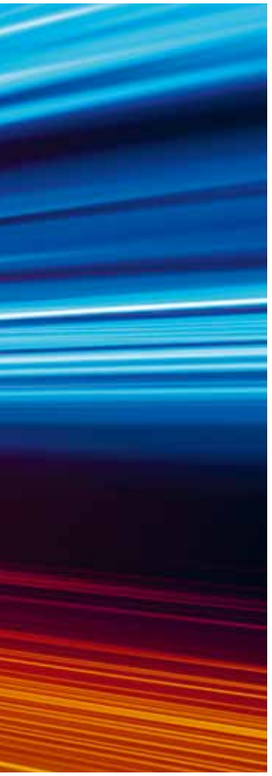
CREDIT SUISSE

Investment Outlook 2022

La grande transition.

Investment Outlook 2022

La grande transition.



En savoir plus

Sommaire

06 Lettre du CEO
08 Chères lectrices, chers lecteurs,
10 Vue d'ensemble 2021
12 Scénarios de base pour 2022
64 Disclaimer
66 Impressum

15 Économie mondiale

16 Transition en cours
21 La décennie post-COVID
24 Perspectives régionales
26 Durabilité

31 Principales classes d'actifs

32 Revenu fixe
38 Actions
46 Monnaies
48 Immobilier
50 Hedge funds
52 Marchés privés
54 Matières premières
56 Les Supertrends à l'ère post-COVID

59 Stratégie de placement 2022

60 Quelles stratégies privilégier en 2022?
62 Prévisions

De mon point de vue

Thomas Gottstein
CEO Credit Suisse Group AG

Ces dernières années, et particulièrement 2021, ont montré combien il importe de protéger la planète ainsi que les petites entreprises, les employés et les personnes les plus vulnérables dans la société. En 2022, les banques comme le Credit Suisse continueront à jouer un rôle important en accompagnant leurs clients à l'occasion de la reprise économique post-pandémie.

Comme vous le lirez dans les pages suivantes, nous pensons que l'économie qui finira par émerger de la pandémie sera bien différente de celle d'avant la crise du COVID. Les perturbations des chaînes logistiques finiront par se résorber, contribuant à atténuer l'inflation dans certaines catégories de biens.

Mais nous allons connaître des défis structurels majeurs au cours des années à venir, y compris le vieillissement continu de la population et la transition vers un monde bas carbone. Autrement dit, nous sommes à l'aube d'une grande transition.

Notre nouvelle vision stratégique pour le Credit Suisse souligne notre engagement à accélérer ce changement grâce à des innovations différenciées, en faisant preuve d'agilité et en apportant de la croissance aux entreprises, aux investisseurs et aux entrepreneurs. Dans ce contexte, notre House View est essentielle car elle fonde le conseil et les idées d'investissement que nous proposons aux clients de nos services de gestion de fortune à travers le monde.

Je vous présente mes meilleurs vœux de santé et de prospérité pour 2022.

Thomas Gottstein

La grande transition

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer

L'année qui vient devrait coïncider avec une transition économique et financière majeure, pas simplement vers la réalité post-COVID, mais vers une croissance et une reflation supérieures à la tendance, vers une normalisation de la politique monétaire et vers des rendements plus modérés sur les marchés financiers. Mais c'est aussi une transition vers la durabilité, à l'heure où le monde se dirige vers son objectif zéro émission nette.

Deux ans après les premiers cas, la pandémie de COVID-19 n'est toujours pas terminée. D'importantes étapes de normalisation ont été franchies l'an dernier, avec notamment le lancement des campagnes de vaccination et l'assouplissement, voire la disparition des restrictions à différents endroits du globe. L'année a aussi compté son lot de revers, comme le ralentissement économique dû à la diffusion du variant Delta dans certaines régions. Si la situation semble globalement mieux maîtrisée, certains pans de l'économie mondiale, comme les marchés du travail, restent en retrait. La croissance mondiale devrait rester solide en 2022, tirée par les mêmes facteurs qu'en 2021.

L'année 2021 s'est révélée favorable pour les placements, portés par les rendements à deux chiffres des marchés des actions. Les bénéfices ont connu une forte croissance, dépassant même les records d'avant la pandémie pour le MSCI AC World. Ils resteront probablement les principaux moteurs de la performance des actions en 2022, offrant à celles-ci de bons rendements, mais à un seul chiffre. Les rendements de la classe d'actifs à revenu fixe restent faibles, nous conseillons donc aux investisseurs les stratégies de placement qui suivent des schémas alternatifs pour diversifier plus encore leurs opportunités.

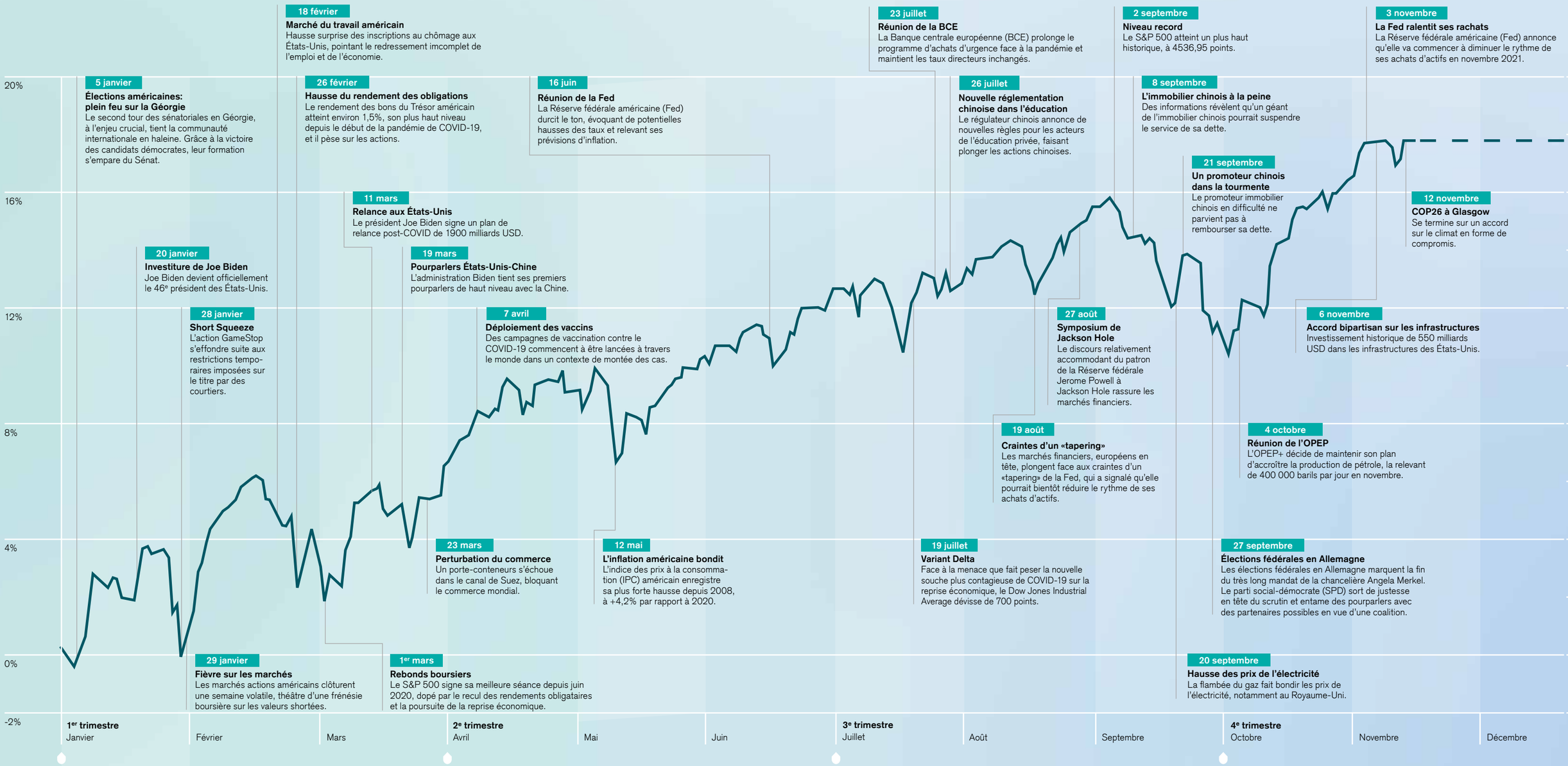
Les pages qui suivent s'intéresseront aux opportunités et aux risques pour les investisseurs en 2022, mais aussi à l'importance grandissante des thématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) qui devraient encore influencer les entreprises et les perspectives d'investissement. Nous soulignerons donc les principales tendances ESG que les investisseurs devraient suivre en 2022, tant nous restons convaincus de leur rôle dans la transition vers un monde plus équilibré et durable.

C'est ici que nos thèmes d'investissement à long terme, ou Supertrends, entrent en jeu. Depuis le début de l'année, nous associons certains sous-thèmes de nos Supertrends aux 17 objectifs de développement durable des Nations Unies (ODD). Nous estimons que la pandémie mondiale a renforcé l'importance des ODD: ceux-ci peuvent servir de principes directeurs pour l'activité et le développement économiques futurs, et orienter la coopération entre les gouvernements et les relations internationales. Il est essentiel que les investisseurs prennent acte de ces principes directeurs.

Alors que nous poursuivrons notre grande transition en 2022, j'espère que nos éclairages sauront vous guider pour la suite.

Michael Strobaek

2021: recherche d'une issue à la pandémie



La Credit Suisse House View en bref

Croissance économique

La croissance économique mondiale devrait rester supérieure à la tendance en 2022. Avec les nouveaux assouplissements des mesures de distanciation sociale, la consommation de services (restauration, voyages...) devrait augmenter et soutenir le secteur tertiaire. La forte demande de biens devrait se traduire par une augmentation de la production, notamment industrielle, dès que les problèmes d'approvisionnement commenceront à s'atténuer.

Inflation

L'inflation devrait se normaliser en 2022 par rapport aux chiffres élevés de 2021, tout en restant supérieure aux niveaux d'avant la crise. Les fortes hausses de prix ayant suivi les confinements disparaîtront des calculs de l'inflation (dissipation des effets de base) et les problèmes d'approvisionnement devraient diminuer, ce qui allègera les pressions inflationnistes au fil de l'année 2022.

Taux d'intérêt

Compte tenu de la reprise en cours, la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine (Fed) pourraient réduire leurs achats d'actifs en 2022, la Fed avançant plus vite que la BCE. Selon nous, la Fed commencera à relever ses taux fin 2022, alors que la BCE les maintiendra inchangés. Pendant ce temps, le Japon et la Suisse devraient conserver leur politique monétaire actuelle. Au Royaume-Uni, où l'inflation est un peu plus tenace que dans le reste de l'Europe, la Banque d'Angleterre devrait commencer à relever ses taux en décembre 2021, puis à deux reprises en 2022. Nous anticipons également des hausses de taux dans certains marchés émergents comme le Brésil.

Revenu fixe

Les rendements des emprunts d'État seront probablement négatifs en 2022. Dans le domaine du crédit, les faibles écarts dans le segment investment grade et le haut rendement ont à peine compensé les risques liés à des rendements plus élevés. De manière générale, nous préférons éviter le risque de duration. Nous privilégions les obligations indexées sur l'inflation de la zone euro et préférons les prêts senior en raison de leurs taux variables.

Actions

Nous prévoyons des rendements attrayants pour les actions mondiales en 2022, dont les bénéfices restent le principal moteur. Les segments d'actions en retard sur la reprise mondiale post-pandémie devraient se distinguer, de même que les secteurs bénéficiant de tendances de croissance séculaires.

Devises

L'USD devrait être soutenu par la normalisation de la politique de la Fed, en particulier face au CHF et au JPY. La paire EUR/USD devrait rester faible début 2022, puis se stabiliser avec l'amélioration des fondamentaux de la zone euro. Les devises des marchés émergents (ME) devraient afficher des performances très variées, le RUB étant soutenu par les taux intérieurs tandis que le CNY devrait évoluer dans la fourchette tant que les risques politiques persistent.

Matières premières

La demande devrait rester ferme dans les secteurs cycliques, mais l'offre devrait s'améliorer et atténuer certaines pénuries sur les marchés physiques au comptant. La probable forte volatilité hivernale des marchés de l'énergie devrait diminuer début 2022. Le prix du carbone restera un thème central, alors que l'or peut devenir vulnérable avec la normalisation des politiques monétaires.

