américain des prêts aux étudiants que les agences de notation réévaluent après la chute inattendue des taux de remboursement. De manière plus générale, le début du resserrement monétaire de la Fed pourrait mettre à jour les faiblesses du système financier avec la hausse des coûts de financement et la mise en place de processus de sélection plus rigoureux par les prêteurs. De même, si l'économie est faible, la généralisation des taux d'intérêt

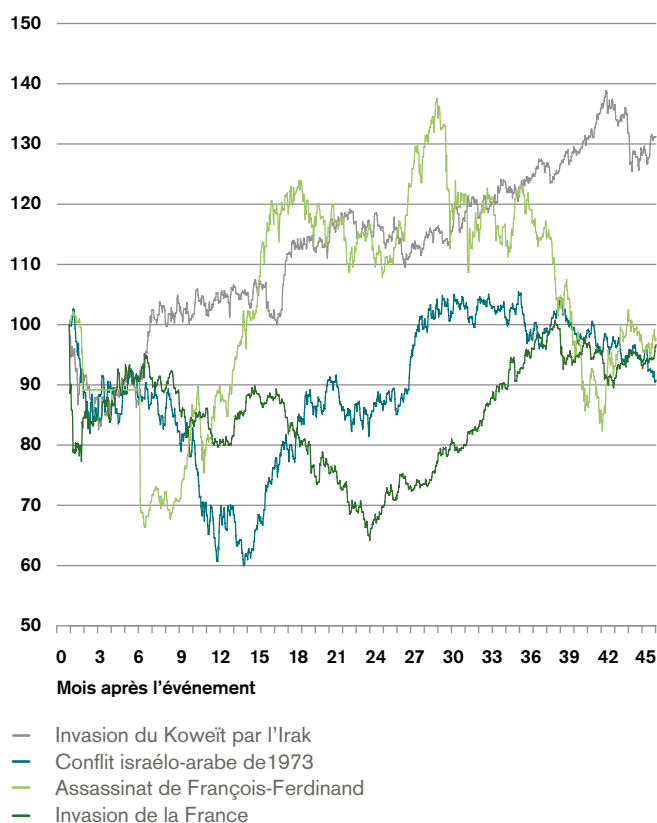
négatifs pourrait susciter d'autres pressions. Dans l'ensemble, il convient de noter que les chocs financiers trouvent souvent leur origine dans des causes inattendues : les « inconnues inconnues ».

Conséquences pour la construction de portefeuille en 2016

Si nous mettons de côté les risques que nous considérons comme faibles, ceux que nous estimons les plus dignes d'attention sont, d'une part, un ralentissement de l'économie mondiale (mais non une récession mondiale) accompagné d'un nouvel assouplissement monétaire significatif et, d'autre part, le scénario contraire, à savoir une croissance économique mondiale plus rapide que prévu avec un resserrement monétaire plus marqué et une illiquidité accrue sur les marchés financiers.

Graphique 2

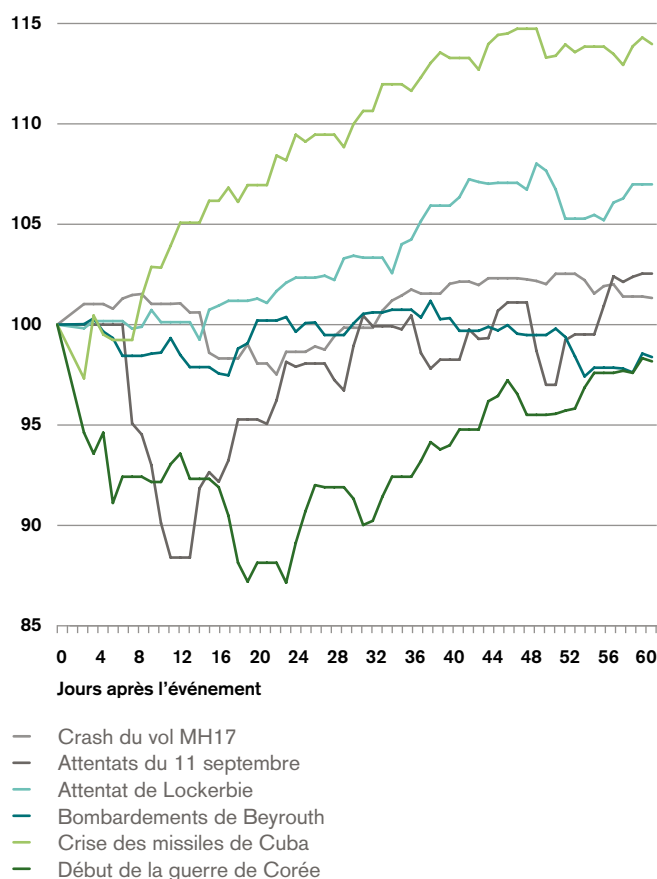
Impact des principaux événements géopolitiques sur les marchés boursiers (Indexation à 100 du DJIA)



Source : Bloomberg

Graphique 3

Impact d'événements géopolitiques d'importance moindre sur les marchés boursiers (Indexation à 100 du S&P 500)



Source : Bloomberg

Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, chacun de ces risques pourrait avoir un impact de neutre à positif dans le cadre de notre scénario central tant sur les actions mondiales que sur les obligations d'entreprise. A notre avis, cela renforce la confiance que les investisseurs peuvent avoir dans ces grandes classes d'actifs. En revanche, l'impact de ces scénarios est différent sur l'or, les obligations d'Etat de longue durée et la plupart des actifs des marchés émergents. Ces actifs peuvent certes être utilisés à des fins de diversification, mais les investisseurs doivent être bien conscients que certains d'entre eux ont de fortes chances de sous-performer. De plus, l'illiquidité croissante indique que les paramètres de crédit appliqués lors de la sélection d'une obligation donnée doivent être plus rigoureux que par le passé car il peut s'avérer plus difficile de vendre des obligations en période de tensions.

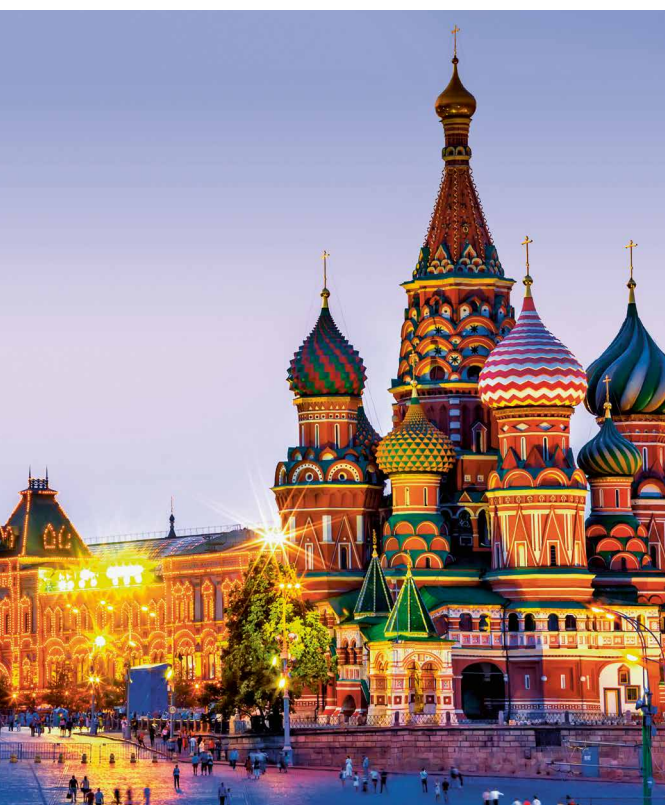
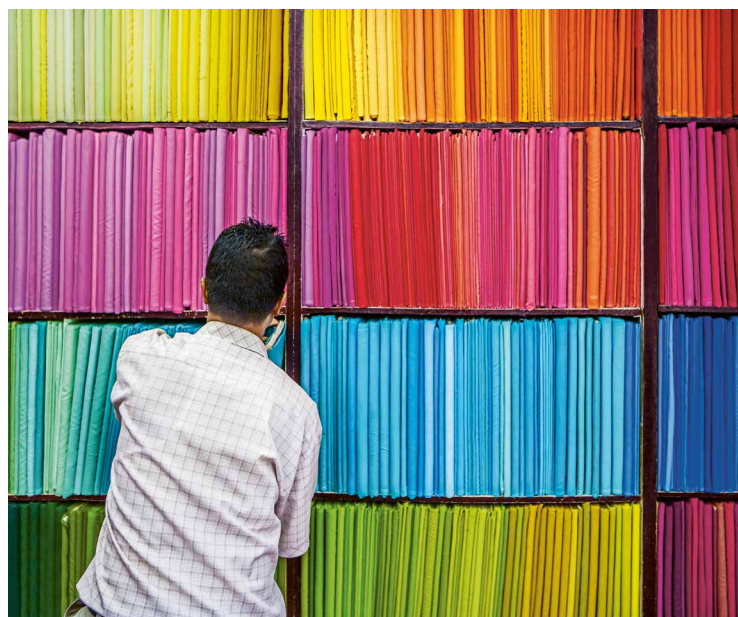
Notre analyse historique révèle que les chocs géopolitiques que nous avons évoqués (autres qu'une crise pétrolière provoquée par une explosion généralisée au Moyen-Orient) pourraient avoir un effet négatif temporaire sur un portefeuille diversifié d'actifs mondiaux, mais cet impact s'atténuerait rapidement et se mesurerait probablement plus en semaines qu'en mois. Cependant, l'impact pourrait être plus marqué sur des groupes plus limités d'actifs. Ainsi, au Royaume-Uni, certains actifs pourraient subir un effet plus durable et plus important si les britanniques votaient en faveur d'une sortie de l'UE. Les investisseurs doivent prendre en compte ces risques à l'heure de déterminer leur profil de risque / rendement.

Certains risques pourraient avoir un tout autre impact sur la performance des actifs, avec une chute des actions et des obligations d'entreprise et, à l'inverse, une progression de l'or et des obligations d'Etat à long terme : il s'agit de la propagation des conflits au Moyen-Orient qui restreindrait l'offre de pétrole au point de provoquer une récession mondiale. Pour qu'un tel scénario se matérialise, il faudrait vraiment que le conflit soit d'une très grande envergure, étant donné la faiblesse des marchés pétroliers mondiaux et la flexibilité de la production américaine de gaz de schiste. La probabilité d'un tel scénario est donc faible et, de ce fait, de nombreux investisseurs pourraient choisir de ne pas adapter leurs portefeuilles dans cette perspective. Toutefois, ceux qui souhaiteraient le faire pourraient envisager de s'exposer à certains actifs comme les options d'achat très « out of the money » sur le pétrole ou les bons du Trésor américain.

« L'illiquidité croissante indique que les paramètres de crédit appliqués lors de la sélection des obligations doivent être plus rigoureux que par le passé car il peut s'avérer plus difficile de vendre des obligations en période de tensions. »

Analyse approfondie

Dans cet article, nous avons évoqué les risques possibles pour 2016 et leurs conséquences sur la construction des portefeuilles. Dans les articles connexes, nous proposons une analyse plus approfondie de certains de ces risques, comme l'illiquidité croissante des marchés et les risques d'un ralentissement plus marqué (ou d'une reprise plus rapide) que prévu dans les pays émergents. D'autres questions clés comme le référendum au Royaume-Uni sont examinées plus en détail dans les sections relatives aux régions des perspectives de l'économie et des marchés.



Marchés émergents

Quels seront les moteurs de la performance en 2016 ?