Immobilier

Les placements immobiliers devraient générer des rendements positifs autour de 5% grâce à des taux d'intérêt historiquement bas et à la poursuite de la reprise économique. Nous privilégions les secteurs soutenus par des moteurs de croissance séculaires, notamment l'immobilier logistique, car les changements structurels liés à la pandémie persistent.

Marchés privés et hedge funds

Le contexte économique reste favorable aux marchés privés, tandis que les conditions d'investissement sont plus concurrentielles. Nous soulignons les opportunités soutenues par la croissance séculaire et les dislocations de marchés. Pour les hedge funds, les conditions devraient rester favorables aux stratégies à faible bêta et aux placements alternatifs de rendement.

Économie mondiale

Transition en cours

La pandémie mondiale n'est pas encore terminée, mais la vaccination a ramené une certaine normalité à la vie quotidienne. Si la propagation rapide du variant Delta a ralenti le rythme de la normalisation économique dans certaines régions en 2021, la reprise devrait se poursuivre en 2022 avec une croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial qui devrait être supérieure à son rythme potentiel. Cela dit, le rétablissement post-pandémie sera différent des crises du passé, car cette récession sans précédent amènera aussi une reprise exceptionnelle. En résumé, il y a encore beaucoup à apprendre sur l'économie pandémique dans les trimestres à venir.

Les deux dernières années ont été hors du commun, tant pour l'humanité que l'économie mondiale. Si la pandémie de COVID-19 semble désormais mieux maîtrisée grâce aux programmes de vaccination, certains pans de l'économie mondiale, comme les marchés du travail, ne sont pas encore complètement rétablis. Le statu quo habituel reste inhabituel et le restera dans un avenir proche.

Lorsque le COVID-19 s'est transformé en pandémie mondiale en 2020, les confinements ont plongé l'économie mondiale dans une récession sans précédent, suscitant un soutien budgétaire et monétaire extraordinaire qui a contribué à une forte reprise. Mais l'ampleur du choc économique a été telle qu'il s'est traduit par des données méconnaissables ainsi qu'un «brouillard de données» les rendant difficiles à interpréter et surtout à prévoir, et poussant les investisseurs à adopter une grande diversité de points de vue. Aux États-Unis, les statistiques du marché du travail telles que les demandes initiales d'allocation chômage ont atteint des niveaux impensables auparavant, tandis que sur les marchés financiers, les prix du pétrole sont brièvement devenus négatifs, pour ne citer que deux exemples.

La sortie de crise s'est poursuivie en 2021 sous l'effet de puissants plans de relance et d'une demande refoulée. L'inflation est en hausse elle aussi, en partie à cause des effets de base, c'est-à-dire des problèmes de brouillard de données, et de la persistance des problèmes d'approvisionnement, à savoir les pénuries de marchandises (des puces électroniques au bois d'œuvre) causées par la fermeture des usines et des ports en raison du COVID-19. Vers la fin de l'année 2021, certaines banques centrales ont eu suffisamment confiance en la reprise économique pour commencer à réduire certaines mesures de relance d'urgence en ralentissant les achats d'actifs (tapering). En 2022, nous prévoyons une diminution du brouillard de données au fil de la normalisation de l'activité. Mais toutes les caractéristiques de l'économie pandémique ne seront pas passagères. Selon nous, l'année à venir sera plus «normale» que 2021, mais de nombreux facteurs spéciaux seront encore à l'œuvre. Nous pensons que l'économie qui sortira de cette crise sera profondément différente de celle de 2019, les changements les plus importants étant vraisemblablement indépendants de la pandémie.

En savoir plus

Une croissance solide malgré les difficultés d'approvisionnement
En termes de croissance économique, 2022 s'annonce comme une bonne année, portée par les mêmes facteurs que ceux qui ont soutenu la reprise en 2021: une demande vigoureuse, un environnement budgétaire et monétaire toujours favorable et la poursuite de l'assouplissement des restrictions liées au COVID-19 qui aidera les secteurs tels que le tourisme et les voyages. L'économie mondiale devrait croître de 4,3% en termes réels en 2022. C'est moins que les 5,8% que nous attendions pour 2021, mais plus que le taux d'expansion d'avant la pandémie. À titre d'exemple, la croissance mondiale était de 2,7% en 2019.

La production industrielle mondiale semble devoir s'améliorer. L'essor sans précédent des dépenses de biens pendant la reprise a été alimenté par des revenus détournés qui auraient normalement été consacrés aux services, mais ne l'ont pas été en raison des restrictions liées au COVID-19 dans les secteurs comme le tourisme et la restauration, des mesures de relance suffisantes pour augmenter le revenu disponible malgré la baisse des revenus du travail et d'une demande inhabituellement élevée pour certains biens tels que l'électronique. Pendant la récession de 2020, la production industrielle a davantage baissé que la demande totale de biens et la production est restée inférieure à la consommation tout au long de la reprise.

En conséquence, l'ensemble des stocks mondiaux ont été épuisés. Certains de ces déficits de production sont liés aux mesures de lutte contre le COVID-19 et la situation devrait s'améliorer avec la levée des restrictions. D'autres déficits devraient persister en 2022, en particulier ceux qui nécessitent de nouveaux investissements des entreprises (donc des usines) pour augmenter la production, tels que les puces électroniques. Les problèmes de pénurie de main-d'œuvre, comme le manque de chauffeurs routiers au Royaume-Uni, resteront probablement un défi dans l'année à venir. Mais dans l'ensemble, les problèmes d'approvisionnement devraient être moins aigus en 2022 qu'en 2021.

Outre la production industrielle, la majeure partie de l'économie mondiale se compose de services, où les dépenses ne se sont pas entièrement redressées car les mesures de distanciation sociale continuent de peser sur des secteurs comme la restauration et le tourisme. Mais parallèlement à la reprise générale, les services ont connu une nette amélioration en 2021 et devraient continuer en 2022 avec la levée d'autres restrictions. Ils devraient donc progresser plus vite que l'ensemble de l'économie en 2022. Les bonnes perspectives de croissance pour la production industrielle et les services devraient permettre à l'économie mondiale de digérer la fin progressive des mesures de relance (p. ex. indemnités de chômage spéciales ou plans de chômage partiel) et du soutien des banques centrales.

Inflation: en baisse par rapport aux sommets, mais toujours élevée
L'accélération de l'inflation a été l'un des thèmes majeurs de 2021. La pandémie a d'abord fait l'effet d'un violent choc déflationniste. De nombreux prix ont commencé à chuter (p. ex. les contrats à terme sur le pétrole brut WTI sont passés en territoire négatif pour la première fois dans l'histoire en avril 2020). Craignant une spirale déflationniste et des conditions similaires à celles de la dépression des années 1930, les décideurs politiques ont réagi rapidement et de manière significative, en mettant en place des mesures de relance monétaire et budgétaire d'une ampleur sans précédent. Ces politiques reflationnistes ont contribué à remettre l'économie sur les rails. Ensuite, la forte demande de biens, conjuguée aux perturbations dues à la pandémie qui ont submergé de nombreuses chaînes d'approvisionnement, a provoqué une nette hausse de l'inflation des biens de base. Nous estimons que les taux d'inflation mondiaux ont augmenté de 3,5% en 2021.

Le rythme de variation des prix devrait atteindre bientôt son maximum, c'est-à-dire que les taux d'inflation devraient commencer à plafonner car une grande partie du rebond initial des prix est désormais derrière nous (autrement dit, les effets de base s'estompent) et les perturbations des chaînes d'approvisionnement devraient être moins nombreuses. Toutefois, le retour au niveau d'inflation d'avant la pandémie devrait être empêché par d'autres facteurs, comme la tension sur les marchés du travail. La reprise économique de 2021 a permis de recréer de nombreux emplois, et les taux de chômage dans de nombreux pays sont proches des niveaux d'avant la pandémie. Avec la reprise attendue de l'économie des services en 2022, nous pensons que le marché du travail pourrait se tendre rapidement, la démographie exacerbant le problème dans de nombreux pays. En effet, nous constatons déjà des pénuries de main-d'œuvre dans tous les domaines, des chauffeurs de bus ou de poids lourds aux enseignants remplaçants et aux employés de restaurant. Des marchés du travail tendus devraient améliorer le pouvoir de négociation des salariés. Par conséquent, alors que nous prévoyons une baisse de l'inflation au fil de l'année 2022, ceci devrait garantir que le taux d'inflation annuel moyen reste élevé à 3,7%. En 2019, l'inflation mondiale s'est établie à 2,5%.

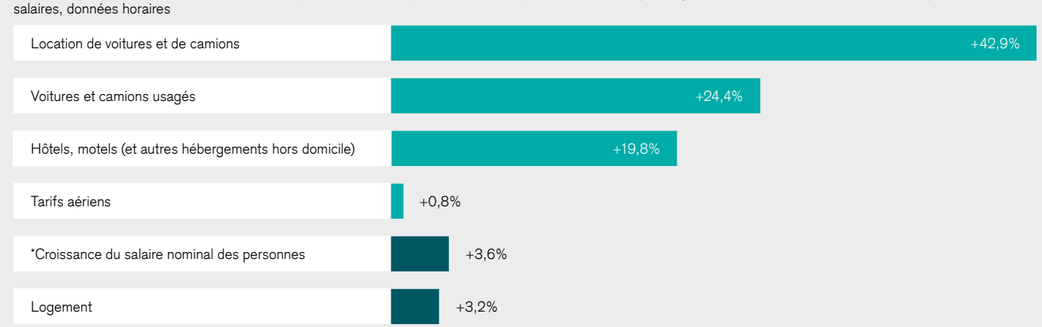
Inflation aux États-Unis: les effets de base s'estompent

Dépenses de consommation personnelles de base en comparaison annuelle
Principales dépenses de consommation personnelles en comparaison annuelle

Dernières données au 09.2021
Source BEA, Credit Suisse

L'inflation fait son retour
Nous nous attendons à ce que la hausse récente de l'inflation soit largement temporaire, mais celle-ci pourrait se révéler plus tenace dans certaines catégories à long terme, notamment celles du logement et des salaires.

Indice des prix à la consommation américain: septembre 2020–septembre 2021 *Septembre 2021 – moyenne glissante sur 12 mois de la croissance moyenne des salaires, données horaires



L'inflation devrait être temporaire
L'inflation pourrait durer plus longtemps

Source US Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve Bank of Atlanta

Relever ou ne pas relever les taux d'intérêt?
Comme l'inflation devrait rester supérieure aux objectifs des banques centrales dans de nombreuses régions en 2022 (nous prévoyons par exemple des taux d'inflation de 4,5% pour les États-Unis et de 2,8% pour la zone euro), la réaction des banques centrales sera l'une des questions clés. Pendant la pandémie, toutes les grandes banques centrales ont mis en œuvre d'importants programmes d'achat d'actifs pour injecter des liquidités sur les marchés financiers et maintenir des conditions financières favorables à la reprise. Nous pensons que de nombreuses banques centrales vont d'abord réduire leurs achats d'actifs, puis relever les taux d'intérêt. D'ailleurs, plusieurs banques centrales dont la Réserve fédérale américaine (Fed) ont commencé à le faire fin 2021, indiquant clairement que les réductions de leurs programmes d'achat d'actifs seront conditionnées aux données économiques et mises en œuvre de manière à ne pas menacer la reprise. Une inflation de base élevée (mais en recul) et de grands progrès en direction du plein emploi en 2022, dans un contexte où le marché s'attend à un resserrement imminent, pourraient inciter la Fed à relever ses taux d'ici à 2022. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) mettra probablement fin à son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) en juin 2022, mais elle devrait continuer à acheter des actifs tout au long de l'année via des programmes plus conventionnels. Au Royaume-Uni, où l'inflation est plus tenace qu'ailleurs en Europe, nous pensons que la Banque d'Angleterre relèvera ses taux une première fois en décembre 2021, puis deux fois en 2022. En résumé, il est probable que nous assistions à des hausses de taux dans certains pays, mais selon nous la Fed ne les augmentera qu'une fois tandis que la BCE s'en tiendra à une réduction de ses achats d'actifs et laissera ses taux inchangés pour le moment.