Mariano Arrieta
Emerging Markets Fixed Income Strategy

Luca Bindelli
Head of Foreign Exchange Strategy

Wenli Fei
Equity Analysis

Philipp Waeber
Economist, Global Macro Research

Nora Wassermann
Economist, Global Macro Research

En ce qui concerne les économies des marchés émergents, notre scénario de base table sur une stabilisation de la croissance en 2016 à un niveau proche des bas niveaux atteints au cours de l'année précédente. Dans ce contexte, nous pensons que les investisseurs pourront tirer parti des basses valorisations des actifs des marchés émergents, résultat de trois années de sous-performance par rapport aux marchés développés. Une sélection prudente est toutefois nécessaire étant donné que certains pays vont probablement rester confrontés à des difficultés économiques, financières et/ou politiques.

Parmi les obligations en devises fortes, nous privilégions celles du Mexique, du Pérou et de la Russie. Les investisseurs pourraient également envisager d'investir en Afrique du Sud, en Malaisie et Indonésie. A notre avis, les obligations en devises locales des trois premiers pays figurant sur la liste offrent également un profil de risque / rendement raisonnable. Ainsi, les investisseurs doivent-ils se tourner vers les investissements non couverts, en particulier au Mexique, la récente faiblesse ayant provoqué une baisse des valorisations de ces devises. Au Brésil, nous restons prudents à l'égard

du risque de duration des obligations. Cela étant, nous pourrions profiter des nouveaux épisodes de faiblesse du real brésilien au cours des prochains mois pour renforcer notre exposition à court terme à la devise. Au sein des actions des marchés émergents, nous privilégions l'Inde et la Chine (actions H). De plus, les investisseurs pourraient également se tourner vers Taïwan et la Corée. En Russie, les basses valorisations offrent un certain potentiel, et il existe une possibilité faible, sans pour autant être négligeable, qu'elles bénéficient d'une amélioration de la situation géopolitique. En revanche, en Amérique latine, nous nous attendons à ce que la hausse des taux d'intérêt américains pénalise la plupart des marchés-boursiers. Parmi les principaux risques, la Réserve fédérale (Fed) pourrait durcir sa politique monétaire plus rapidement que prévu ou la Chine pourrait décider de déprécier le renminbi. Malgré leur faible probabilité, ces événements pourraient pénaliser la performance de nombreux actifs des marchés émergents.

« Nous préférons les actions indiennes et chinoises. En Russie, les basses valorisations offrent un certain potentiel, tandis qu'en Amérique latine, la politique de la Fed pourrait avoir un impact négatif. »

Scénario de base pour les économies des marchés émergents en 2016 : stabilisation de la croissance à des niveaux faibles, inflation modérée et assouplissement monétaire prudent

La plupart des actifs des marchés émergents ont connu une année décevante en 2015, notamment en dollars américains, enregistrant une performance encore plus faible qu'en 2014 ou 2013 et une sous-performance continue par rapport aux marchés développés. Le principal facteur à l'origine de la baisse des rendements a été la dépréciation des devises. Les plus touchés ont été les pays exportateurs de matières premières et dépendants des exportations vers une Chine en ralentissement ainsi que ceux affichant des balances extérieures faibles. Du côté positif, la performance a été meilleure pour les actions et les obligations des pays affichant une inflation plus faible et, partant, une politique monétaire plus accommodante.

En 2016, la croissance des marchés émergents devrait se stabiliser à de niveaux faibles. En Chine, les mesures de relance budgétaire et monétaire devraient contribuer à une croissance en ligne avec l'objectif du gouvernement, mais les importations devraient rester faibles. En revanche, la Corée et d'autres pays d'Asie bénéficieront des récentes mesures prises en faveur de la croissance par le biais de la demande intérieure. Parallèlement, les économies dépendantes des matières premières et/ou fortement endettées devraient rester relativement faibles. Dans la plupart des cas, nous ne pensons toutefois pas que la situation se détériorera et tablons même sur une légère amélioration. En Russie, par exemple, l'économie semble avoir déjà largement absorbé l'impact de la baisse du cours du pétrole et des sanctions, si bien que la récession cède le pas à la stagnation. Au Brésil, le rythme de contraction devrait ralentir. L'un des avantages d'une faible croissance est que celle-ci tend à modérer les prix. Les taux d'inflation élevés observés dans de nombreux pays à devise faible devraient ainsi s'atténuer, permettant à de nombreuses banques centrales de s'orienter prudemment vers une politique plus souple après une période de resserrement. Au nombre des exceptions importantes, figurent la Turquie et l'Afrique du Sud (tensions financières) et le Mexique (croissance portée par les Etats-Unis).

Score de la solidité économique, de la vulnérabilité et de la flexibilité monétaire

La croissance économique est l'un des facteurs permettant de déterminer la performance des marchés émergents. Tout aussi importants sont la stabilité financière d'un pays (donnant aux autorités la flexibilité nécessaire pour faire face aux chocs externes) ou un endettement élevé et une mauvaise gestion budgétaire (les rendant vulnérables aux pressions mondiales). Le graphique 1 fournit une carte thermique prospective de ces facteurs macroéconomiques. Dans le cadre de cette analyse, la plupart des économies d'Asie (à l'exception de l'Indonésie) et d'Europe de l'Est sont généralement les plus solides, tandis que la Turquie, l'Afrique du Sud et de nombreux pays d'Amérique latine (à l'exception du Mexique) semblent plus vulnérables.

Dans les sections suivantes, nos stratégestes en classes d'actifs se basent sur leurs perspectives en termes de rendements d'investissement pour comprendre dans quelle mesure les marchés ont, ou n'ont pas, entièrement pris en compte ce tableau macroéconomique.

Graphique 1

Scores macros pour les principaux marchés émergents

	Solidité macro- écono- mique	Flexibilité des politiques				Vulnérabilités externes			Score global
						Réserves de change / dette extérieure	Balance courante	Score agrégé	
Asie émergente		Inflation	Dette publique	Déficit public	Crédit intérieur	Score agrégé			
Chine									
Hong Kong									
Inde									
Indonésie									
Malaisie									
Philippines									
Singapour									
Corée du Sud									
Taïwan									
Thaïlande									
EEMEA									
Croatie									
République tchèque									
Hongrie									
Pologne									
Roumanie									
Russie									
Turquie									
Ukraine									
Afrique du Sud									
Amérique latine									
Argentine									
Brésil									
Chili									
Colombie									
Mexique									
Pérou									
Venezuela									

Note explicative : La solidité macroéconomique se rapporte à la dynamique de croissance pour 2016 par rapport au taux de croissance potentiel. Un score neutre (jaune) correspond à une croissance globalement conforme au potentiel en 2016. Les scores d'inflation reflètent le potentiel d'assouplissement de la politique monétaire en 2016. La dette publique (projection 2016 du FMI) est répartie en 5 catégories (rouge pour un taux d'endettement supérieur à 60% du PIB). Le déficit public (projection 2016 du FMI) est réparti en 5 catégories (rouge pour un taux de 3% du PIB). Le score relatif au crédit intérieur au secteur privé en % du PIB reflète à la fois le niveau et la dynamique la plus récente, le score le plus bas correspondant à un stock de dette élevé par rapport à celui des autres pays et qui continue à augmenter. Les réserves de change (au 2T 2015) et les balances courantes (projections 2016 du FMI) sont groupées par quintiles. Les scores agrégés et le score global sont des moyennes non pondérées.

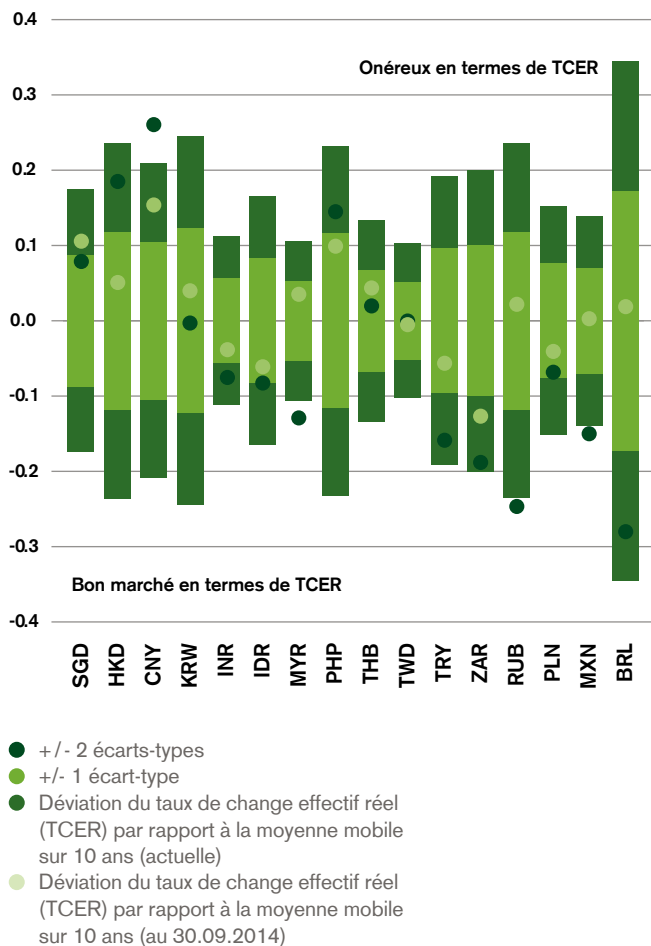
Sources : OCDE, FMI, Banque mondiale, Credit Suisse

Devises: les valorisations restent faibles

A notre avis, la plupart des devises des marchés émergents devrait continuer de se déprécier face au dollar américain en raison de la faiblesse persistante des fondamentaux économiques et malgré les mesures prises par la Chine en faveur de la croissance. D'après nos calculs, les anticipations des marchés de change à terme en matière de rythme d'amélioration de la croissance économique des marchés émergents semblent trop optimistes. Ainsi, pensons-nous que les devises des marchés émergents continueront de s'affaiblir au premier semestre 2016 et qu'elles évolueront dans une fourchette étroite avant qu'une amélioration significative des fondamentaux leur permettent de rebondir.

Graphique 2

Mesures des valorisations des devises des marchés émergents (écart en %)



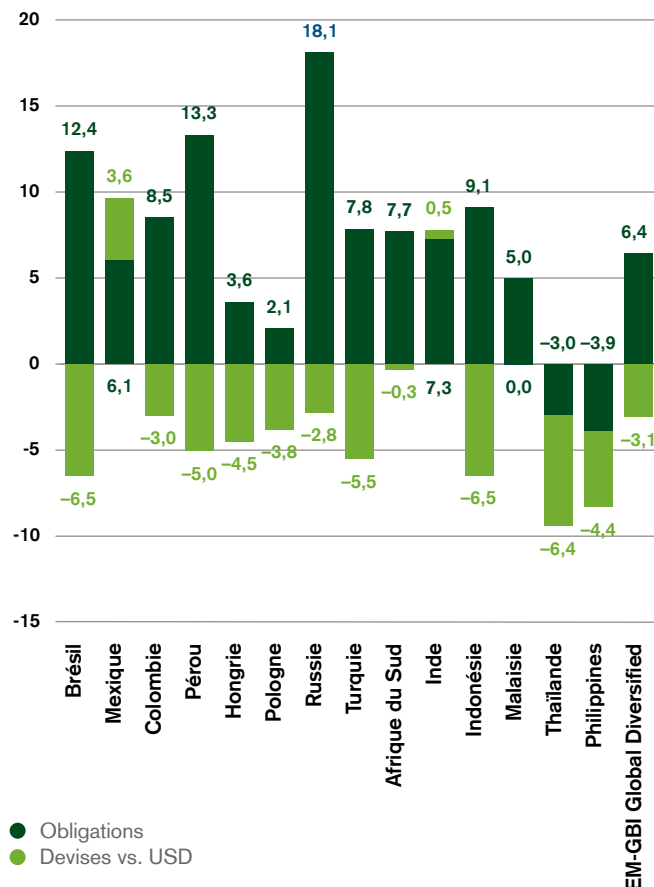
Source: Credit Suisse

La sous-performance des devises d'Amérique latine devrait s'inverser

Si l'Amérique latine, Brésil en tête, reste la région la plus risquée en termes de fondamentaux, la correction subie en 2015 a provoqué une baisse des valorisations des devises à de très bas niveaux. A l'heure où nous écrivons, le real brésilien a perdu 30% face au dollar américain, et le peso mexicain est inférieur de plus de deux écarts-types à sa moyenne sur dix ans. La faiblesse des fondamentaux et les risques politiques pourraient pousser le real brésilien plus bas encore au cours des mois à venir, mais il y a, selon nous, de bonnes chances de stabilisation, voire de hausse sur un horizon de douze mois. Etant donné un portage annuel de 12%,

Graphique 3

Sous-indices de l'indice Emerging Market Global Bond – rendements attendus en USD (en %)



Sources: JP Morgan, Bloomberg et Credit Suisse

les rendements totaux par rapport au dollar américain devraient être positifs. En revanche, le peso mexicain devrait bien se tenir, notamment si les taux sont relevés à la suite d'une intervention de la Fed.