Impact sur les marchés financiers
Alors que l'inflation se stabilise et que les banques centrales réduisent leurs achats d'actifs et relèvent leurs taux d'intérêt, les taux d'intérêt réels (taux nominaux moins l'inflation) pourraient augmenter en 2022. Une hausse des taux d'intérêt réels signifie généralement que les rendements des marchés financiers (notamment obligataires) seront probablement plus faibles, tandis que la volatilité des marchés financiers est généralement plus élevée. Une hausse des taux réels pèse également sur la capacité des gouvernements et des ménages à assurer le service de leur dette, c'est pourquoi les banques centrales suivront cette évolution de près et veilleront à ce qu'elle reste gérable.

Dans l'ensemble, nous pensons que 2022 sera une année de reprise et de transition après la pandémie. La croissance devrait rester assez robuste et les marchés du travail devraient se tendre. Une légère hausse des taux d'intérêt réels et la persistance des problèmes d'approvisionnement, quoique moins graves, sont des risques qui pourraient entraîner une volatilité des marchés financiers et qui doivent être surveillés de près par les décideurs politiques et les investisseurs. Il semble cependant très probable que 2022 soit une année beaucoup plus normale que 2020 et 2021. Cela dit, l'émergence de nouveaux facteurs à plus long terme tels que le changement climatique, l'évolution démographique et les nouvelles technologies signifient que nous passerons à quelque chose de nouveau dans le monde post-COVID. Dans l'ensemble, 2022 marquera le début d'une transition vers la décennie post-COVID.

La décennie post-COVID

À bien des égards, la pandémie de COVID-19 a été un choc sans précédent pour l'économie mondiale. Elle a conduit les décideurs politiques et les entreprises du monde entier en terrain inconnu. Si de nombreux éléments de ce choc (p. ex. les confinements) sont de toute évidence temporaires, d'autres (comme la forte augmentation des niveaux de dette publique) semblent devoir durer plus longtemps. Dans le même temps, des tendances importantes telles que le changement climatique et la démographie ont atteint un degré d'urgence qui pourrait bien bouleverser définitivement l'ordre économique actuel.

Alors à quoi pourrait ressembler la nouvelle économie post-pandémie «normalisée»? Selon nous, l'avenir sera façonné par de nouveaux facteurs, notamment l'évolution démographique, davantage de capitalisme d'État, des problèmes coûteux et de nouvelles technologies de rupture. Sur le plan démographique, nous sommes arrivés au point où la population en âge de travailler stagne dans la plupart des régions du monde, à l'exception de l'Afrique, à mesure que la population vieillit. Les marchés du travail devraient se tendre, ce qui donnera un plus grand pouvoir de négociation aux travailleurs et pourrait accélérer la croissance des salaires. En conséquence, les entreprises devraient intensifier leurs investissements dans l'automatisation et d'autres mesures visant à stimuler la productivité du travail.

Au cours des 20 dernières années, de nombreux emplois de la classe moyenne ont disparu dans les pays industrialisés, tandis qu'on a assisté à une augmentation simultanée des emplois bien rémunérés et peu rémunérés. Il en résulte une augmentation des inégalités de richesse et de revenus que les gouvernements pourraient corriger par la redistribution avec de nouvelles taxes ou réglementations. Nous constatons déjà cette tendance en Chine, où le gouvernement a adopté une série de nouvelles politiques de «prospérité commune» qui changent réellement les priorités, au détriment de la croissance et en faveur de plus d'égalité. Nous observons des évolutions similaires dans les pays développés, notamment aux États-Unis, qui pourraient conduire à davantage de capitalisme d'État.

Par ailleurs, les décideurs politiques devront faire face à des «problèmes coûteux». Citons notamment l'augmentation des dépenses de santé d'une population vieillissante, la transition énergétique vers les énergies renouvelables ou la révision tant attendue des infrastructures des pays développés. Autant d'investissements importants à un moment où les budgets sont déjà sous pression. Ce qui est inquiétant pour les gouvernements, c'est que des budgets tendus pourraient également limiter leur capacité à atténuer de futurs ralentissements économiques.

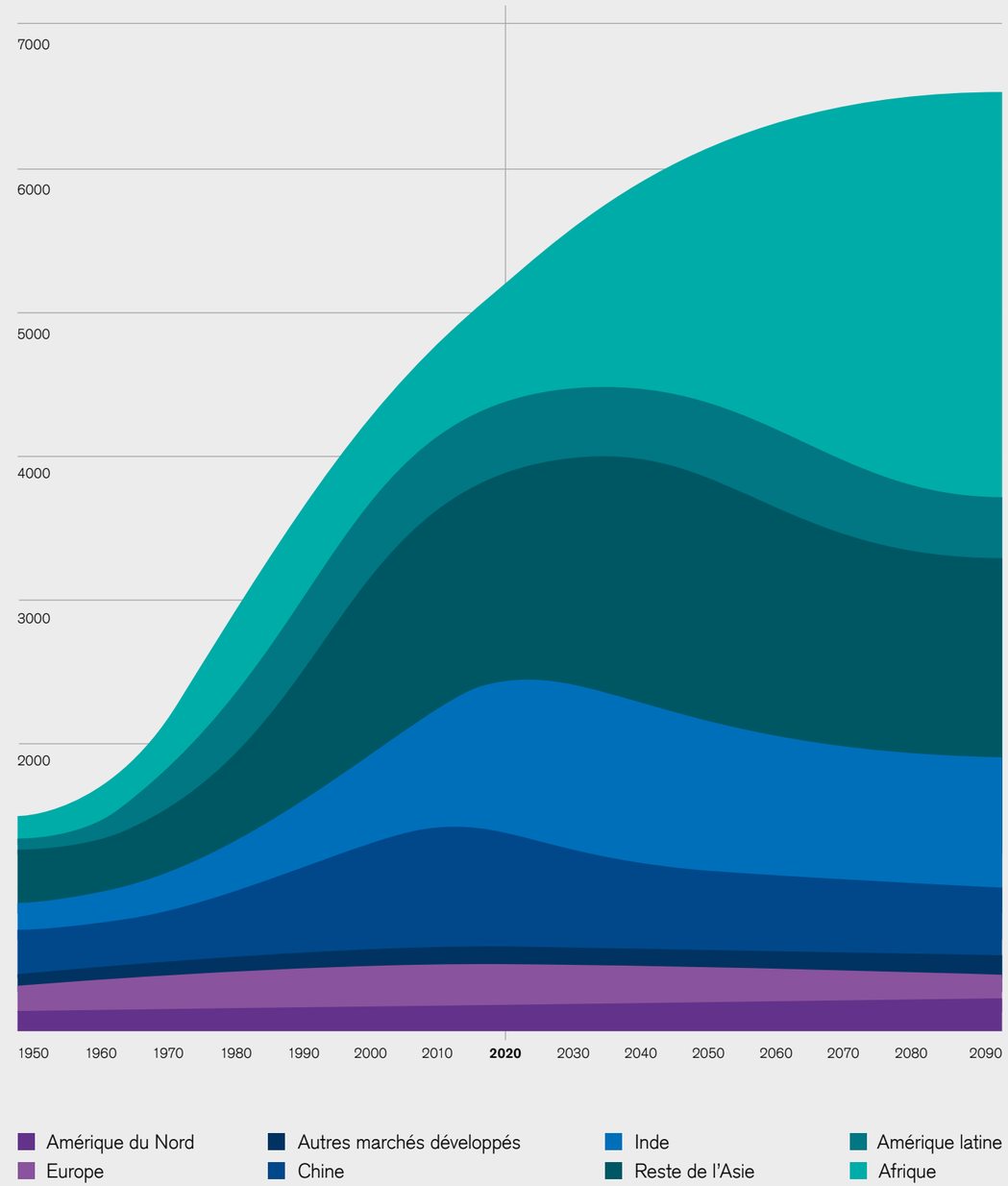
Si bonnes nouvelles il y a, elles se situent probablement à la frontière technologique. L'informatique quantique ou les applications de la blockchain pourraient contribuer à résoudre certains de ces problèmes tout en exerçant une pression sur les modèles commerciaux traditionnels. Par exemple, la blockchain pourrait révolutionner les systèmes de paiement ainsi que la banque et la gestion de fortune.

Dans l'ensemble, nous pensons que le monde post-pandémie «normalisé» connaîtra une croissance plus erratique et volatile, mais pas forcément plus faible ou plus élevée qu'auparavant. Nous nous attendons à un retour des cycles d'expansion et de récession que nous avons connus dans le passé. Nous assisterons probablement au détricotage des politiques libérales telles que le libre-échange et le faible taux d'imposition des sociétés. De nouvelles réglementations et taxes ainsi qu'une redistribution accrue pourraient déstabiliser le climat des affaires et accroître la volatilité. En conséquence, l'inflation sera probablement plus élevée qu'au cours des 20 dernières années, mais une hyperinflation semble peu probable. Des investissements dans des mesures climatiques, l'automatisation, les infrastructures et les nouvelles technologies pourraient favoriser une augmentation significative de la productivité du travail, mais aussi une augmentation de la dette publique. Les banques contribueront probablement au financement des déficits publics en détenant davantage d'emprunts d'État. En parallèle, la blockchain et les monnaies numériques des banques centrales pourraient transformer le secteur financier en profondeur. Sur le plan politique, la rivalité entre les États-Unis et la Chine semble devoir rester bien en place, tandis que le clivage politique dans les économies occidentales pourrait encore se creuser. En résumé, la décennie à venir sera marquée par la fin de la «forte modération» qui a caractérisée les récentes décennies, 2022 étant la première année à afficher des développements visibles.

> “ Nous nous attendons à un retour des cycles d'expansion et de récession que nous avons connus dans le passé.

Données démographiques – pas de solution facile aux pénuries de main-d'œuvre

Population en âge de travailler en millions de personnes par région



Dernières données au 31.12.2020
Source United Nations

Des régions sous la loupe

États-Unis

En savoir plus

Rétrogradation à la vitesse inférieure
Nous nous attendons à une croissance du PIB de 3,8% en 2022, mais un rebond hésitant des services et la persistance des problèmes d'approvisionnement compliquent les dernières étapes de la reprise post-pandémie. L'inflation devrait ralentir à 4,5% après le pic enregistré début 2021, mais les risques demeurent à la hausse. Les chocs subis par les chaînes d'approvisionnement mondiales pourraient amener de nouvelles hausses des prix des biens à court terme et les indicateurs avancés de l'inflation du logement se sont beaucoup redressés. La Fed commence à sortir de sa politique monétaire accommodante. La réduction des achats d'actifs débutera mi-novembre 2021 et durera jusqu'à mi-2022. Une inflation de base élevée (mais en recul) et de grands progrès vers un plein emploi en 2022, à l'heure où un resserrement imminent est attendu, pourraient inciter la Fed à relever ses taux d'ici à fin 2022. Sur le plan politique, le programme d'infrastructure de l'administration Biden soutiendra la croissance en 2022. Un nouveau blocage politique est possible si les démocrates perdent les élections de mi-mandat en 2022.

Amérique latine

En perte de vitesse
Selon nous, le PIB réel d'Amérique latine devrait afficher une croissance annuelle moyenne de 1,8% en 2022 après les 6,4% enregistrés en 2021. Cela représente un ralentissement important, mais la croissance reste supérieure aux niveaux d'avant la crise (0,7% en 2019).
L'inflation régionale annuelle devrait se situer à 10,3% en 2022, principalement à cause de la hausse des prix des matières premières, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la répercussion des taux de change. Fin septembre 2021, environ 60% de la population des pays que nous couvrons avait reçu au moins une dose de vaccin contre le COVID-19.
De manière générale, les taux de croissance devraient diverger dans la région: la Colombie, le Pérou et le Mexique devraient afficher les taux de croissance les plus élevés, tandis que le Brésil sera le mauvais élève de la région en raison d'un fort durcissement monétaire et des perspectives politiques incertaines.

Royaume-Uni

La Banque d'Angleterre en passe de relever ses taux à deux reprises en 2022
Le Royaume-Uni s'est redressé à un rythme impressionnant en 2021, le déploiement rapide des vaccins ayant permis d'assouplir la plupart des restrictions liées à la panémie. Il semble pourtant que la croissance s'essouffle. Nous prévoyons une croissance du PIB réel de 5,0% en 2022 (7,0% en 2021). Ce ralentissement était en partie attendu car la reprise suivant la réouverture s'estompe. Cependant la pénurie de main-d'œuvre et les difficultés d'approvisionnement freinent la reprise et font exploser des coûts des entreprises. Certains facteurs à l'origine des pénuries de maind'œuvre disparaîtront (règles d'auto-isolement pour lutter contre le COVID), mais le Brexit pourrait provoquer une baisse permanente de l'offre de main-d'œuvre. La demande devrait rester soutenue par la réouverture de l'économie et la part importante d'épargne de consommation, mais la hausse de l'inflation, la fin des plans de chômage partiel en septembre 2021 et le retrait d'autres mesures de soutien budgétaires devraient peser sur les dépenses des consommateurs et des entreprises. L'inflation devrait rester au-dessus de l'objectif du fait de prix en hausse pour l'énergie et l'alimentation, pour les biens (difficultés d'approvisionnement) et pour les services (réouverture et annulation des baisses de taux de TVA). Vu la persistance d'une inflation supérieure à l'objectif et le ton belliciste adopté récemment par la Banque d'Angleterre, nous pensons que celle-ci relèvera ses taux une première fois en décembre 2021, puis deux fois en 2022.

Suisse

En savoir plus

Les problèmes d'approvisionnement ralentissent la reprise
Les indicateurs avancés indiquent toujours une croissance solide dans les mois à venir, tandis que la baisse du taux de chômage devrait soutenir les dépenses de consommation. En outre, la forte demande intérieure de biens devrait durer plus longtemps que prévu en raison de divers retards d'approvisionnement. En conséquence, la demande de biens ne devrait pas ralentir avant mi-2022 selon nous. Mais elle pourrait alors s'effondrer de façon assez brutale en raison de la menace future de saturation et d'un éventuel déstockage des entreprises. Comme ce fut le cas dans la plupart des économies, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée pendant l'été. Elle est cependant restée dans le cadre de la définition de la stabilité des prix de la Banque nationale suisse. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la BNS maintienne sa politique monétaire expansionniste. Nous prévoyons une croissance du PIB réel de 2,5% en 2022 contre 3,5% en 2021, tandis que l'inflation devrait rester inchangée en 2022.

Zone euro

En savoir plus

Le changement dans la continuité
La réussite du programme de vaccination semble avoir contenu la crise sanitaire. L'économie a rouvert et connaît une croissance rapide, mais reste en décalage par rapport aux évolutions aux États-Unis. Les problèmes d'approvisionnement limitent la production industrielle, laquelle devrait augmenter fortement quand ces problèmes seront résolus. En attendant, ils provoquent une forte hausse de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente. La BCE devrait continuer de réduire son programme d'achat d'actifs dans les prochains mois. Une inflation durablement élevée et des politiques budgétaires moins strictes pourraient conduire à un durcissement de ton sur les taux d'intérêt au-delà de l'année prochaine. Sur le plan politique, la formation de ce qui devrait être un nouveau gouvernement de centre-gauche en Allemagne pourrait soutenir la transformation du fonds de relance de l'UE en un mécanisme budgétaire permanent. Il est donc possible que l'intégration européenne fasse un grand pas en avant l'année prochaine.

Japon

Un nouveau départ?
Le Japon a changé de gouvernement en 2021 et le nouveau cabinet a rapidement travaillé sur un nouveau plan de relance visant à soutenir la reprise économique. Ce plan pourrait entrer en vigueur dès janvier 2022. Nous pensons qu'il sera compris entre 20 000 et 30 000 milliards JPY et comprendra des dispositions pour une utilisation future. Les petits prestataires de services, les ménages à faibles revenus, la santé, la pharmacie, l'agriculture, la pêche, le tourisme et les gouvernements locaux à la situation financière fragile seront les principaux bénéficiaires des subventions et des mesures d'amélioration du crédit. Des fonds seront aussi réservés à la promotion des énergies renouvelables et à la production d'énergie nucléaire. La majorité des aides prévues dans le budget supplémentaire seront des extensions et des augmentations de mesures existantes mais sont trop peu novatrices pour stimuler la demande. Après le changement de premier ministre, la sécurité nationale et la défense seront aussi des secteurs prioritaires. L'environnement géopolitique autour du Japon change vite et le nouveau gouvernement pourrait décider d'augmenter fortement les dépenses budgétaires consacrées à la sécurité nationale. Nous tablons sur une croissance du PIB de 1,7% en 2022 (2,0% en 2021) et sur une inflation de 0,5% en 2022 (-0,2% en 2021).

Chine

En savoir plus

Prospérité commune et zéro émission nette
La Chine a connu une forte reprise sur une bonne partie de 2021, avant un nouveau ralentissement dû à des problèmes dans le secteur immobilier ainsi qu'à des changements réglementaires et à des réformes de ses politiques. Les autorités cherchent à renforcer la surveillance réglementaire et à prendre le contrôle des actifs de valeur des principaux secteurs de croissance, notamment le marché immobilier. Bien que nous n'ayons pas anticipé le risque de défaut de paiement de l'un des plus grands promoteurs chinois, nous ne prévoyons pas de crise sur le marché immobilier au cours des six à douze prochains mois. Les autorités chinoises ont déjà réagi aux risques de solvabilité sur le marché immobilier pour éviter un effet de contagion. À long terme, cependant, les évolutions démographiques exerceront probablement une pression à la baisse sur les prix des logements, qui pourraient baisser beaucoup plus rapidement que prévu.

En matière de consommation, la reprise de la consommation des ménages devrait prendre du retard, plombée par les récentes réglementations et le fait que la part du service de la dette des ménages se situe déjà dans la fourchette haute, autour de 32% selon nos estimations. La pression inflationniste s'intensifie en Chine sur le front de l'indice des prix à la production (IPP), mais les répercussions sur l'indice des prix à la consommation ont été limitées. Enfin, la Chine a dévoilé un objectif ambitieux de zéro émission nette d'ici à 2060. Cette annonce devrait avoir un impact (négatif) très limité sur le PIB de 2021, tandis que l'impact à moyen terme dépendra des stratégies choisies par les autorités (c'est-à-dire réformer les prix de l'électricité ou autoriser l'utilisation des énergies renouvelables en parallèle des infrastructures énergétiques actuelles), ce qui pourrait soit stimuler soit peser sur la croissance.

La durabilité, plus que jamais dans le viseur

L'attention croissante portée aux enjeux de l'environnement, de la société et de la gouvernance (ESG) en 2021 continuera d'impacter les entreprises et les perspectives d'investissement en 2022. Actionnaires, employés, régulateurs et activistes obligent les entreprises à rendre des comptes – une situation appelée à perdurer. Zoom sur les principales tendances ESG à suivre en 2022.

1. Changement climatique et perte de biodiversité: la fin du statu quo

Alors que de nombreux investisseurs auront entendu parler de la Conférence des Parties des Nations Unies sur le changement climatique (COP26), organisée à Glasgow en novembre 2021, seule une poignée d'entre eux auront eu vent de la COP15, la conférence de l'ONU dédiée à la biodiversité. Prévue en deux temps et lancée en octobre 2021, elle devrait s'achever (si la pandémie le permet) en mai 2022. Ces conférences établiront l'agenda de travail environnemental des prochaines années. Si certains indicateurs en matière climatique, tels que l'empreinte carbone, sont largement disponibles, les investisseurs peinent à trouver des critères concrets mesurant l'empreinte biodiversité des entreprises, sujet plus complexe. Il revient donc à ces dernières de démontrer leur adaptation à cette nouvelle réalité. Les secteurs agricole et alimentaire, à la jonction des enjeux du changement climatique et de la perte de biodiversité, devraient faire l'objet de la plus grande attention.

Toutefois, même en l'absence d'action significative des gouvernements en faveur du climat, les investisseurs doivent anticiper la fin du statu quo. En 2022, les émissions de CO_2 dans l'atmosphère devraient atteindre un cap dangereux: +50% par rapport à l'ère préindustrielle[1]. Les espèces disparaissent à un rythme jamais observé depuis les grandes extinctions, estimé entre 100 et 1000 fois supérieur aux niveaux préhumains[2]. À l'échelle mondiale, ces changements présentent des risques substantiels pour les entreprises et les investisseurs: perturbation des chaînes logistiques, baisse des rendements agricoles et hausse de la volatilité des prix alimentaires. Les investisseurs devraient cibler les entreprises capables de gérer ces risques, car elles tendront à surperformer durablement.

Les solutions visant à lutter contre le changement climatique et la perte de biodiversité pourraient offrir une opportunité sans précédent. De l'agriculture intelligente et régénératrice aux protéines alternatives et à la réduction du gaspillage alimentaire: investir dans des solutions écologiques pourrait générer 10 000 milliards USD de nouvelles opportunités commerciales, tout en réduisant jusqu'à 37% les émissions de gaz à effet de serre (GES) d'ici à 2030, *d'après un article publié en 2020 sur le site Web du Forum économique mondial.*

2. Marché du travail: protéger les travailleurs de la «gig economy»

La «gig economy» (ou «économie à la tâche») englobe aussi bien des emplois peu qualifiés que qualifiés, des métiers créatifs et du numérique, de l'éducation (EdTech) et, plus récemment, de la santé. La concurrence est rude du côté des emplois les plus qualifiés: les employeurs doivent proposer des rémunérations compétitives pour bénéficier des compétences nécessaires à des projets essentiels ou pallier un manque de ressources. Utilisée correctement, l'économie des freelances en ligne comble les lacunes de main-d'œuvre et garantit la transparence ainsi que la juste rémunération des compétences les plus recherchées. Durant la pandémie, de plus en plus de femmes ont sauté le pas, étant surreprésentées dans les secteurs ébranlés par la crise, tels que l'hôtellerie et les services, ou contraintes d'abandonner un emploi stable pour s'occuper de leurs enfants ou d'autres personnes à charge. La gig economy offre certes des opportunités et de la flexibilité aux travailleurs marginalisés, mais les emplois peu qualifiés sont souvent faiblement rémunérés et précaires.

Généralement, les plateformes gig sont établies sur des marchés très réglementés. Du fait du recours à l'arbitrage réglementaire, via la requalification en emploi indépendant pour contourner le droit du travail, les gig workers peu qualifiés peuvent être payés en dessous du salaire minimum et avoir à supporter les coûts liés à l'assurance, aux dépenses d'investissement, etc., parfois sans bénéficier de la protection sociale standard (p. ex. indemnités maladie, congés payés, retraite). Des réglementations en faveur des travailleurs de la gig economy essaiment afin de rééquilibrer leur relation avec les plateformes. La pression juridique et réglementaire sur ce modèle opérationnel ne devrait pas faiblir en 2022, certaines sociétés s'adaptant mieux que d'autres à ces mutations.

Pour les investisseurs, il convient d'adopter une position proactive sur le respect des droits humains et sur une meilleure communication en matière de pratiques sur le lieu de travail, contribuant à créer de la valeur pérenne et à réduire les risques opérationnels, de responsabilité et de réputation. Outre les domaines émergents tels que l'EdTech, des opportunités d'investissement sont offertes par les technologies appelées à bénéficier de la flexibilité croissante des formes de travail, le cloud, les SaaS (Software as a Service) et la cybersécurité offrant une exposition à la gig economy. Cet écosystème inclut aussi de nouvelles possibilités d'atténuation pour les investisseurs, comme les solutions novatrices d'assurance à court terme, en mode «pay as you go», des InsurTech pour les gig workers. Des technologies connexes, dont des réseaux de paiement innovants, peuvent favoriser l'accessibilité financière en cas de sous-bancarisation et permettre aux travailleurs gig d'être payés sans délai, améliorant ainsi leur niveau de vie.

3. Le paradoxe numérique: la crise du COVID, catalyseur d'opportunités… et de défis

La récente transformation numérique visant à assurer la continuité des activités, le télétravail et l'automatisation devrait se poursuivre au même rythme en 2022. La sécurité numérique constituera un axe prioritaire, de nombreux secteurs – éducation, santé, commerce, production industrielle, divertissement, etc. – misant sur le «digital first».

Alors que le monde émerge de la crise du COVID-19, les experts du numérique luttent contre une tout autre pandémie. Perte de productivité, destruction de données personnelles et financières et dommages associés, vol de propriété intellectuelle: le coût mondial de la cybercriminalité devrait atteindre 6000 milliards USD en 2021[3]. Les dommages dus aux atteintes à la réputation et attaques par rançongiciels, qui prolifèrent et sont de plus en plus coûteuses, devraient s'élever à 10 500 milliards USD[4] en 2025. Les violations et récentes attaques par rançongiciel dans divers secteurs ont souligné le risque que présente une sécurité défaillante. La prise de conscience fait son chemin et les dépenses de cybersécurité se poursuivront en 2021 et 2022, les entreprises devant gérer les risques associés.