En Asie, la roupie indienne devrait surperformer le yuan

Si les marchés émergents asiatiques ont moins reculé que l'Amérique latine en termes de croissance et de devises, leurs valorisations ne sont pas aussi attrayantes. Les seules exceptions sont la Malaisie (ringgit) et l'Inde (roupie) où la croissance plus rapide et l'inflation élevée devraient se traduire par un maintien des taux à un niveau élevé. En Chine, les politiques en faveur d'une internationalisation de la devise et l'amélioration de la balance courante devraient être favorables. L'assouplissement de la politique monétaire et les sorties de capitaux pourraient toutefois avoir un effet inverse, si bien qu'une légère dépréciation est possible. Cependant, nous ne tablons pas sur une grande intervention visant à dévaluer la devise.

Dans la région EMEA, les devises de portage devraient finir par s'apprécier

Si le zloty polonais affiche les meilleurs fondamentaux des pays de la région EMEA (Europe, Moyen-Orient et Afrique) et pourrait dans un premier temps surperformer, son absence de portage devrait se traduire par une sous-performance au cours de l'année. À l'inverse, nous pensons que la livre turque, le rand sud-africain et le rouble (qui affichent des spreads beaucoup plus attrayants) finiront par surperformer.

Parmi les scénarios de risque, un essoufflement de la croissance des marchés développés pourrait peser sur les devises des marchés émergents sensibles à la croissance des régions développées. Les devises asiatiques mais aussi le peso mexicain pourraient alors particulièrement souffrir, d'autant plus que l'effet d'un éventuel ralentissement de la croissance des pays développés ne serait que partiellement compensé par des reports des hausses des taux par la Fed. Si, au contraire, la croissance s'avérerait plus élevée que prévu, la Fed accélérerait probablement le rythme de resserrement de sa politique monétaire, ce qui aurait des conséquences néfastes sur les devises de certains pays d'Amérique du Sud qui ne sont pas en mesure de profiter de l'augmentation de la demande. Une amélioration de la croissance en Chine ou sur d'autres marchés émergents ne manquera pas de soutenir les devises des marchés émergents, notamment celles des pays dont les balances extérieures sont vulnérables et où les taux d'intérêt sont plus élevés (c'est-à-dire, la roupie indonésienne, le rand sud-africain, la livre turque et le real brésilien).

Revenu fixe : des rendements totaux modestes, avec une dispersion significative

Dans le cadre de notre scénario de base, nous anticipons des rendements moyens sur la dette extérieure et intérieure des marchés émergents aux alentours de 3%-5% en dollars américains. Cependant, les rendements de certains pays pourraient être largement inférieurs ou supérieurs à cette fourchette.

Obligations en devises locales : à la recherche des poches de valeur

L'évolution du taux de change du dollar américain restera le principal moteur des obligations nationales des marchés émergents. À l'heure où nous écrivons, les marchés à court terme de nombreux pays intègrent une faiblesse des devises moins importante que ce que les fondamentaux macro-économiques semblent justifier. Il convient donc d'assurer des couvertures tactiques contre les fluctuations de change, sauf pour le Mexique et, avec moins de certitude, le Pérou et la Russie. Du côté positif, même si les devises des marchés émergents restent faibles, l'inflation peut toujours baisser, éliminant la possibilité d'une hausse des taux d'intérêt.

Alors que nos indicateurs de risques macroéconomiques montrent que l'Amérique latine est plus vulnérable que d'autres régions, les valorisations sont devenues intéressantes. Le Mexique est le pays préféré de la région, une possible hausse de ses taux par la Banque centrale du Mexique ayant déjà été anticipée. Le Pérou, la Colombie et le Brésil méritent une approche plus opportuniste et les coûts de couverture de change doivent être analysés au cas par cas. De nouvelles hausses des taux directeurs sont possibles au Pérou et en Colombie, mais la prime de taux d'intérêt (portage) apporte une compensation.

La Russie reste notre conviction la plus forte au sein de la région CEEMEA (Europe centrale, Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique). La forte hausse a certes rendu les obligations à longue échéance trop onéreuses, mais celles-ci devraient rester soutenues par la tendance désinflationniste, une croissance plus stable et un assouplissement monétaire prudent. Nous préférons les obligations en rand africain à celles en livre turque, parce que l'inflation devrait baisser en Afrique du Sud. Par ailleurs, nous pensons que les pays à haut rendement surperformeront les obligations en zlotys polonais et en forints hongrois, ces dernières présentant déjà des valorisations élevées.

En Asie, les obligations indiennes à court terme demeurent attrayantes grâce à une devise plus stable. L'Indonésie devrait enregistrer une bonne performance en devises locales

mais moins bien se tenir en dollars américains. Les Philippines et la Thaïlande devraient sous-performer la Malaisie car les valorisations fondamentales demeurent élevées.

Obligations en devises fortes: les rendements se stabilisent à des bas niveaux

La tendance à la baisse des notations de certaines obligations des marchés émergents par les agences de notation devrait se poursuivre, en particulier pour certains pays importants considérés comme vulnérables. Cependant, cette tendance semble être largement prise en compte et son impact sur les marchés devrait être limité sauf si les fondamentaux continuent de se détériorer. Cela étant, nous ne pensons pas que les spreads des obligations de marchés émergents en devises fortes se resserreront, la Fed commençant à relever ses taux. En d'autres termes, ces obligations offrent peu d'avantages de diversification au sein d'un portefeuille mondial.

En Amérique latine, la solide politique budgétaire du Mexique devrait permettre aux obligations mexicaines de surperformer. Les valorisations du Pérou sont également attrayantes et son économie semble se stabiliser. Dans la région EMEA, les valorisations sont globalement élevées. La Russie est notre pays préféré de la région en raison de sa performance budgétaire raisonnablement bonne, mais ses valorisations ne sont pas bon marché. L'Afrique du Sud est mieux positionnée que la Turquie pour conserver sa notation de crédit. Enfin, la Malaisie et l'Indonésie se négocient avec des écarts plus importants que ceux de leurs homologues affichant des notations de crédit similaires. En Malaisie, la performance budgétaire devrait s'améliorer malgré des dividendes potentiellement plus bas de l'entreprise publique de pétrole et de gaz Petronas. En Indonésie, une reprise différée de la croissance pourrait entraîner des dépenses supplémentaires. En Inde et aux Philippines, les marchés paraissent chers malgré l'amélioration des ratios de crédit fondamentaux.

En dépit du fait que les obligations en Argentine et/ou en Ukraine se soient légèrement redressées en 2015 et que les valorisations soient devenues onéreuses, les investisseurs disposés à prendre des risques peuvent envisager de se positionner dans ces pays en vue d'obtenir un portage plus élevé. Le Venezuela reste imprévisible, mais les mesures de crédit devraient se détériorer face à la crise économique et au climat d'incertitude politique. Aussi pensons-nous que la probabilité d'un événement de crédit reste élevée.

« Les obligations mexicaines devraient surperformer ; les valorisations du Pérou sont attrayantes. Dans la région EMEA, la Russie est notre pays préféré, mais ses valorisations ne sont pas bon marché. »

Actions: les perspectives de croissance, de valorisation et de politique monétaire indiquent que l'Asie émergente pourrait surperformer

Après avoir enregistré une bonne performance au premier trimestre 2015, les actions des marchés émergents ont chuté de presque 30% entre avril et septembre, plombées par le bas prix des matières premières et les craintes à l'égard de la Chine. A l'heure où nous écrivons, elles se sont légèrement redressées. Pour 2016, nous pensons que la plupart des facteurs négatifs resteront en place, avec une reprise modeste des matières premières et un environnement macroéconomique toujours difficile. Nous estimons néanmoins qu'il existe des opportunités en Inde, en Chine, à Taïwan, en Corée et en Russie. L'Amérique latine nous semble en revanche globalement moins intéressante.

Nous sommes optimistes à l'égard des actions chinoises

Au sein des marchés émergents, nous préférons l'Asie émergente dont la plupart des économies sont importatrices nettes de matières premières. Si la croissance se situe toujours bien au-dessous des niveaux observés avant la crise, l'inflation est généralement faible et les devises relativement stables, ce qui rendrait de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire possibles. Au sein de l'Asie émergente, nous sommes optimistes de moyen à long terme à l'égard de l'Inde qui affiche un potentiel de croissance élevé. Nous préférons également la Chine. Nous pensons que la baisse de la croissance inhérente à la transition économique vers une croissance tirée par la consommation a déjà été prise en compte. Les valorisations des actions H sont attrayantes et le prochain assouplissement monétaire devrait les soutenir. Parallèlement, Taïwan et la Corée du Sud devraient être les principaux bénéficiaires des bas prix des matières premières. D'autre part, Taïwan génère un rendement relativement élevé et la Corée du Sud affiche de bonnes perspectives bénéficiaires.

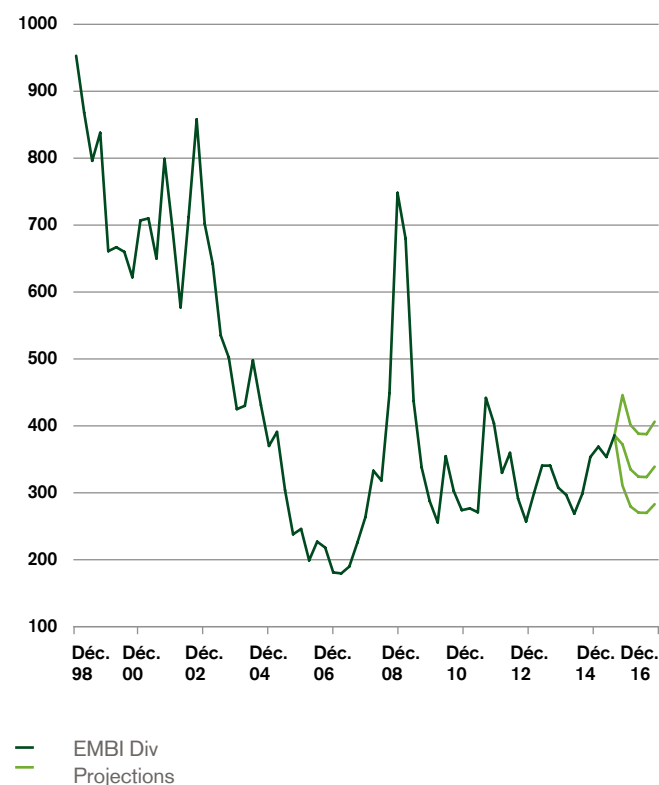
Les hausses des taux de la Fed devraient constituer un obstacle majeur pour l'Amérique latine et certains pays de la région EEMEA

Par le passé, les actions émergentes ont sous-performé les actions internationales de plus de 4% dans les deux mois suivant une première hausse de ses taux par la Fed. La hausse des taux d'intérêt américains pénalise généralement le plus l'Amérique latine et certaines actions de la région EEMEA, en raison de leur vulnérabilité aux sorties de capitaux. Dans la région EEMEA, les deux principaux exportateurs de matières premières, à savoir la Russie et l'Afrique du Sud, resteront probablement pénalisés par la faiblesse des prix des matières premières et les difficultés macroéconomiques. S'agissant de la Russie, les valorisations bon marché devraient toutefois partiellement compenser la faiblesse macroéconomique. De plus, les marchés de la région EEMEA devraient bénéficier de leurs relations étroites avec l'Union monétaire

européenne et l'euro. C'est notamment le cas de la Pologne qui est soutenue par une dynamique positive et une politique monétaire accommodante. Enfin, les développements politiques pourraient avoir un impact important sur la performance du Brésil si les tensions intérieures s'apaisent ou sur celle de la Russie si la situation en Ukraine s'aggrave.

Graphique 4

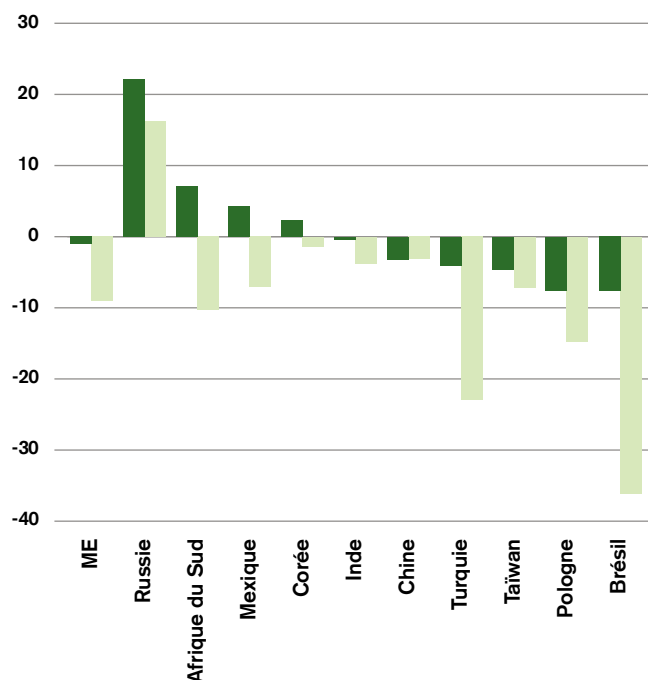
Emerging Market Bond Index Global diversified (EMBIG, en points de base)



Sources : JP Morgan, Bloomberg et Credit Suisse
Dernier point des données : 30 octobre 2015

Graphique 5

Performances des actions des marchés émergents depuis le début de l'année (indices MSCI au 30.10.2015)



● Rendement total (depuis le début de l'année, %, en devise locale)
● Rendements totaux (depuis le début de l'année, %, en USD)

Sources : Datastream, Credit Suisse





La liquidité compte

Quelles stratégies d'investissement face à la dégradation de la liquidité des marchés ?

Joe Prendergast
Head of Financial Markets Analysis

Un investisseur qui consulte, sur écran ou sur papier, la valorisation des titres de son portefeuille pense généralement qu'il lui est possible de vendre ses actifs sur le marché libre aux alentours des prix cotés ou d'en acheter davantage, à l'exception des actifs spécialisés qui sont illiquides, tels que le capital-investissement et certains placements immobiliers.

Mais les temps changent. Les actifs traditionnels, comme les valeurs de premier ordre, les obligations d'Etat et les principales devises, qui bénéficiaient de marchés profonds et liquides avant la crise financière de 2007-2008, commencent à afficher les premiers signes d'illiquidité. En d'autres termes, cela signifie qu'il ne pourrait pas être toujours possible de vendre ou d'acheter des actifs aussi facilement que par le passé. Différents problèmes se posent. Par exemple, certains actifs affichent un élargissement de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur (la fourchette de négociation) et/ou une baisse du volume maximum pouvant être négocié en une seule transaction. C'est particulièrement le cas à certaines heures de la journée, comme en milieu d'après-midi. Un autre phénomène, encore plus préoccupant, est le « krach éclair », à l'instar de ceux qui ont frappé les marchés d'actions et d'obligations en mai 2010, en octobre 2014 et en août 2015. Pendant ces périodes, les prix peuvent être différents de ceux cotés quelques instants auparavant. Sur les marchés des changes qui sont normalement liquides, l'abandon du taux plancher du franc suisse en janvier 2015 a provoqué une suspension temporaire de la plupart des transactions dans cette devise. Dans le même ordre d'idées, de nombreuses obligations d'entreprise sont actuellement difficiles à acheter sur le marché secondaire, particulièrement en gros volumes. Leur vente est, pour l'instant, relativement facile. En revanche, si un émetteur présente des risques de crédit inattendus, ses obligations deviennent soudainement difficiles à vendre.

Dans cet article, nous étudions certaines raisons à l'origine de la dégradation de la liquidité et les risques qu'elle se poursuive. Nous analysons ensuite comment adapter les stratégies d'investissement en fonction de l'évolution de l'environnement. Ainsi, nous recommandons aux investisseurs dont les besoins en liquidités futurs sont importants de davantage se concentrer sur les dividendes et les flux d'intérêts que sur les ventes d'actifs. De même, nous conseillons aux investisseurs axés sur la négociation de se préparer à acheter ou vendre en cas de krach éclair.

Les coûts accrus et les maigres bilans des banques se sont répercutés sur les investisseurs par un élargissement des fourchettes de négociation et une plus grande sélectivité

Au cours de la décennie précédant la crise financière de 2007-2008, les nouvelles technologies, la déréglementation rapide et les politiques d'assouplissement des banques centrales ont permis aux banques d'accroître leur capacité à prendre des risques. Ainsi, elles sont devenues plus enclines et plus aptes à fixer les prix d'achat et de vente d'une vaste gamme d'actifs financiers. Il en a résulté une tendance à la négociation plus facile et moins chère pour la plupart des investisseurs. Depuis la crise, ce processus a subi un revirement, la capacité de tenue du marché ayant été amoindrie par le durcissement des exigences réglementaires en matière de fonds propres. Qui plus est, la spéculation sur la stabilisation des prix est

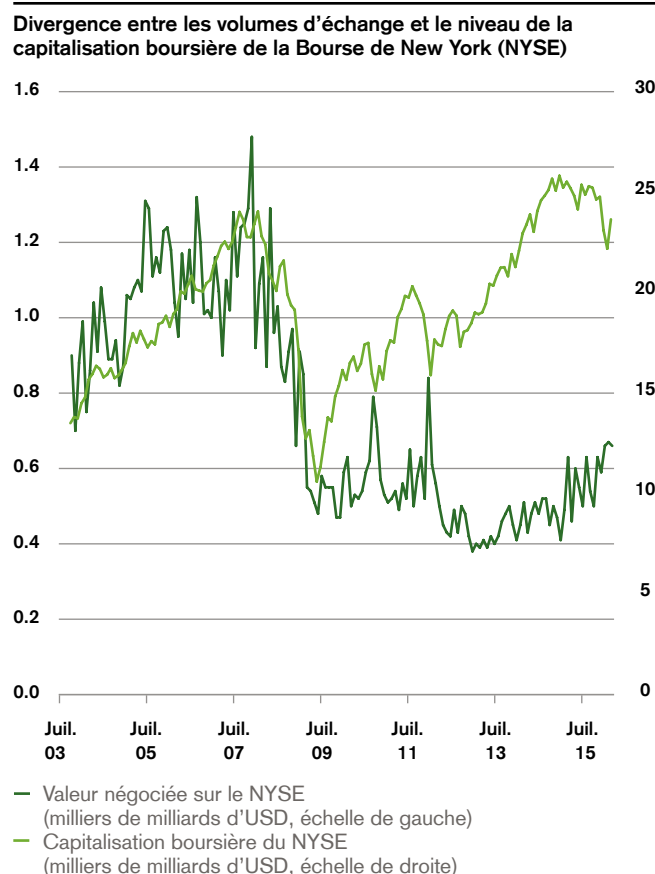
limitée par les restrictions sur la prise de positions pour compte propre et le processus de normalisation des taux d'intérêt américains à court terme.

Le graphique 1 montre que depuis la crise financière, les volumes négociés à la Bourse de New York ont évolué dans le sens inverse de la rapide reprise des capitalisations boursières.

C'est le signe qu'une dégradation de la liquidité pourrait devenir une source de préoccupation majeure dans un contexte de conditions de marché moins favorables.

Les banques qui proposent de vendre et d'acheter des actifs financiers (teneurs de marché) sont confrontées à des coûts d'investissement accrus, des bilans plus maigres et une moindre propension au risque parmi les actionnaires, les déposataires et les autorités de réglementation. En réponse à ces contraintes, les banques ont élargi les fourchettes de négociation, augmentant le prix qu'elles facturent à leurs clients pour la prise de risques associée à la tenue de marché. De plus, elles évaluent la valeur des transactions au cas par cas plutôt que de fournir des liquidités sans distinction. Les études du Credit Suisse sur la profondeur de marché (c'est-à-dire, le volume de cours vendeurs et de cours acheteurs de part et d'autre du cours moyen, tel que générale-

Graphique 1



Source : Bloomberg

Dernier point des données: 30 octobre 2015

ment fourni par les teneurs de marché) indiquent que la profondeur des marchés des obligations d'Etat américaines et européennes, par exemple, a fortement diminué depuis la réduction de l'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine fin 2014, et ce davantage aux Etats-Unis qu'en Europe.

Par ailleurs, la profondeur de marché est difficile à estimer, du fait qu'elle réagit de manière rapide et négative aux hausses de la volatilité. Cela peut également permettre d'expliquer pourquoi les indicateurs généraux de liquidité ne semblent pas s'être significativement détériorés. Il n'en demeure pas moins que les poches d'illiquidité et de volatilité extrêmes semblent plus fréquentes.

Les actifs moins liquides deviennent encore plus illiquides (en particulier à certaines heures de la journée)

Alors que les banques élargissent les fourchettes de négociation et deviennent plus sélectives en matière de négociation, un nombre croissant d'investisseurs se tournent vers les stratégies automatisées de négociation haute technologie, programmées pour favoriser des conditions de négociation liquides. Il en a résulté d'importants volumes de transactions aux heures les «plus liquides» de la journée. Plus d'une transaction sur six sur des titres de l'indice S&P 500 a été effectuée

au cours de la dernière heure de négociation en 2014, contre une sur dix en 2007. En revanche, le négoce en milieu d'après-midi est de moins en moins liquide.

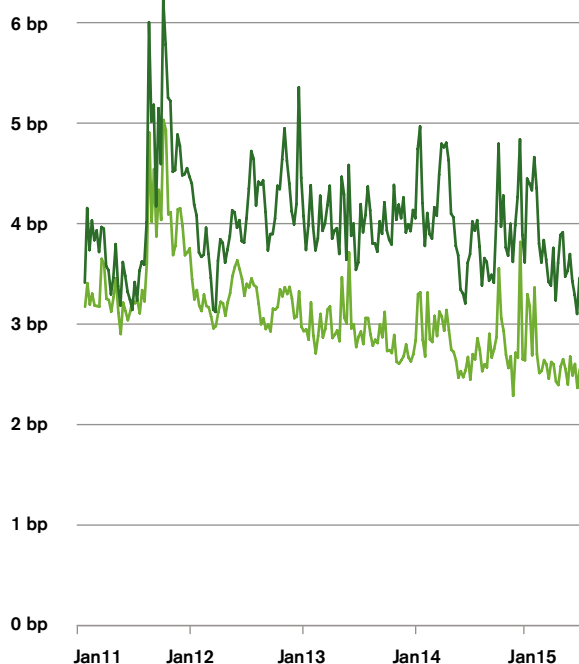
« Les actifs traditionnels commencent à afficher les premiers signes d'illiquidité. Certains affichent un élargissement de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur et / ou une baisse du volume maximum de transactions. C'est particulièrement le cas à certaines heures de la journée. »

Des volumes comparables sont observés sur tous les marchés, notamment sur ceux qui sont traditionnellement moins liquides. Les titres à petite capitalisation américains, pour lesquels les coûts de transaction étaient significativement plus élevés et les volumes plus bas, se font l'écho de cette tendance. Les fourchettes de négociation des titres de l'indice Russell 2000 (petites capitalisations) se sont élargies par rapport à ceux de l'indice S&P 500 (grandes capitalisations) au cours des trois dernières années (voir graphique 2). Les teneurs de marché (et les traders haute fréquence) ont concentré la liquidité dans les grandes capitalisations au détriment des petites capitalisations.