La cybersécurité tend à être considérée comme enjeu technologique, puisqu'elle protège les systèmes, les réseaux, les logiciels et les données. En revanche, la cybervulnérabilité constitue un risque d'entreprise existentiel que les investisseurs ne peuvent ignorer, dont la gestion relève de la dimension sociale de l'ESG.

La cybersécurité progresse dans l'agenda législatif. Aux États-Unis, il existe désormais un engagement bipartisan en faveur d'une loi visant à améliorer le signalement des incidents de cybersécurité et à financer des projets d'infrastructure. La nouvelle stratégie de cybersécurité de l'UE prévoit quant à elle des capacités de pointe en matière de cyberdéfense pour lutter contre les cyberattaques dans la région.

Conscients de l'enjeu à la fois technique et existentiel de la cybersécurité, les leaders sur ce front intègrent cet aspect à leurs produits, services et processus. Les meilleurs élèves ont déjà renforcé leur gestion des risques cyber, ainsi que les compétences et l'infrastructure connexes, dans l'ensemble de l'organisation et leurs chaînes logistiques. D'autres suivront le mouvement. Avant d'investir dans une entreprise, il convient d'examiner son état de préparation aux cybermenaces: les acteurs capables de gérer ces risques sont mieux placés pour surperformer à long terme.

Ces évolutions devraient ouvrir des opportunités d'investissement, car elles génèrent de nouvelles affaires pour l'écosystème de la cybersécurité, dont l'adoption d'une approche «Zero Trust» qui exige l'authentification, l'autorisation et la validation en continu de tous les utilisateurs internes et externes au réseau de l'organisation avant d'obtenir (ou pour conserver) l'accès aux applications et données, ainsi qu'un dispositif d'authentification matériel et l'analyse comportementale. En outre, la demande croissante en services cloud dans la plupart des secteurs dope le marché de la sécurité basée sur cette technologie, segment affichant la plus forte croissance[5]. Autres opportunités: les fournisseurs leaders assurant la cybersécurité à tous les niveaux de leur chaîne d'approvisionnement matériel et logiciel, et de leurs propres activités, ainsi que l'émergence de la prochaine génération de cyberspécialistes parmi les entrepreneurs de secteurs comme les services financiers, mais aussi les gouvernements encourageant les start-up innovantes.

[1] Article «Met Office: Atmospheric CO_2 now hitting 50% higher than pre-industrial levels» – Carbon Brief
[2] Article «Extinctions during human era one thousand times more than before» – ScienceDaily
[3] Cybercrime To Cost The World $10.5 Trillion Annually by 2025, (Cybercrime Magazine, 2020)
[4] Cybercrime To Cost The World $10.5 Trillion Annually by 2025, (Cybercrime Magazine, 2020)
[5] https://www.securityweek.com/gartner-global-security-spending-will-reach-150-billion-2021

En savoir plus

1970–2100
Préservation de la nature

Historique

↗ Production plus durable

↗ Consommation plus durable

↗ Hausse des efforts de préservation

Statu quo

Source Adam Islaam | International Institute for Applied Systems Analysis (IIASA); Credit Suisse

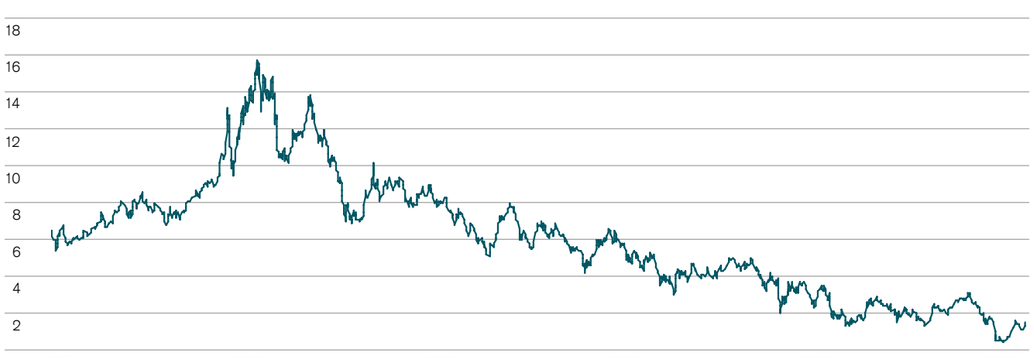
1970 2010 2050 2100

Principales classes d’actifs

Revenu fixe: attention au risque de duration

Les rendements des emprunts d'État devraient augmenter en raison de la dynamique de croissance économique et des politiques de normalisation en 2022. Le ralentissement des taux d'inflation ne nous incite plus à envisager une surperformance des obligations américaines indexées sur l'inflation par rapport aux obligations nominales, bien que leurs homologues de la zone euro en soient quant à elles capables. Nous ne tablons pas sur une solide performance mondiale de l'investment grade ni du haut rendement, et les fondamentaux des obligations en monnaie forte des marchés émergents devraient se montrer peu favorables. Les prêts seniors mondiaux, qui offrent des valorisations relatives attrayantes, constituent une alternative intéressante au crédit à haut rendement.

Un marché obligataire haussier depuis des décennies
Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans, en %



Dernières données au 22.10.2021
Source Refinitiv, Credit Suisse

Marchés développés: les emprunts d'État restent peu attrayants
Dans les pays développés, ce sont les banques centrales et les perspectives de mise en place de l'assouplissement quantitatif (QE) et des politiques de normalisation qui vont capter toute l'attention au cours de l'année à venir. Certaines banques centrales ont déjà commencé à relever les taux d'intérêt, la Norvège et la Nouvelle-Zélande ouvrant la voie, et les marchés s'attendent à ce que d'autres pays suivent. Nous pensons que la Réserve fédérale américaine (Fed) augmentera ses taux une fois en 2022 et quatre fois en 2023. Dans l'ensemble, les rendements des emprunts d'État devraient profiter de la dynamique de croissance et de la normalisation.

Bonnes performances potentielles des obligations indexées sur l'inflation de la zone euro
Les prévisions d'inflation dans la zone euro se situent toujours en dessous de l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE), et une poursuite de la hausse est possible début 2022. Cela laisse entendre que les obligations indexées sur l'inflation de la zone euro pourraient mieux se comporter que les emprunts d'État nominaux. Dans la zone euro, la BCE et le soutien budgétaire de l'Union européenne continuent de venir en aide aux pays périphériques, et les spreads des emprunts d'État comme le BTP (Italie)/Bund (Allemagne) pourraient continuer de se resserrer en cas de progrès de l'union fiscale dans la zone euro. En revanche, les prévisions d'inflation actuelles pour les États-Unis reflètent l'anticipation d'un ralentissement de l'inflation en 2022 vers l'objectif de 2% de la Fed. Dans ce scénario, ce serait surtout la hausse des rendements réels qui influerait sur celle des rendements nominaux. Et les obligations américaines indexées sur l'inflation cesseraient alors d'afficher de meilleurs résultats que les obligations nominales comme en 2021.

Perspectives peu réjouissantes pour les rendements des obligations d'entreprise
Nous ne tablons pas sur une solide performance mondiale de l'investment grade (IG) ni du haut rendement (HY). La maîtrise de la pandémie et la poursuite de la reprise économique mondiale pourraient favoriser l'appétence au risque au moment où la Fed se dirige vers la normalisation. Toutefois, cette dernière pourrait influer négativement sur la performance du marché du crédit en raison de la hausse des taux des bons du Trésor. Selon nous, les faibles écarts actuels l'investment grade (IG) et le high yield (HY) indiquent que la performance du crédit sera limitée par la hausse des rendements des obligations d'État core. En outre, la courbe du crédit relativement plate indique un retour potentiel des primes de risque de crédit à leur moyenne à long terme (c'est-à-dire une hausse des spreads par rapport aux bons du Trésor). Dans l'ensemble, nous privilégions un positionnement court en duration en 2022.

Les obligations souveraines des marchés émergents en monnaie forte perdent de leur attrait
Nous pensons que les fondamentaux des obligations en monnaie forte des marchés émergents devraient se montrer moins favorables en 2022, les soldes extérieurs étant peu susceptibles de s'améliorer, et de nombreux pays des ME ayant considérablement augmenté leurs dépenses publiques et creusé leur dette dans le contexte de la pandémie. L'accentuation des besoins de refinancement devrait exercer une pression haussière sur les taux, le marché exigeant une prime plus élevée pour l'achat de dette des ME. Le tapering de la Fed à court terme et sa volonté probable d'augmentation des taux n'arrangent rien à la cause des obligations souveraines en monnaie forte des ME. Globalement, les écarts actuels ne paraissent pas suffisamment attrayants pour compenser la volatilité due à la hausse des taux, et le rapport risque/récompense des obligations en monnaie forte des ME s'est donc détérioré.

Au niveau régional, nous tablons sur des rendements faibles à un chiffre des obligations asiatiques en monnaie forte en 2022. Les écarts devraient rester stables, les fondamentaux des emprunts d'État asiatiques s'étant montrés résistants grâce à un fort soutien politique dans le contexte de la pandémie. En effet, les réserves de change et les balances des opérations courantes de l'Asie se sont améliorées, tandis que ses taux d'endettement n'ont augmenté que modestement. Pour le reste des ME, la hausse des rendements américains et la baisse du carry limitent le potentiel de rendement total. En Asie, nous avons une préférence pour la Chine. Son profil de duration plus faible devrait limiter les risques baissiers provenant de la hausse des rendements des bons du Trésor américain, et les valorisations concernées sont basses après la prise en compte de ses fondamentaux de dette plus sains. La Chine possède l'un des taux d'endettement les plus faibles, et ses balances des opérations courantes n'ont cessé de s'améliorer ces deux dernières années.

Sur les marchés émergents, une certaine modération de la croissance économique, associée à des conditions de refinancement onshore plus onéreuses, pourrait restreindre l'amélioration de la performance et des taux de défaut des entreprises en 2022. La hausse probable des rendements des emprunts d'État nous incite à nous positionner sur le segment à court terme des obligations d'entreprise des ME. En outre, la combinaison de la hausse des taux d'intérêt et de l'instabilité des marchés du travail risque de limiter la progression des salaires en 2022, ce qui pourrait peser sur la demande et sur les revenus implicites pour les obligations d'entreprise des ME. Cela devrait se traduire par une dégradation progressive des fondamentaux, tels que le taux d'endettement et le coefficient de couverture des intérêts. Nous sommes relativement prudents et préférons nous positionner de façon défensive sur le crédit des ME à court terme, en favorisant les segments avec un rapport risque/récompense équilibré entre valeur et taux de défaut, comme le crédit transversal asiatique avec de solides fondamentaux de crédit.

En résumé, les perspectives sont certes mitigées pour les obligations souveraines et d'entreprise des ME, mais l'écart relativement important par rapport aux emprunts d'État des marchés développés pourrait générer des opportunités.

Privilégier les prêts seniors
Les prêts seniors mondiaux constituent une alternative intéressante au crédit à haut rendement sur les marchés développés (voir page 35 pour davantage de détails). Ils offrent des valorisations relatives attractives, et devraient bénéficier d'un environnement de rendement des emprunts d'État en hausse, de faibles taux de défaut et d'une amélioration des notations en 2022.

En effet, les relèvements de notations des prêts seniors dépassent les déclassements à un rythme jamais constaté depuis le 2e trimestre 2012 en raison de plusieurs facteurs: des conditions de prêt accommodantes pour les émetteurs moins bien notés, et la reprise des économies, qui favorise des relèvements de notations. Nous pensons que cette tendance va se maintenir, en particulier dans les secteurs cycliques tels que l'électronique et la chimie.

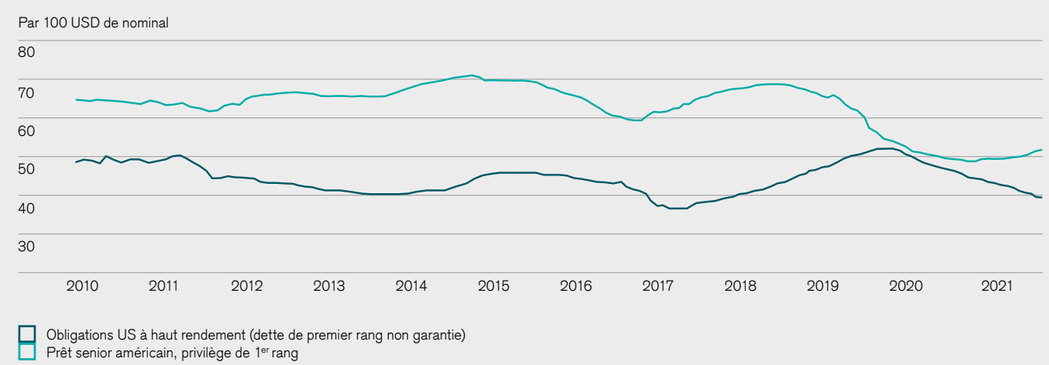
Que sont les prêts seniors?