« Pour investir sur les marchés traditionnels, les fonds commun de placement à capital fixe présentent l'avantage de rester proches des valorisations, contrairement aux fonds communs de placement à capital variable. En revanche, pour les investissements non traditionnels (par exemple, les marchés frontières), les fonds communs de placement à capital variable peuvent présenter des avantages pendant les phases baissières. »

Graphique 2

Comparaison des grandes et des petites capitalisations américaines en termes d'écarts entre cours acheteurs et cours vendeurs



— Russell 2000 (petites cap. éch. de droite)
— S&P 500 (grandes cap.)

Source : Credit Suisse

Dernier point des données : 24 juillet 2015

Autre conséquence : les volumes des transactions ont baissé, créant une illusion de liquidité qui se dissipe lorsque les plus gros volumes de transactions sont présentés sur le marché. Le négoce de blocs d'actions (c'est-à-dire, les transactions de 10 000 actions ou plus) représentait seulement 10% du volume total au cours des dix dernières années, contre environ un tiers du volume au cours de la décennie précédente.

En résumé, la liquidité des marchés financiers suit une tendance mondiale, les teneurs de marché se concentrant sur les titres les plus liquides aux heures les plus liquides de la journée, portant ombrage aux actifs et aux heures moins liquides et provoquant un écart de liquidité croissant entre ces extrêmes.

A l'avenir, l'illiquidité des marchés financiers pourrait s'aggraver au fur et à mesure de la normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale.

A notre avis, la mise en place de politiques monétaires accommodantes par les banques centrales du monde entier a permis de freiner la dégradation de la liquidité des marchés. Les autorités monétaires se préparent toutefois à durcir leur politique monétaire. Ainsi, la Réserve fédérale a annoncé la fin de son programme d'assouplissement monétaire dans le courant de l'année 2014 et un relèvement progressif des taux courts américains fin 2015.

Au cours des cycles précédents, il existait un décalage important entre le début du durcissement monétaire et la hausse de la volatilité sur les marchés des actifs. La connexion était toutefois solide (voir graphique 3). Au fur et à mesure de la normalisation des politiques monétaires des banques centrales, nous tablons sur une réduction de la liquidité de négoce et sur une volatilité accrue.

En particulier, un à deux ans après la première hausse des taux d'intérêt, nous anticipons un durcissement des conditions sur les marchés des obligations d'entreprise. Il en résulterait non seulement des rendements plus élevés (c'est-à-dire des prix plus bas) mais également une illiquidité accrue sur les marchés secondaires. Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, de nombreuses obligations d'entreprise sont, pour le moment, relativement difficiles à acheter sur le marché secondaire et relativement faciles à vendre. Cette tendance pourrait s'inverser avec l'accélération du rythme du durcissement monétaire. En effet, les investisseurs pourraient ne pas être en mesure de vendre les obligations qu'ils détiennent en portefeuille au prix qu'ils auraient souhaité.

A notre avis, il convient de surveiller de près la variable clé que sont les conditions de liquidité aux Etats-Unis au moyen de notre indicateur de liquidité pour les Etats-Unis, présenté dans le graphique 4. Nos indicateurs de liquidité propriétaires, dont l'indicateur de liquidité pour les Etats-Unis fait partie, ne se contentent pas de mesurer la liquidité de négoce. Ils surveillent les taux, le crédit, l'activité

immobilière, les prêts bancaires et la masse monétaire, fournissant un aperçu général des conditions de liquidité. La réduction de son assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine a déjà provoqué une certaine dégradation des conditions de liquidité, donnant lieu à des épisodes de tension sur les marchés en 2015.

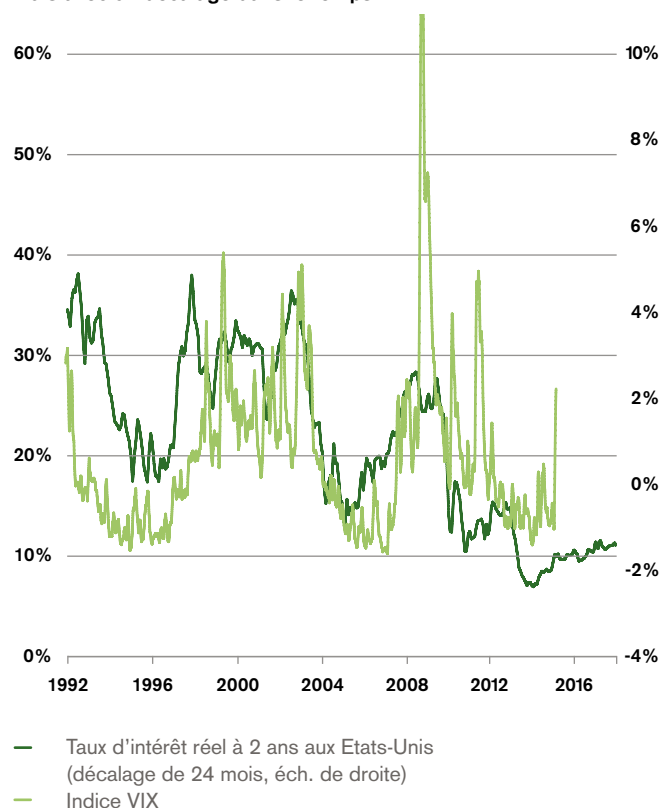
Certains facteurs pourraient toutefois permettre d'améliorer ce panorama préoccupant. Alors que les banques offrent de moins en moins de services de tenue de marché, les grands investisseurs finaux institutionnels commencent déjà à réaliser plus de transactions directement entre eux par l'intermédiaire de nouvelles plateformes de négociation. Cette tendance pourrait bien se poursuivre et, à son tour, indirectement soutenir les petits investisseurs, si elle limite la hausse de la volatilité sur les marchés.

Cette tendance à une hausse de l'illiquidité de négoce a une portée concrète sur les décisions d'investissement

- Les investisseurs doivent analyser leurs futurs besoins en liquidités et se préparer à les satisfaire à partir des dividendes attendus, des paiements de coupons et des remboursements, et non plus des ventes sur les marchés secondaires. C'est particulièrement vrai pour les obligations d'entreprise, segment dans lequel la situation pourrait se détériorer avec l'accélération du rythme du cycle de durcissement de la Réserve fédérale.

Graphique 3

La hausse des taux réels engendre de la volatilité, mais avec un décalage dans le temps

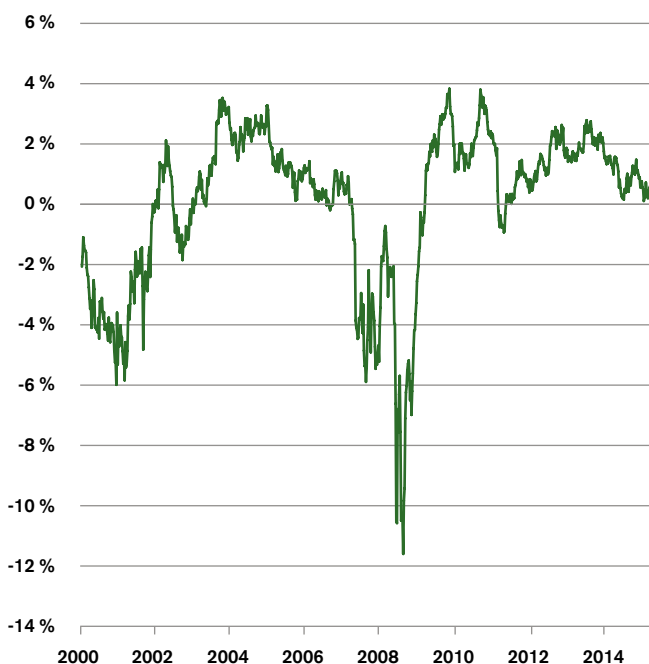


Source: Bloomberg Dernier point des données: 2 novembre 2015

- La construction stratégique de portefeuille doit prendre en compte l'illiquidité et la volatilité pour évaluer l'attrait d'un actif dans un portefeuille. Au sein de nos mandats discrétionnaires, par exemple, l'illiquidité relative des actions des marchés émergents, des obligations à haut rendement et des obligations convertibles réduit le volume que nous détenons par rapport aux autres actifs offrant un profil de risque-rendement comparable.
- Les fonds communs de placement à capital variable sont généralement négociables aux alentours de la valeur liquidative sous-jacente dans les conditions de marché les plus extrêmes, ce qui en fait une classe d'actifs plus attrayante pour investir sur les marchés traditionnels que les fonds commun de placement à capital fixe qui pourraient se négocier en dessous de la valeur liquidative pendant les périodes de tension. En revanche, pour les investissements non traditionnels (par exemple, les marchés frontières), les fonds communs de placement à capital variable peuvent devoir vendre les actifs liquides de meilleure qualité de leur portefeuille pendant les phases baissières pour honorer les demandes de rachats anticipés. Les investisseurs restants se retrouveraient avec des actifs de faible qualité, un scénario qui n'est pas envisageable avec les fonds commun de placement à capital fixe.
- Les actifs tels que le capital-investissement et certains placements liés à l'immobilier sont traditionnellement considérés comme des instruments illiquides, et peuvent jouer un rôle important dans un portefeuille diversifié s'ils offrent un rendement suffisant. Ils peuvent toutefois subir une très forte décote ou devenir invendables pendant les périodes de tension. Les investisseurs doivent donc prendre cet élément en compte pour évaluer les besoins en liquidités.
- Les investisseurs doivent se préparer à une volatilité accrue, avec d'importantes fluctuations des prix, même parmi les actifs liquides traditionnels. Les baisses extrêmes qui créent de la valeur peuvent fournir d'excellents points d'entrée. Pour en profiter, il convient de détenir suffisamment de liquidités aptes à être réalisées en vendant des actifs pendant les périodes de flambées des prix. Les baisses (ou hausses) significatives des cours ne sont pas toujours le signe d'un point d'entrée (ou de sortie) ; il faut également disposer d'un processus d'évaluation clair, comme le cadre d'allocation tactique des actifs utilisé pour nos mandats discrétionnaires. La stratégie qui en découle est également publiée de manière régulière et opportune dans le rapport de notre Comité d'investissement.

Graphique 4

Indicateur de liquidité Credit Suisse



— Indicateur de liquidité Credit Suisse pour les Etats-Unis

Sources : Bloomberg, Datastream, Credit Suisse
Dernier point des données : 4 novembre 2015





Opportunités inexploitées

Comment identifier les « trésors cachés »

Michael O'Sullivan
CIO UK and EEMEA

Pour améliorer la performance des investissements, il est possible de partir à la découverte de « trésors cachés », c'est-à-dire de tendances susceptibles de générer une croissance solide et durable qui ne sont pas encore prises en compte dans les prix des marchés. Dans cette optique, nous avons identifié trois grandes tendances : la rentabilité supérieure des entreprises promouvant la diversité de genre dans les conseils d'administration et aux postes de direction, la surperformance de certaines entreprises familiales et la capacité des marchés des capitaux des petites économies à entrer dans l'arène des poids lourds à plus long terme.