Les prêts seniors sont des dettes à taux variable (la partie de la dette dont les taux d'intérêt sont fixés selon un indice de référence variable) d'entreprises dont la notation est inférieur à celle des obligations Investment Grade, et/ou qui disposent d'un haut niveau de dette contractée ou active. Ils sont émis pour soutenir les entreprises qui empruntent pour acquérir, dépensent pour procéder à de grandes expansions du capital, refinancent ou augmentent leur dette existante, ou procèdent à des versements forfaitaires de dividendes à leurs actionnaires. Le marché interprète ces prêts comme plus risqués étant donné la stabilité incertaine de ces entreprises, et exige donc des rendements plus élevés sous forme de frais et de marges sur les prêts.

Les prêts seniors représentent généralement un privilège de premier rang sur les actifs de la société en cas de faillite. Par conséquent, lorsque l'entreprise se retrouve en difficulté et déclare faillite, les créanciers seniors sont généralement les premiers à être remboursés avant les détenteurs d'obligations et les actionnaires. Malgré l'absence de garantie suffisante pour rembourser totalement le prêt de l'emprunteur, le fait que les prêts seniors disposent d'une garantie se traduit par un recouvrement considérablement supérieur par rapport aux obligations à haut rendement (voir graphique ci-dessous).

Les prêts seniors sont mis en œuvre par un contrat écrit (la convention de crédit) qui régit la manière dont les fonds sont accordés à l'emprunteur et fixe le taux d'intérêt à sa charge. Il impose également d'importantes limitations aux opérations de l'emprunteur afin d'améliorer la capacité à rembourser les prêteurs.

Les prêts seniors ont des taux de recouvrement plus élevés que les obligations à haut rendement
Si un émetteur fait défaut, combien un investisseur récupérerait-il de son investissement en prêts seniors par rapport à des obligations à haut rendement



Mesuré par les prix de la dette pris immédiatement avant les échanges en souffrance ou 30 jours après les défauts d'échange sans souffrance, moyenne sur 3 ans.

Dernières données au 30.09.2021
Source Moody's, Credit Suisse

Analyse technique: tendances des rendements obligataires en 2022

Nos analystes techniques prévoient une hausse des rendements des obligations internationales en 2022, sur la base de deux facteurs techniques décisifs: la possibilité de grandes bases techniques sur l'ensemble des marchés et notre opinion que la dynamique haussière des rendements repart après la reprise obligataire de l'été 2021.

Les rendements obligataires américains vont s'accroître
Le rendement obligataire américain à 10 ans a commencé à remonter vers la fin du 3e trimestre après une première percée en 2021. Cela signifie qu'une base technique de trois ans est potentiellement en cours de formation, ce qui, à notre avis, aurait d'importantes conséquences négatives pour les emprunts d'État en 2022. Le niveau de rendement clé définissant cette base est estimé à 1,70%, et si une clôture hebdomadaire supérieure peut être obtenue dans ce domaine, nous pensons qu'elle permettra d'étayer une hausse plus importante des rendements en 2022. Les niveaux de rendement clés suivants à surveiller pour le rendement obligataire annuel américain en 2022 sont estimés à 1,965%/2,00%, puis 2,145%/2,16%. La taille de la base laisse entendre que nous pourrions même dépasser ces niveaux plus tard en 2022. La nouvelle accélération de plusieurs indicateurs à moyen terme, dont celui du momentum de la convergence/divergence des moyennes mobiles (MACD), qui mesure la puissance des tendances, vient renforcer l'hypothèse de progression des rendements obligataires. Nos propres indicateurs exclusifs de momentum, qui reposent notamment sur les moyennes mobiles ajustées et la dynamique de rendement global, se sont aussi montrés constamment à la baisse pour les emprunts étatiques internationaux tout au long de 2021, et continuent d'annoncer une dégradation du momentum en cette fin d'année. Nous estimons qu'aux États-Unis, les points morts d'inflation à 10 ans (prévisions d'inflation implicite des marchés) devraient graviter autour des principaux niveaux à long terme de 273/278 pb, correspondant aux records de cours de 2005 et 2012. Nous pensons donc que la hausse des rendements réels finira par constituer le principal facteur de hausse des rendements nominaux américains. Cette opinion repose sur notre sentiment que le rendement réel américain à 5 ans est peut-être en train de former une base «en W». Cette structure technique se produit lorsque deux points bas du même niveau sont constatés, dans ce cas au-dessus de -1,445%. Si cette base «en W» s'établissait, elle confirmerait à notre avis un pricing plus significatif de la hausse des rendements réels américains.

> “ Les indicateurs de dynamisme et l'analyse des facteurs techniques suggèrent que nous assisterons à une hausse des rendements des obligations et des rendements réels américains en 2022.

En résumé, les indicateurs de momentum et l'analyse des structures techniques laissent entendre que nous constaterons une hausse significative des rendements réels et des obligations américaines en 2022, ce qui devrait entraîner de faibles rendements globaux des emprunts d'État en tant que classe d'actifs.

Les obligations britanniques ouvrent la voie
Sur les principaux marchés développés, les rendements obligataires britanniques se sont placés en fer de lance de la hausse en 2021, et l'échéance à 10 ans a déjà confirmé une base pluriannuelle équivalente après son passage au-dessus des seuils de résistance des rendements à long terme plus tôt cette année. Nous anticipons un momentum à moyen terme encore plus fort, bien qu'assez éloigné de toute survente. D'un point de vue technique, nous considérons les rendements obligataires britanniques à 10 ans comme capables de dépasser en 2022 leur niveau de 1,75% atteint en 2018, avec des niveaux intermédiaires à 1,375%/1,39%. Le rendement obligataire allemand à 10 ans pourrait connaître la même courbe avec un passage au-dessus de -0,075/-0,05%, laissant entendre un repricing des rendements mondiaux en 2022.

Les prévisions d'inflation en Europe se sont trouvées à l'origine de la hausse des rendements européens en 2021 après avoir augmenté tout au long de l'année, le point mort d'inflation allemand à 10 ans atteignant son point le plus haut depuis six ans un peu plus tôt dans l'année. Ce résultat a marqué le début d'une nouvelle ère d'un point de vue technique, mais le marché se situe déjà aux seuils de résistance suivants à 192/194,5 pb, avec des possibilités limitées de poursuite de progression jusqu'au seuil psychologique de 200 pb et des prévisions d'inflation européenne meilleures que les prévisions américaines.

Les obligations liées à l'inflation (ILB) européennes et leurs homologues américaines ont commencé à diverger, les attentes en matière d'inflation européenne augmentant plus vite que les attentes en matière d'inflation américaine. En termes d'analyse technique, cette divergence des perspectives d'inflation européenne et américaine représente un sommet élargi et une chute des attentes d'inflation relative entre les deux régions et nous pensons que cette nouvelle tendance se maintiendra en 2022.

En résumé, les investisseurs en obligations doivent également s'attendre à de faibles rendements globaux des emprunts d'État européens et britanniques en 2022, la perspective technique suggérant une grande marge de poursuite de la hausse des rendements.

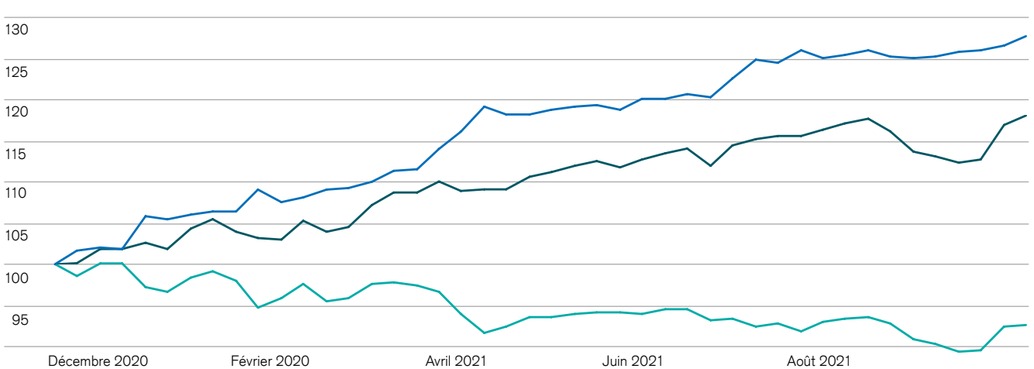
Les bénéfices stimuleront les actions

Nous pensons que les bénéfices seront le principal moteur de rendement des actions en 2022. Selon nos prévisions de bénéfices, les actions devraient générer des rendements de près de 10% en 2022, contre des rendements à deux chiffres en 2021. La reprise économique en cours et l'argument «There is no alternative» (il n'y a pas d'alternative) pour les actions sont autant d'obstacles pour cette classe d'actifs.

Le «pouvoir de fixation des prix», un thème central
L'année écoulée a été gratifiante pour les investissements en actions mondiales car la plupart des marchés actions et des régions ont généré des rendements impressionnants. La croissance des bénéfices a été très robuste. Ceux du MSCI AC World ont dépassé les sommets d'avant la pandémie, ce qui s'est traduit par des rendements des actions très élevés en 2021, malgré la baisse des PER (ratios cours/bénéfice). Ces derniers étaient déjà élevés et les investisseurs ont anticipé la fin progressive de l'extraordinaire soutien budgétaire et monétaire de l'ère du COVID-19 (voir graphique).

Nous pensons que 2022 sera une année de «normalisation». La croissance économique devrait se normaliser en 2022 car la reprise se poursuit, quoiqu'à un rythme plus lent et plutôt au premier semestre 2022. Les bilans des ménages restent sains. Les bénéfices devraient aussi se normaliser en 2022 après le grand coup de pouce donné par les plans de relance budgétaires et monétaires sans précédent, et après une période de forte volatilité au début de la pandémie.

Les bénéfices (E - earnings) dépassent les cours (P - prices)



MSCI World
PER à 12 mois
Bénéfice prévisionnel à 12 mois

Remarque: Attribution du rendement indexé sur 100 au 31.12.2020

Dernières données au 28.10.2021
Source Refinitiv, Credit Suisse

Le consensus table sur une croissance des bénéfices de près de 10% pour 2022, ce qui est proche des moyennes à long terme. Selon nous, l'environnement macroéconomique constructif devrait soutenir la croissance des revenus. Les marges devraient se maintenir à des niveaux solides. Nous considérons néanmoins que la hausse des coûts de production due à une augmentation de la demande et le creusement de l'écart entre l'indice des prix à la production et l'indice des prix à la consommation feront baisser les marges, car les entreprises ont moins de marge de manœuvre pour répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Le «pouvoir de fixation des prix» deviendra donc un thème majeur pour les investissements en actions en 2022 et les entreprises pouvant répercuter la hausse des prix de production sur les consommateurs s'en sortiront mieux. Nous prévoyons des rendements de près de 10% en 2022, contre des rendements à deux chiffres en 2021.

Peu de marge de réévaluation
Même si les multiples de valorisation traditionnels (PER) ont diminué en 2021, ils restent à des niveaux élevés par rapport aux moyennes historiques à long terme. Selon nous, il y a peu de marge de réévaluation des PER vers le haut car les conditions financières, y compris les taux d'intérêt, devraient se durcir en 2022 en raison de la hausse des rendements réels. Nous pensons que la Réserve fédérale américaine (Fed) commencera à réduire ses achats d'actifs («tapering») à mi-novembre et y mettra fin d'ici à mi-2022.