Nous décrivons une quatrième tendance, plus timide mais qui affiche néanmoins un énorme potentiel : l'impact sur les consommateurs et les entreprises du secteur alimentaire du consensus naissant parmi les nutritionnistes, selon lequel les matières grasses pourraient ne pas être aussi mauvaises pour la santé qu'on ne le pensait.

Notre groupe de réflexion du Credit Suisse Research Institute (CSRI) a étudié ces thèmes de manière approfondie, en s'appuyant sur notre vaste réseau de recherche interne et sur les informations fournies par d'autres conseillers. Nous avons mis au point de grandes bases de données propriétaires, telles que la «Credit Suisse Gender 3000» qui contient des informations uniques sur la diversité de genre au sein des plus grandes entreprises mondiales. Nous avons également dressé des listes des titres pouvant être utilisés à des fins d'investissement dans certains de ces thèmes et, dans certains cas, des produits d'investissement disponibles.

Diversité de genre au sein des entreprises et amélioration de la performance financière

L'impact de la diversité de genre sur la performance des entreprises est un thème qui monte en puissance. La faible proportion de femmes aux postes de direction indique toutefois que les marchés sous-évaluent parfois cet impact, ce qui en fait une opportunité d'investissement intéressante. En 2015, le CSRI a mis à jour son étude «Gender Diversity and Corporate Performance» et y a intégré, pour la première fois, des données sur les conseils d'administration, mais également sur les postes de direction. L'étude répertorie par genre plus de 28 000 cadres supérieurs dans plus de 3 000 grandes entreprises activement surveillées par les analystes du Credit Suisse dans le monde entier – la «CS Gender 3000».

Cette étude révèle que si la proportion de femmes aux postes de direction est globalement similaire à celle relevée dans les conseils d'administration, une division apparaît: la présence des femmes aux postes de direction a tendance à être orientée vers des domaines de moindre influence avec moins d'opportunités de promotion. Elle montre également que la présence des femmes est plus forte dans les sociétés des secteurs de la «nouvelle économie» et des services («travail non manuel») que dans la plupart des entreprises des secteurs de la fabrication et de la construction. Les tendances sectorielles de ce type sont toutefois moins marquées que les tendances géographiques et culturelles.

Pour les investisseurs, la mise à jour de l'étude confirme la plupart des conclusions formulées dans sa première version. En particulier, une mixité accrue au sein des conseils d'administration et des équipes de direction est étroitement associée à un meilleur rendement des fonds propres. Cette observation se traduit à long terme par une meilleure performance boursière, assortie de bénéfices et de valorisations plus élevés. Même s'ils ne démontrent aucun lien de cause à effet, ces résultats sont pour le moins saisissants. Ainsi, il ressort que les stratégies d'investissement

fondées sur les informations publiques relatives à la diversité de genre peuvent fortement surperformer pendant une période donnée – une conclusion importante pour les investisseurs.

«La diversité a un impact croissant sur la performance des entreprises mais n'est pas encore devenue un thème dominant, ce qui peut créer des opportunités d'investissement.»

Qui plus est, de nouvelles conclusions se dégagent de cette nouvelle analyse des structures de direction. Rien ne permet d'affirmer que les sociétés dirigées par des femmes adoptent une stratégie d'endettement plus prudente qui se traduirait par une perte en termes de rentabilité du capital. Les ratios de distribution sont même plus élevés. Certes, il semblerait que les femmes occupant des postes de CEO soient plus prudentes que les hommes. Ainsi, elles sont moins portées sur les acquisitions, d'autres études ayant révélé que les acquisitions ont souvent des répercussions négatives sur la valeur actionnariale.

Au niveau macroéconomique, nous observons que la mixité au sein des conseils d'administration a gagné du terrain dans la quasi-totalité des pays et des secteurs, la présence féminine pouvant atteindre 12,7% dans les conseils d'administration observés fin 2013, contre 9,6% en 2010. La présence des femmes au sein des équipes de direction (CEO et directrices rattachées au CEO) s'élevait à 12,9% fin 2013. Comme expliqué ci-dessus, il existe toutefois de vastes écarts entre les secteurs et les pays. Il convient de souligner que les pays ayant imposé des quotas sur la mixité au sein des conseils d'administration n'ont pas, tout du moins pour l'instant, fait état de répercussions liées à la présence des femmes aux postes de direction.

Du point de vue de l'investissement, il est possible de construire des stratégies basées sur une sélection de sociétés où la présence de femmes aux conseils d'administration ou aux postes de direction est supérieure à la moyenne. Il serait même possible d'affiner cette sélection en ne retenant que les sociétés dont la performance d'exploitation et la valorisation bénéficient également d'une note HOLT* élevée. Les investisseurs peuvent mettre en œuvre cette stratégie en investissant directement dans ces sociétés ou, le cas échéant, dans un produit d'investissement adapté.

Entreprises familiales – Stabilité et potentiel de surperformance à long terme

Si certaines entreprises familiales sont détenues par des intérêts privés, elles sont nombreuses à être cotées et majoritairement détenues par une seule famille. Le Credit Suisse entretient une relation étroite avec les entreprises familiales et publie régulièrement des études les concernant depuis 2007. La dernière en date, « The Family Business Model », a été publiée par le Credit Suisse Research Institute (CSRI) en 2015. Nos travaux indiquent que les entreprises familiales n'ont pas la même approche des rendements de moyen à long terme que les entités non familiales. Historiquement, cette stratégie a généré de bons résultats, dont les investisseurs pourraient bénéficier si cette tendance se poursuit à l'avenir.

Nous nous sommes demandé en quoi les entreprises familiales se distinguent et pourquoi leur profil de rendement est différent de celui des autres entreprises au sens large. Nous sommes arrivés à la conclusion que leur volonté de conserver le contrôle s'est traduite par une gestion et des stratégies plus prudentes et plus efficaces ainsi qu'un accent sur les produits à valeur ajoutée et le développement de la marque. Par ailleurs, il ressort que les entreprises familiales se concentrent généralement plus sur les activités de base, ce qui signifie qu'elles accordent une moindre importance aux acquisitions et qu'elles affichent une croissance plus organique. L'intensité de l'investissement, qu'il s'agisse des dépenses d'investissement ou de recherche et développe-

ment (R et D), est moins élevée que parmi les entités non familiales. En d'autres termes, les investissements sélectionnés et les dépenses de R et D sont plus efficaces et favorisent davantage les rendements des fonds propres à court terme.

Pour nous aider dans notre évaluation de la santé des entreprises familiales, nous avons construit l'univers CS Global Family 900, une base de données financières détaillée comprenant 900 entreprises familiales du monde entier. Ce groupe d'entreprises a généré un taux de croissance annuel composé (TCAC) supérieur de 4,5% à l'indice MSCI All Countries World depuis 2006. A long terme, les entreprises familiales composant le CS Global Family 900 ont généré un profit économique (les bénéfices dépassant le coût d'opportunité d'utilisation des actifs ou des capitaux) deux fois supérieur à celui des indices de référence.

De manière générale, le modèle d'affaires des entreprises familiales affiche un rendement des fonds propres inférieur à celui des marchés plus développés des Etats-Unis ou d'Europe. En revanche, elles affichent un rendement des fonds propres plus élevé en Asie et dans la région EMEA. Un rendement des fonds propres inférieur est associé à des stratégies plus prudentes et à des priorités générales moins axées sur les rendements financiers. De même, l'endettement est moins élevé pour les entreprises familiales américaines et européennes, ce qui corrobore les études précédentes.

Tableau 1

Pourcentage de femmes dans les conseils d'administration par secteur (%)				
	2010	2011	2012	2013
Biens de consommation non essentielle	10,6%	11,3%	12,4%	13,4%
Biens de consommation de base	13,3%	14,2%	14,9%	16,3%
Energie	6,7%	7,7%	8,3%	9,4%
Finance	11,3%	12,0%	13,0%	14,8%
Santé	11,7%	12,4%	12,9%	14,1%
Industrie	7,8%	8,7%	9,9%	11,0%
Matériaux	6,8%	7,7%	8,6%	10,0%
Technologie	8,1%	8,4%	9,0%	10,9%
Télécommunications	11,1%	11,0%	12,4%	14,2%
Services aux collectivités	10,6%	11,0%	12,0%	14,4%
Total	9,6%	10,3%	11,3%	12,7%

Source : Credit Suisse Research

Tableau 2

Pourcentage de femmes dans les conseils d'administration par région en 2013 (%)					
	0	<10%	10-20%	20-30%	>30%
Amérique du Nord	24,7	11,0	39,6	18,6	6,0
Europe	10,3	6,3	31,4	32,8	19,2
EMEA	39,6	10,4	29,2	15,1	5,7
Amérique latine	56,0	13,1	19,0	10,7	1,2
Asie développée	54,0	11,1	24,3	8,7	1,9
Asie émergente	49,5	17,2	23,3	6,7	3,3
Total	33,7	11,1	31,4	16,9	6,9

Source : Credit Suisse Research

Enfin, notre base de données montre que les entreprises familiales affichent une croissance organique. Depuis 1990, les activités de fusions et acquisitions comptent pour seulement 2,1% de leur chiffre d'affaires, contre 5,8% pour les entités non familiales. Il en ressort également que les entreprises familiales réalisent des acquisitions mieux ciblées et moins chères, qui stimulent la croissance et les rendements au cours des trois années suivant l'acquisition.

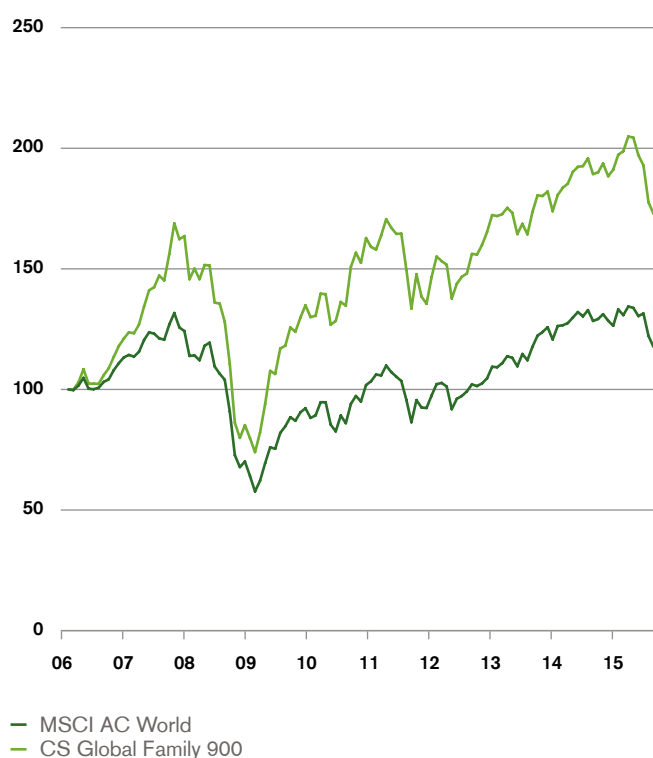
Pour les investisseurs, il est possible de créer une stratégie visant à bénéficier de cette performance potentielle en déterminant de petits portefeuilles de sociétés en mains familiales qui sont bien notés dans notre analyse HOLT*. Comme pour le thème de la diversité de genre, les investisseurs peuvent mettre en œuvre cette stratégie en investissant directement dans ces sociétés ou, le cas échéant, dans un produit d'investissement adapté.

Le succès des petits pays et leurs marchés

Certains petits pays développés, comme Singapour ou la Suisse, n'ont plus à faire la preuve de leur succès économique à long terme. Cependant, la relation entre la taille du pays et la performance des marchés d'actions et d'obligations a été moins étudiée, même s'il existe des comparaisons classiques entre les entreprises à petite et grande capitalisations au sein des places boursières nationales. Notre récente étude visait à pallier cette carence et à étudier si ce domaine qui a fait l'objet de peu de recherches offrait une opportunité d'investissement. Nous avons étudié le lien entre la performance macroéconomique des petits pays et la performance de leurs marchés de capitaux. Il en ressort qu'à long terme, les marchés d'actions des petites nations développées surperforment ceux des plus grands pays développés. Ce constat est également vrai, quoique dans une moindre mesure, pour les marchés obligataires des petits pays développés.

Graphique 1

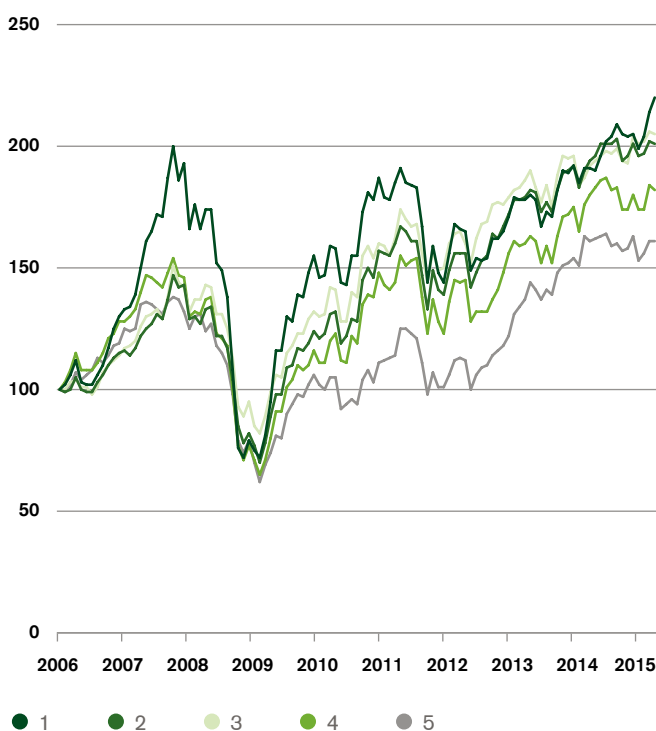
Univers CS Global Family 900 vs. MSCI ACWI



Sources : Bloomberg, Credit Suisse Research
Dernier point des données : 10 novembre 2015

Graphique 2

Rendements des actions par génération



Source : Credit Suisse HOLT
Dernier point des données : 10 novembre 2015

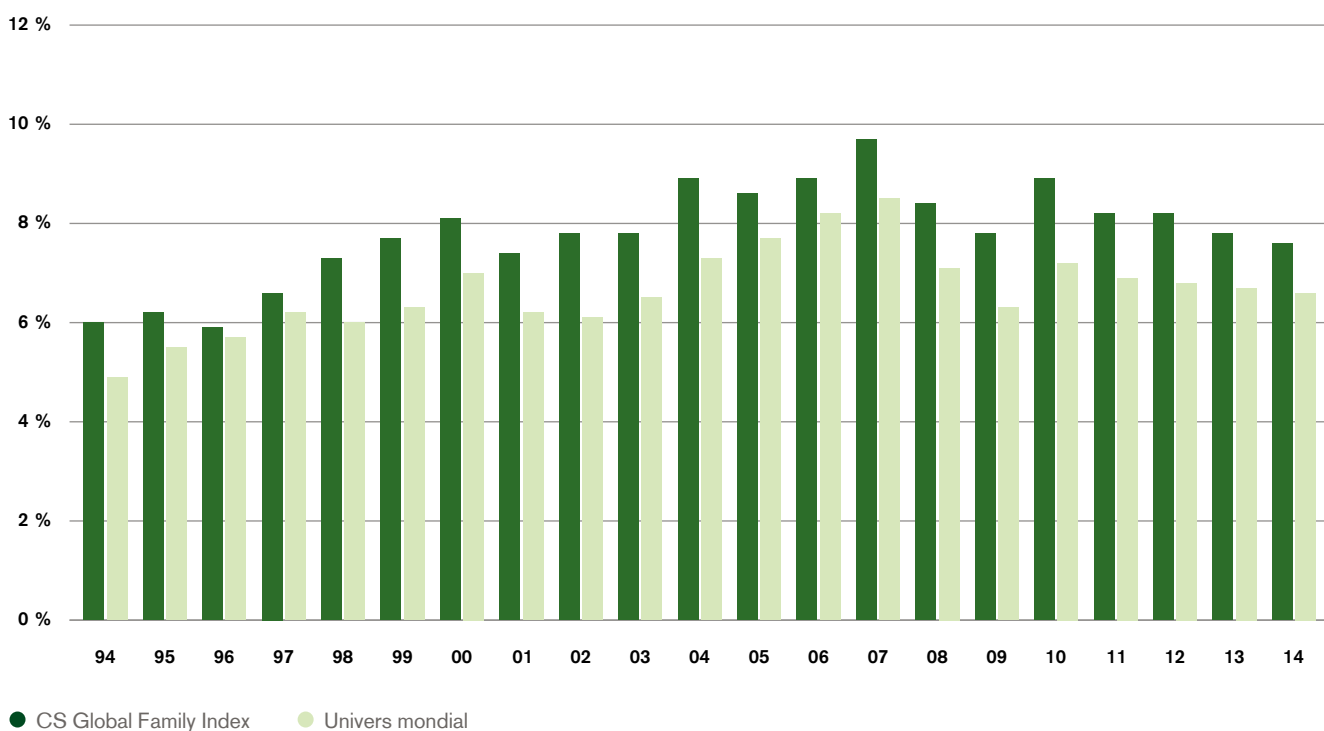
Bien entendu, comme l'ont démontré les événements qui se sont produits en Grèce, la petite taille n'est pas, en soi, une garantie de succès. Les ingrédients nécessaires pour dégager une performance économique solide et durable ont été analysés dans l'étude «The Success of Small Countries and Markets» du CSRI publiée en 2014, pour laquelle nous avons construit un indice CS Country Strength pour identifier les facteurs clés. Six des dix premiers pays de cet indice étaient des petits pays. Nous avons observé que les facteurs clés incluaient l'«infrastructure immatérielle», comme l'éducation, la technologie et la santé, qui sont non seulement des moteurs de croissance mais jettent également les bases de la réussite future. Cet indice peut être utilisé pour aider les investisseurs à sélectionner des pays. Il convient toutefois de noter que la réussite à long terme ne confère aucune protection contre l'impact négatif des forces économiques mondiales à court terme. De fait, elles peuvent affecter

les petits Etats plus fortement ou plus rapidement que les grands pays. Par exemple, la Suisse et le Danemark ont été obligés de passer leurs taux d'intérêt en territoire négatif en 2015, principalement parce que leur succès attirait des entrées de capitaux excédentaires. La Nouvelle-Zélande et la Norvège sont quant à elles pénalisées par les répercussions du ralentissement de la croissance en Chine ; l'Irlande et le Portugal payent le coût social de l'austérité et, dans les pays du Nord, les banques centrales peinent à maîtriser les effets de la déflation importée. Dans l'ensemble, les petits pays font office de système d'alarme précoce pour l'économie mondiale.

* CFROI®, HOLT, HOLTfolio, HOLTSelect, ValueSearch, AggreGator, Signal Flag et «Powered by HOLT» sont des marques commerciales ou des marques de services ou des marques commerciales déposées ou des marques de services déposées du Credit Suisse AG ou de ses filiales aux Etats-Unis ou dans d'autres pays. HOLT est un service de conseil du Credit Suisse relatif à la performance d'une entreprise et à sa valorisation du Credit Suisse.

Graphique 3

Retour sur investissement de l'univers CS Global Family 900 vs. MSCI ACWI



Source : Credit Suisse HOLT

Dernier point des données : 4 novembre 2015

Matières grasses, le nouveau paradigme de la santé

Le quatrième et dernier thème abordé ici commence seulement à émerger. C'est pourquoi les conséquences en matière d'investissement ne sont pas encore complètement connues. Son impact devrait toutefois être important. Nous le développons donc pour les investisseurs qui souhaitent suivre ce thème à un stade relativement précoce et l'exploiter quand la stratégie d'investissement appropriée se précisera.

Les matières grasses figurent parmi les trois macronutriments de tout régime, les protéines et les glucides étant les deux autres. Depuis cinquante ans, les règles de nutrition tablent généralement sur une alimentation pauvre en matières grasses. Nous sommes incités à réduire considérablement notre consommation d'acides gras saturés (présents dans le beurre, le saindoux, le lait, la viande rouge, l'huile de coco, etc.) et

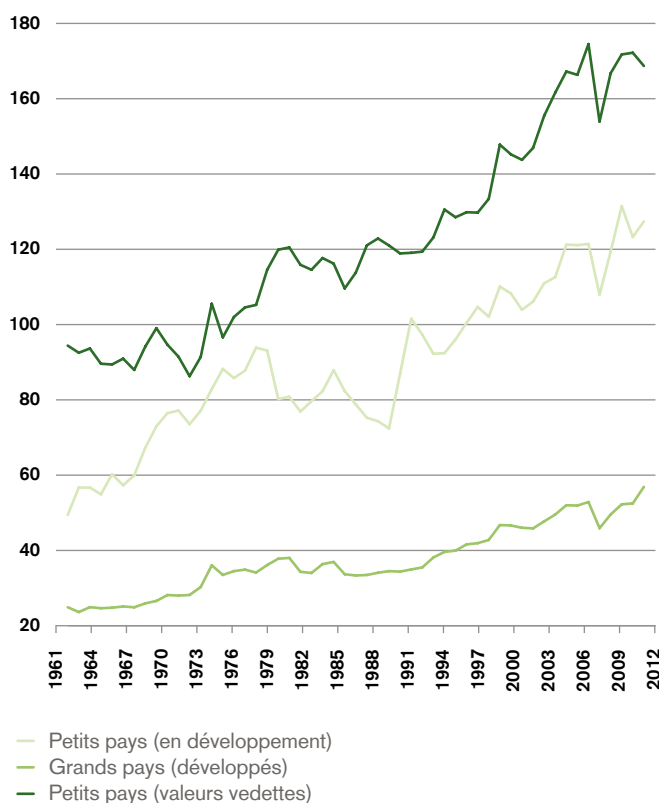
de cholestérol (œufs). Il est également conseillé d'augmenter son apport en acides gras polyinsaturés (présents dans le soja, le tournesol, le maïs, l'huile de coton) et en glucides (présents dans les pâtes, le pain, le sucre, etc.)

Depuis dix à quinze ans, ces recommandations sont débattues et remises en question. Certains experts estiment que les résultats de ces conseils nutritionnels évoqués plus haut sont particulièrement évidents aux Etats-Unis, où 35% de la population souffre d'obésité et une proportion comparable est atteinte du syndrome métabolique. D'autres soutiennent qu'il faut maintenir les principes aujourd'hui généralement acceptés, avec une limite de 10% de l'apport énergétique quotidien en graisses saturées et aucune limite en acides gras monoinsaturés (huile d'olive, huile de colza, huile de palme, fruits à coque), en acides gras polyinsaturés ou en glucides.

Graphique 4

Les petites économies développées sont plus ouvertes que les plus grandes

% PIB



Sources : Banque mondiale, Credit Suisse

Tableau 3

Les petits pays en tête du classement CS Globalisation

Pays	Taille	Score
Luxembourg	P	0.97
Suisse	P	0.89
Hong Kong	P	0.87
Irlande	P	0.84
Belgique	M	0.82
Hongrie	P	0.81
Islande	P	0.81
Pays-Bas	M	0.80
Malte	P	0.80

Dans le récent rapport du CSRI, «Matières grasses, le nouveau paradigme de la santé», nous analysons en profondeur l'«écosystème des matières grasses», en prenant en compte les cinq principales catégories de matières grasses, les principaux aliments riches en matières grasses et les entreprises qui les produisent, la recherche médicale sur les matières grasses ainsi que la perception des médecins, des consommateurs et des autorités de santé.