Principaux risques pour les actions en 2022
Les actions mondiales seront exposées à plusieurs risques en 2022. La hausse des coûts de production (matières premières, salaires, etc.) constitue un risque pour les bénéfices (donc les marges), de même que le risque de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement, un facteur qui a commencé à peser sur la rentabilité de certaines entreprises au second semestre 2021. L'inflation a aussi été un risque pour les actions en 2021, même si la plupart des acteurs du marché s'attendent à ce que les taux d'inflation actuellement élevés soient passagers. Cependant une inflation plus forte que prévu pourrait entraîner un resserrement des conditions monétaires et augmenter le risque d'une «erreur de politique», deux facteurs préjudiciables aux actions mondiales. En outre il devrait y avoir moins de place à l'avenir pour des mesures de relance budgétaire, qui ont été favorables aux actions pendant la crise du COVID, car les gouvernements devraient mettre fin à leur politique budgétaire hors norme et les élections américaines de mi-mandat pourraient entraîner un blocage politique. Un retour du COVID-19 dû à de nouvelles mutations du virus réduisant l'efficacité des vaccins est un autre risque à signaler. La Chine reste un risque pour les actions mondiales (ralentissement de l'économie, risque de nouveaux durcissements de la réglementation). Enfin, plusieurs scrutins sont à surveiller en 2022 (élections de mi-mandat aux États-Unis, élections présidentielles en France et au Brésil).

Croissance des bénéfices du MSCI AC World – la croissance des bénéfices par action (BPA) devrait se normaliser en 2022

6.4% Croissance du BPA – taux moyen de croissance annuelle du BPA (2010–2019)

-11.9% Croissance du BPA en 2020

48.8% Croissance estimée du BPA en 2021

7.6% Croissance estimée du BPA en 2022

Dernières données au 23.09.2021
Source Refinitiv, Credit Suisse

Perspectives du secteur

Biens de consommation cycliques: les services préférés

Les services aux consommateurs devraient bien se comporter en 2022. Ils offrent une exposition aux restaurants, aux hôtels et aux entreprises de loisirs. Ce secteur est resté à la traîne car les confinements et autres restrictions ont retardé la réouverture des établissements de restauration et de loisirs. Nous le considérons comme une opportunité intéressante car les dépenses/la consommation de services devraient beaucoup augmenter en 2022. Les tendances de la consommation restent favorables et sont portées par la demande refoulée de services, l'amélioration du marché du travail et la solidité des bilans des ménages.

TI: le secteur se heurte à la hausse des rendements réels

Les TI bénéficient de tendances de croissance séculaires. Les logiciels et les services devraient bien se comporter car ces activités présentent des perspectives de bénéfices et génèrent de solides flux de trésorerie. Nos prévisions de hausse des rendements réels sont un obstacle pour le secteur. En général, ses segments de marché sont attrayants, ont un potentiel disruptif et peuvent accroître leur part de marché et leur marge bénéficiaire (voir p. 57 de nos Supertrends), notamment les secteurs technologiques.

Approvisionnement eau/gaz/électricité: sous pression

L'approvisionnement eau/gaz/électricité a sous-performé l'indice de référence des actions mondiales (MSCI World) en 2021 et ne fait pas partie de nos secteurs préférés pour 2022. Si les prévisions de bénéfices pour 2022 se sont améliorées, le secteur a enregistré une baisse des bénéfices en 2021 et les obstacles macroéconomiques (comme la hausse des taux/rendements) devraient s'intensifier car les banques centrales se préparent à mettre fin à certaines de leurs mesures de relance monétaire.

Finance: la hausse des taux d'intérêt donne un coup de pouce

Les valeurs financières, et les banques en particulier, font partie des principaux bénéficiaires d'une hausse des rendements et des anticipations de relèvement des taux d'intérêt. L'augmentation des distributions aux actionnaires sous la forme de dividendes ou de rachats d'actions est un autre atout pour les valeurs financières selon nous. La valorisation du secteur reste attractive et la situation des bénéfices est constructive.

Services de communication: défis de croissance et de valorisation

Les perspectives de bénéfices du secteur sont conformes à celles des actions mondiales. La composante technologie/médias interactifs offre une croissance attrayante mais ses valorisations sont élevées, tandis que les valorisations des télécommunications sont intéressantes, mais la composante croissance n'est pas au rendez-vous. Des problèmes réglementaires et une possible augmentation des taxes restent un risque à impact majeur, mais l'ampleur des changements est difficile à évaluer.

Énergie: rétablissement complet après l'impact de la pandémie

À l'opposé, le secteur de l'énergie a affiché la plus forte reprise des bénéfices en 2021, avec une croissance attendue en hausse de plus de 100% depuis début janvier. En 2022, les bénéfices devraient se rétablir pleinement après l'impact de la pandémie et dépasser les niveaux de 2019 de plus de 5% selon le consensus. Malgré des fondamentaux attrayants et des rendements en dividendes élevés au fil du redressement des prix du pétrole et de la stabilisation des flux de trésorerie, les obstacles structurels liés à la transition énergétique ainsi que les préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) persistent.

>100%

Hausse attendue de la croissance des bénéfices dans le secteur de l'énergie en 2021

Matériaux: les moteurs de croissance restent en place

Les matériaux devraient générer des rendements attrayants en 2022 en raison d'une croissance mondiale supérieure à la tendance et du rôle de certains métaux dans la transition vers une production et une consommation plus durables (p. ex. les véhicules électriques). La croissance des bénéfices devrait se normaliser en 2022 à mesure que les effets de base s'estomperont et que la croissance mondiale quittera les sommets de 2021, bien que les moteurs de croissance structurels à long terme restent en place.

Industrie: les perspectives s'améliorent au fil de la normalisation

L'industrie est le secteur économiquement le plus sensible à la production manufacturière et industrielle mondiale. À l'approche de 2022, nous pensons que les pressions exercées sur les chaînes d'approvisionnement diminueront au fil de la normalisation. Le secteur pourrait profiter de la réaccélération de la dynamique de la production industrielle mondiale car les niveaux de stocks actuels sont très bas.

Santé: des conditions difficiles à court terme

La croissance des bénéfices et la performance des cours dans le secteur de la santé ont été inférieures à celles des actions mondiales en 2021. Les prévisions de bénéfices consensuelles sont toujours inférieures à l'ensemble des actions mondiales et le momentum relatif est également faible. Dans le même temps, les moteurs de croissance à long terme (meilleur accès aux soins dans les marchés émergents, levier d'exploitation élevé, faibles coûts de production, population vieillissante, etc.) restent intacts. Néanmoins, la hausse des rendements due à la reprise économique mondiale en cours présente un risque pour ce secteur défensif.

Styles d'action: plusieurs styles pourraient se démarquer en 2022

Aucune tendance claire ne s'est dégagée en 2021 pour les styles d'action. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, seuls les styles «qualité» et «valeur» ont (légèrement) progressé par rapport à l'indice MSCI World, ce qui témoigne dans une certaine mesure de l'incertitude, de l'impact économique variable et du «brouillard de données» provoqués par la pandémie mondiale alors que le monde absorbait le choc et s'y adaptait. À l'approche de 2022, nous pensons que le style «croissance» bénéficiera d'un soutien renouvelé aux États-Unis, de même que les valeurs secondaires mondiales, même si cela concerne surtout l'Europe. En revanche, nous continuons de penser que le style «valeur» se comportera bien dans la zone euro. Nos opinions sont étayées par des perspectives économiques constructives, les indices des directeurs d'achat (PMI) s'annonçant expansionnistes tout au long de notre horizon de prévision. Par ailleurs, la majorité d'un large éventail d'indicateurs américains indique toujours un environnement macroéconomique constructif.

Perspectives régionales

États-Unis

La politique et la Fed en ligne de mire
Les perspectives pour les actions américaines sont essentielles pour nos prévisions pour l'ensemble des actions, car les États-Unis représentent 60% du MSCI AC World (indice de référence des actions mondiales). Selon nous, les orientations monétaires et politiques seront des moteurs pour les actions américaines en 2022. Le marché haussier des actions pourrait être freiné par le tapering, mais devrait conserver sa tendance haussière. Le resserrement de la politique monétaire et nos prévisions de hausse des rendements réels sont d'autres obstacles potentiels pour les actions américaines. Sur le plan politique, les élections de mi-mandat en novembre 2022 seront scrutées. Les démocrates risquent de perdre leur (courte) majorité dans l'une des deux chambres, d'où un risque de blocage politique. Les dépenses budgétaires devraient chuter après les élections de mi-mandat. Malgré ces obstacles, nos perspectives pour les actions américaines sont positives. Les bonnes perspectives de bénéfices et les conditions financières favorables devraient soutenir les actions américaines, qui sont de plus fortement exposées au secteur technologique et peuvent donc bénéficier de tendances de croissance séculaires.

Zone euro

Poursuite de la reprise
À l'approche de 2022, les perspectives économiques de la zone euro restent positives. Comme nous l'avons souligné plus haut, nous pensons que les bénéfices seront le principal moteur des actions mondiales, et cela vaut également pour la zone euro. Les prévisions de bénéfices consensuelles pour la zone euro sont parmi les plus élevées des principaux marchés développés, ce qui conforte nos perspectives positives pour les actions de la zone euro. Nous pensons que les marchés ayant accusé un certain retard pendant la reprise post-pandémie présentent le plus grand potentiel de hausse. Sur le plan politique, les élections présidentielles en France feront l'objet d'une attention particulière. La victoire d'un(e) président(e) eurosceptique constitue un risque pour l'intégration européenne. Il sera également intéressant de voir si l'éventuelle coalition qui gouvernera l'Allemagne fera pression en faveur de dépenses budgétaires supplémentaires et d'une plus grande intégration européenne, ce qui soutiendrait les actifs européens. Les évolutions en Chine sont également importantes pour les actions de la zone euro, en particulier pour les marchés des actions français (p. ex. les sociétés de luxe) et allemands (p. ex. les constructeurs automobiles).

Suisse

La monnaie en ligne de mire
En raison de son exposition importante aux secteurs de la santé et des biens de consommation non cycliques, le marché des actions suisses est considéré comme un marché défensif. Selon l'environnement de marché, ce caractère défensif peut se révéler favorable ou défavorable. En 2021, année marquée par la reprise considérable des bénéfices et des marchés cycliques, les actions suisses ont sous-performé l'indice de référence de l'ensemble des actions (MSCI World).

2022 étant l'année de la «normalisation», nous pensons que les actions suisses enregistreront des performances conformes à celles de l'indice de référence des actions mondiales. La monnaie est un moteur important pour les actions suisses, car un CHF plus fort pénalise le marché des actions suisses orientées vers l'exportation. Nous pensons que la Banque nationale suisse maintiendra le CHF sous contrôle au cours de l'année à venir (voir page 46).

Royaume-Uni

Relever les défis post-Brexit
Le Royaume-Uni a affiché la plus forte reprise des bénéfices de tous les marchés développés en 2021. Le bénéfice par action (BPA) estimé des actions britanniques pour 2022 devrait enregistrer une reprise complète après la pandémie. Il est supérieur de 4% au BPA de 2019 (avant la pandémie), selon les estimations du consensus. Mais malgré cette tendance positive, les actions britanniques sous-performent les actions mondiales depuis 2019. Cette mauvaise performance a accentué la baisse déjà importante de la notation (c'est-à-dire la baisse des PER) due au Brexit, et le marché se négocie actuellement à un multiple de valorisation historiquement bas. À l'avenir, les secteurs majeurs du Royaume-Uni qui ont été touchés de manière disproportionnée par les mesures de confinement devraient être les principaux bénéficiaires de la «réouverture». Les indices d'actions britanniques sont également moins exposés au secteur des TI et la pondération des valeurs financières est plus importante que dans le MSCI World, ce qui devrait être un atout dans un contexte de hausse des rendements. Les actions britanniques devraient bien se comporter en 2022, sous l'effet de la croissance des bénéfices et de multiples de valorisation plus élevés. Un rendement en dividende élevé de l'ordre de 4% devrait également soutenir les rendements globaux.

Japon

Des perspectives réjouissantes
Les actions japonaises ont été à la traîne au premier semestre 2021 en raison du retard pris dans la vaccination contre le COVID-19 et de la poursuite des restrictions liées à la pandémie. Cependant, le Japon a rattrapé ses pairs des marchés développés en termes de vaccinations et de performance du marché des actions au second semestre 2021, les changements politiques ouvrant la voie à une nouvelle administration et à des mesures de relance potentielles.

Nous pensons que les actions japonaises devraient générer des rendements attrayants en 2022. En effet, l'économie japonaise rouvre complètement et stimule la consommation intérieure, les exportations reprennent avec le relâchement des pressions sur les chaînes d'approvisionnement et la forte demande extérieure, tandis que les perspectives sont celles d'une croissance des bénéfices attrayante, de davantage de rachats d'actions et d'une politique de soutien, tant monétaire que budgétaire.