Notre étude de marché indique que la perception des consommateurs et des médecins va de pair avec les recommandations nutritionnelles officielles. Cependant, la consommation mondiale de beurre augmente à un rythme de 2 à 4% par an et la consommation de lait entier aux Etats-Unis a progressé de 11% au premier semestre 2015, contre une baisse de 14% pour celle du lait écrémé. Au cours des douze derniers

mois, la consommation d'œufs aux Etats-Unis a augmenté de 2% et celle d'œufs biologiques de 21%.

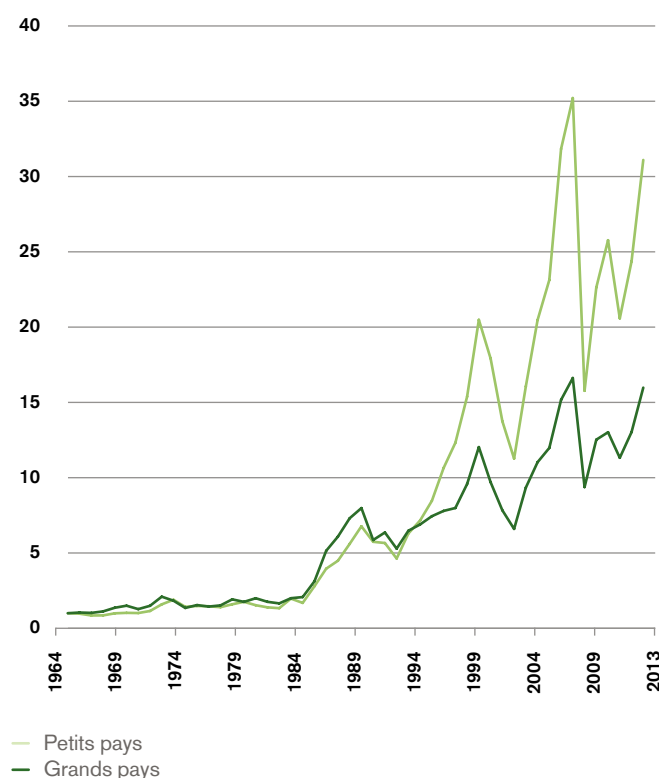
A notre avis, nous sommes proches d'un point de rupture. Notre propre étude soutient ces nouvelles tendances, tandis que les recherches médicales récentes démontrent que consommer du cholestérol n'a pratiquement aucun impact sur le taux de cholestérol présent dans le sang ou sur la possibilité d'être victime de maladies cardiaques. De plus, la relation entre la consommation de graisses saturées et le risque cardiovasculaire n'a jamais été prouvée. Autrement dit, la consommation de graisses saturées n'a pas d'effets cardiovasculaires néfastes. En revanche, aux niveaux actuels de consommation dans les pays développés, les acides gras polyinsaturés oméga 6 (huiles végétales) ne sont pas aussi bénéfiques qu'on ne le pensait auparavant.

L'étude conclut que les graisses naturelles sont bonnes pour la santé et indispensables dans une société désireuse d'avoir des individus qui sont et qui restent en bonne santé. Les matières grasses sont parmi les meilleures sources d'énergie utilisées et stockées par le corps. Les acides gras saturés et les acides gras mono-insaturés constituent une bonne source d'énergie, et les oméga 3 ont d'importantes propriétés protectrices pour le cœur et le cerveau. Les entreprises en mesure de s'adapter rapidement à ce consensus naissant devraient surperformer, tandis que celles qui l'ignoreront devraient sous-performer. A plus long terme, nous sommes convaincus que cette tendance deviendra un thème d'investissement à part entière.

Graphique 5

Sur le long terme (rendements totaux), les petits pays affichent une surperformance

Indexé, 1964 = 1



Sources: Base de données DMS, Credit Suisse/IDC

Principaux événements dans le monde en 2016

(susceptible de varier)





Avertissement sur les risques

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 basé 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 sur http://www.swissbanking.org/en/home/publikationen-link/shop_popup.htm?ID=11308

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 prix, la valeur ou le revenu de tout titre ou instrument financier mentionné dans ce rapport peuvent diminuer ou augmenter. La valeur des titres et des instruments financiers est subordonnée aux fluctuations des taux de change et d'intérêt au comptant ou à terme, des indicateurs économiques, de la capacité financière de l'émetteur ou de l'émetteur de référence, etc., qui sont susceptibles d'affecter positivement ou négativement le prix ou le revenu de ces titres ou de ces instruments financiers. En achetant des titres ou des instruments financiers, vous vous exposez à des pertes ou à une perte nette du capital en raison des fluctuations des cours ou d'autres indices financiers, etc. Les investisseurs qui ont effectué des placements en ADR, dont la valeur est affectée par la volatilité des monnaies, assument effectivement ce risque. **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.**

Les taux de commission pour les opérations de courtage seront conformes aux taux convenus entre le CS et l'investisseur. Pour les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre entre le CS et l'investisseur, le prix d'achat ou de vente constituera le prix total. Les transactions effectuées sur le principe de contreparties agissant pour compte propre, y compris les opérations sur dérivés hors bourse, seront négociées sous la forme d'un prix/cours d'achat ou d'un prix/cours de vente, auquel cas une différence ou un écart peut être constaté. Les frais associés aux transactions seront convenus avant lesdites transactions, conformément aux lois et aux réglementations applicables. Veuillez lire attentivement la documentation préalable au contrat, etc., pour le détail des risques et commissions, etc., des titres ou des instruments financiers concernés avant l'achat.

Certains des investissements décrits dans ce rapport comportent un niveau élevé de volatilité. Les investissements soumis à une forte volatilité sont sujets à des baisses soudaines et fortes de valeur causant une perte au moment de la vente des titres. Ces pertes peuvent égaler votre investissement initial. Dans le cas de certains investissements, le risque de perte est même susceptible d'excéder le montant de l'investissement initial et vous pourriez dans de telles circonstances être tenu de déboursier une somme plus élevée pour couvrir ces pertes. Les rendements des investissements peuvent fluctuer et, par conséquent, il est possible que le capital initial versé soit utilisé afin d'assurer une partie du rendement. Il se peut que certains investissements ne soient pas aisément réalisables et qu'ils soient dès lors difficiles à vendre ou à réaliser. De même il vous sera peut-être difficile d'obtenir des informations fiables sur la valeur d'un tel placement ou sur les risques auxquels il est exposé. Pour toute question, veuillez contacter votre Relationship Manager.

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.

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.

Le terme « Credit Suisse » fait référence à la marque commerciale relative aux services de banque d'investissement, de gestion d'actifs et de banque privée proposés par les filiales et sociétés affiliées de Credit Suisse Group à travers le monde. Chaque entité légale de Credit Suisse Group est soumise à des exigences réglementaires distinctes, de sorte que certains produits et services peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions ou pour tous les types de clients. Aucun produit ni service ne sera offert dans des pays ou juridictions où sa distribution serait contraire à la réglementation locale.

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 informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. Toute question relative aux sujets évoqués dans le présent rapport ou à vos investissements devra être posée directement à votre relationship manager local ou à d'autres conseillers. **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 Credit Suisse, 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:** Ce document ne contient pas toutes les informations que vous pourriez avoir besoin d'examiner et ne tient pas compte de votre situation personnelle ou de vos circonstances individuelles. Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant afin de comprendre les implications de tout investissement sur votre situation financière personnelle. 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.

Distribution des rapports de recherche

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est préparé et distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **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. Credit Suisse AG, Sydney Branch est régie par l'Australian Prudential Regulation Authority en tant qu'agence australienne d'un établissement de dépôt étranger autorisé («EDA étranger»). Les dépôts effectués auprès du Credit Suisse en tant qu'EDA étranger ne sont pas couverts par les dispositions de la Division 2 du Banking Act 1959 (Cth) intitulé «Protection of Depositors (Protection des déposants)» et, en conséquence, les dépôts effectués auprès du Credit Suisse ne bénéficient pas des dispositions de protection du dépo-sant figurant dans le Banking Act. **Autriche:** Le présent rapport constitue un document de marketing au sens de la WAG 2007 (loi sur la surveillance des valeurs mobilières) et ne résulte pas d'une analyse financière. Il est distribué en Autriche par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., un établissement de crédit dûment autorisé au Grand-Duché de Luxembourg, sis 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Elle est soumise à la surveillance prudentielle de l'autorité de contrôle luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, ainsi qu'à celle de l'autorité de contrôle autrichienne, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **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 de derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **Hong Kong:** Le présent document a été publié à Hong Kong par Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, qui possède une licence en tant que société agréée par la Hong Kong Monetary Authority et qui est réglementée par la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 de la législation du pays). **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. Les instruments financiers mentionnés dans le présent document peuvent être considérés comme des produits complexes et, à ce titre, ne pas convenir aux clients de détail. **Israël:** Le présent document n'a pas été approuvé par l'Israel Securities Authority et sera exclusivement distribué aux clients israéliens de façon à ne pas constituer une «offre publique» au sens des sections 15 et 15a de la loi israélienne sur les valeurs mobilières, 5728-1968 («Securities Law») ou de la section 25 de la loi sur les trusts d'investissement collectif, 5754-1994 («Joint Investment Trusts Law»), telles qu'applicables. Il est interdit de reproduire ou d'utiliser le présent document à d'autres fins que celles prévues, ou de le remettre à toute autre personne que celles qui en ont reçu des copies. Aucune des informations contenues dans ce document ne saurait être considérée comme un conseil en investissement ou du marketing d'investissement au sens de la loi de réglementation des activités de conseil en investissement, de marketing d'investissement et de gestion de portefeuille, 5755-1995. **Japon:** Ce rapport est publié uniquement au Japon par Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membre de la Japan Securities Dealers Association, de la Financial Futures Association of Japan, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited ne publiera ni ne transmettra ce rapport en dehors du Japon. **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. **Portugal:** Le présent matériel de marketing est distribué au Portugal par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. - Sucursal Portugal, prestataire de services d'investissement autorisé et réglementé par la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários («CMVM») et lié au service de gestion discrétionnaire de portefeuille fourni par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., prestataire de services d'investissement autorisé et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF») au Luxembourg. **Singapour:** le présent document est distribué à Singa-pour par Credit Suisse AG, Singapore Branch, qui est autorisée par la Monetary Authority of Singapore à effectuer des opérations bancaires en vertu du Banking Act (Chap. 19). Le présent document a été préparé et publié pour être distribué unique-ment aux investisseurs institutionnels, aux investisseurs autorisés et aux investisseurs experts de Singapour (chacun tel que défini dans les Financial Advisers Regulations (les «FAR»)); il est aussi distribué par Credit Suisse AG, Singapore Branch aux investisseurs étrangers (tels que définis dans les FAR). En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur autorisé, d'investisseur expert ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, Singapore Branch est exemptée du respect de certaines obligations de conformité du Financial Advisers Act, Chapitre 110 de Singapour (la «FAA»), des FAR et des Notices and Guidelines s'y rapportant, pour tout service de conseil financier que Credit Suisse AG, Singapore Branch pourrait vous avoir fourni. Cela inclut l'exemption de se conformer à : la Section 25 de la FAA (selon Réglementation 33(1) des FAR) ; la Section 27 de la FAA (selon Réglementation 34(1) des FAR) ; la Section de la FAA (selon Réglementation 35(1) des FAR) ; et les sections 25 à 29 et 36 de la FAA (selon Réglementations 36(1) et (2) des FAR). **Les destinataires de Singapour doivent contacter Credit Suisse AG, Singapore Branch pour toute question concernant ou en rapport avec le présent document.** **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 Credit 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» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir.

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 © 2015 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

15C028A_IO



Credit Suisse AG
P.O. Box 100
CH-8070 Zurich
[credit-suisse.com](https://www.credit-suisse.com)

Credit Suisse (UK) Limited
5 Cabot Square
London E14 4QR