Marchés émergents d'Asie

Croissance des bénéfices à deux chiffres
Les actions asiatiques ont subi une énorme pression en 2021 du fait de la décélération de la croissance chinoise, de la réglementation accrue des valeurs technologiques et des difficultés d'un grand promoteur immobilier chinois. Nous prévoyons cependant une stabilisation de la croissance chinoise en 2022 et une croissance économique de 6,1%, les politiques monétaires et budgétaires devenant moins restrictives, ce qui soutiendra la dynamique de croissance. Simultanément, le pire impact de la répression réglementaire sur les valeurs technologiques semble être passé, ce qui réduit un risque clé. Les perspectives d'une reprise en Chine et d'une croissance toujours saine sur les marchés développés sont de bon augure pour les bénéfices régionaux, qui devraient enregistrer une croissance à deux chiffres en 2022. Avec la maîtrise du COVID-19, les économies d'Asie du Sud-Est devraient aussi connaître une forte reprise et des bénéfices. Enfin, la pénurie de semi-conducteurs devrait continuer de soutenir la dynamique de croissance du secteur du matériel technologique. Compte tenu des attentes d'amélioration des fondamentaux sous-jacents, nous pensons que les actions asiatiques sont prêtes à générer des rendements attrayants en 2022.

Amérique latine

Prête à passer le cap
Après les mauvaises performances de 2021, les actions latino-américaines devraient générer des rendements absolus attrayants en 2022, accompagnés d'une volatilité supplémentaire dans un contexte d'effervescence politique exacerbée. Les actions latino-américaines devraient bénéficier de la forte croissance économique mondiale et d'une composition favorable aux secteurs cycliques tels que la finance et les matériaux, qui représentent ensemble plus de 45% de la pondération dans le MSCI EM Latin America. Alors que les banques centrales de la région continuent de resserrer les taux, les valeurs financières sont les premières bénéficiaires de la hausse des taux et des rendements, tandis que la hausse des prix des matières premières est aussi de bon augure pour les perspectives de croissance de la région. Un rendement en dividende élevé de l'ordre de 5% soutient aussi les rendements globaux des actions latino-américaines. Toutefois, sept pays de la région étant appelés à voter en 2022 (dont le Brésil), les évolutions politiques et réglementaires devraient rester des risques majeurs pour la région.

Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique

La finance et l'énergie devraient soutenir les rendements des actions
Après une performance exceptionnelle en 2021, portée par la solide reprise des bénéfices due à la réouverture de l'économie mondiale, nous continuons de penser que les actions d'Europe de l'Est, du Moyen-Orient et d'Afrique (EEMEA) généreront des rendements attrayants en 2022, bien qu'à un rythme modéré. Nous prévoyons une normalisation de la croissance des bénéfices dans la région EEMEA en 2022, lorsque les effets de base favorables s'estomperont. Mais nous anticipons toujours une croissance des bénéfices proche de 10%, conforme à celle de l'indice de référence des marchés émergents (indice MSCI Emerging Markets). La finance, le secteur le plus important (environ 40% de la pondération dans le MSCI EEMEA), devrait être le principal bénéficiaire de la hausse des taux et des rendements. Les prix élevés de l'énergie sont un autre facteur favorable aux économies régionales, en particulier le Moyen-Orient et la Russie, car ils améliorent leur situation budgétaire et leurs finances.

Nous pensons donc que les actions de la région EEMEA resteront attrayantes en 2022 et généreront des rendements absolus conformes à ceux des actions des marchés émergents.

Le «tapering», un ralentisseur ou un frein pour le marché haussier des actions?

Le «tapering» désigne la réduction progressive des achats d'actifs engagée par une banque centrale. Il a lieu lorsque les politiques de relance économique d'une banque centrale commencent à s'atténuer. Il ne s'agit pas d'une réduction du bilan car les banques centrales continueront de stimuler l'économie, mais à un rythme plus lent. Comme les marchés s'habituent à ce soutien, l'annonce imminente d'un «tapering» peut entraîner un repli du marché appelé «taper tantrum» (en référence à l'expression anglaise «temper tantrum qui signifie accès de colère). La Fed a annoncé une réduction de ses achats d'actifs lors de sa séance de novembre 2021. Les achats d'actifs aux États-Unis ont porté la taille du bilan à 37,5% du PIB, contre 19,2% du PIB en février 2020. En revanche, ce même ratio est passé de 39,2% à 69,2% dans la zone euro et de 104,7% à 132,8% au Japon. Cet excès de liquidités conjugué à des taux d'intérêt bas a d'abord contribué à calmer les marchés des actions après les chocs induits par le COVID, puis a alimenté la forte hausse des actions.

Le «taper tantrum» de 2013
Le 22 mai 2013, le président de la Fed, Ben Bernanke, annonçait la réduction progressive du programme de rachat d'actions de la Fed, ce qui a entraîné une hausse immédiate des rendements obligataires et une chute des actions.

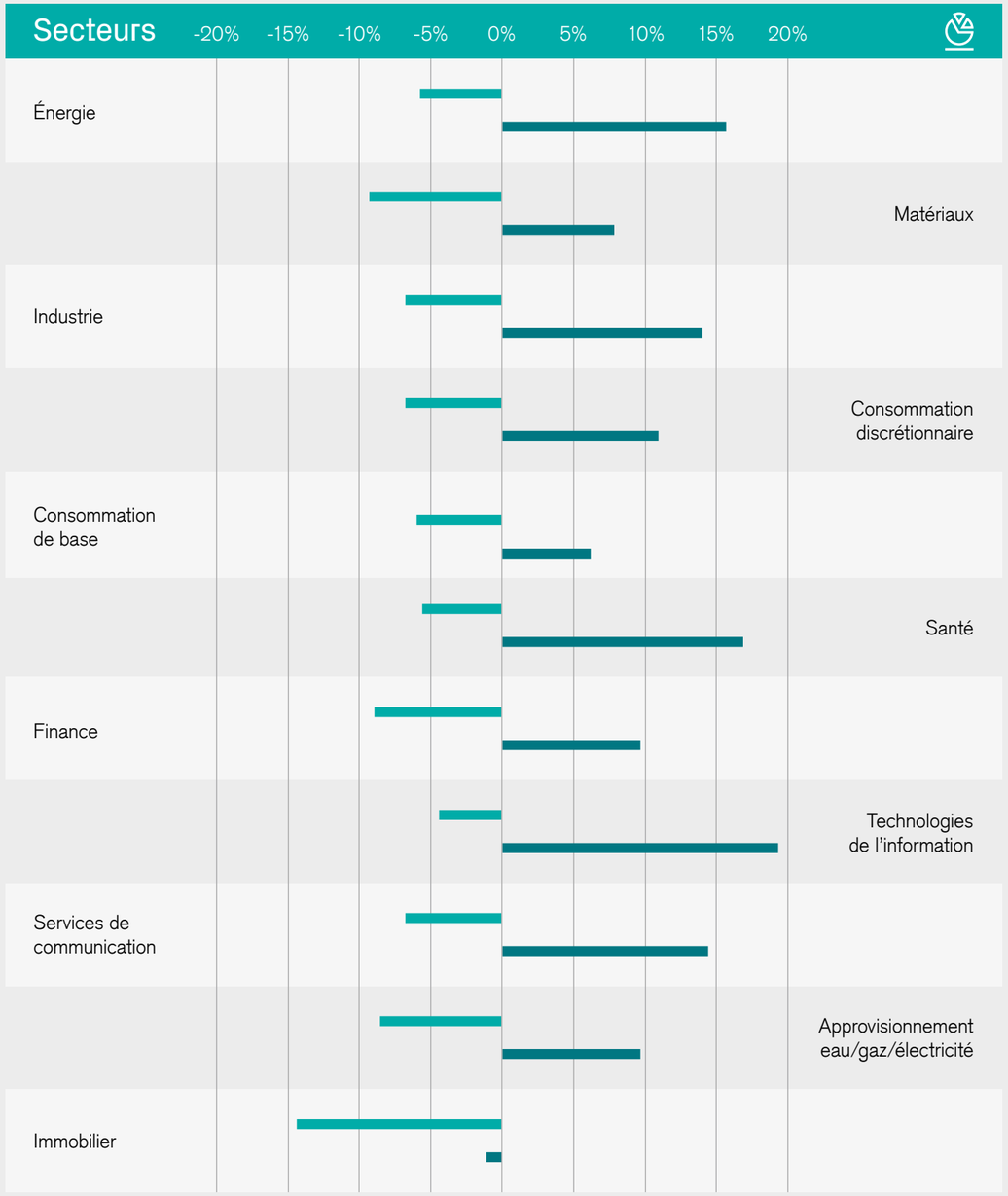
> “ Une correction des actions due au tapering pourrait constituer une opportunité d'achat pour les investisseurs.

Ce changement s'est limité au ralentissement des achats d'actifs, la réduction du bilan n'ayant commencé qu'en 2015. Un mois après l'annonce de mai 2013, les actions des marchés développés et des marchés émergents étaient en baisse de respectivement -7% et -10%. Au cours des 12 mois suivants, les actions mondiales se sont redressées avec un rendement de 13%, les États-Unis et la zone euro étant à l'origine de cette bonne performance. Dans un autre cas de resserrement monétaire, la Fed a commencé à réduire son bilan en 2018. Il s'élevait alors à 4500 milliards USD. Au cours des 20 mois consécutifs suivants, la Fed a réduit la taille des actifs de son bilan d'environ 700 milliards USD, soit une réduction moyenne d'environ 35 milliards USD par mois. Les actions mondiales ont baissé de -4% au cours des 12 mois suivants (à partir de fin janvier 2018), la zone euro, le Japon et les marchés émergents étant les plus mauvais élèves.

Qu'est-ce qui pourrait être différent cette fois?
Nous pensons que les fondamentaux sont un peu plus à même d'absorber un éventuel choc du tapering. Le rendement réel est même inférieur. Il est de -0,86% contre -0,25% en 2013. La baisse des rendements a entraîné une hausse des multiples de valorisation: le PER prévisionnel à 12 mois est beaucoup plus élevé qu'en 2013, tandis que le taux de croissance prévisionnel des bénéfices est plus élevé. Les conditions de travail sont également meilleures, le taux de chômage étant actuellement de 5,2% aux États-Unis contre 7,5% en 2013. De plus, au cours des quatre derniers cycles de relèvement des taux de la Fed, les marchés des actions mondiales ont corrigé, puis se sont redressés avec un rendement légèrement positif sur une période d'un an. Selon nous, une correction des actions due au tapering pourrait constituer une opportunité d'achat pour les investisseurs.

Ce que le tapering pourrait réserver aux investisseurs en 2022

Performance des secteurs après l'annonce du tapering en 2013



1 mois
12 mois

Tapering de 2013 au 22.05.2013, selon la date annoncée par la Fed.

Dernières données au 27.09.2021
Source Bloomberg, Refinitiv, Credit Suisse

L'avantage de taux profite au dollar

À quelques jours d'une nouvelle année, les devises favorisées devraient être celles qui bénéficieront de la normalisation progressive de leurs banques centrales. Cette phase de transition pourrait aussi profiter aux monnaies plus cycliques, comme les monnaies-marchandises.

Le dollar pourrait se renforcer par rapport au CHF/JPY
Ce sont la méthode de normalisation de la Réserve fédérale américaine par rapport aux autres économies et la reprise actuelle au niveau mondial et régional qui détermineront principalement le sort du dollar. Les devises à faible rendement des pays où l'inflation aura été contenue pourraient connaître des difficultés à l'aube de la prochaine année. Le JPY et le CHF pourraient ainsi décliner en 2022. Concernant le CHF, la Banque nationale suisse (BNS) devrait maintenir sa politique d'intervention active sur le marché des changes, pour affaiblir le CHF si nécessaire. Cela devrait stabiliser la monnaie et empêcher toute pression désinflationniste de venir se greffer à un environnement d'inflation domestique faible et persistante.

Un euro faible début 2022
Avec une Fed qui ouvre la voie en matière de tapering (réduction) des achats d'actifs, l'euro pourrait commencer 2022 timidement face au dollar. Toutefois, bien que la Banque centrale européenne (BCE) fasse preuve de prudence et de patience en matière de normalisation, elle ne devrait pas empêcher l'inflation de s'accentuer à partir de l'année prochaine. De quoi laisser potentiellement les marchés des changes vulnérables face à un repricing de la normalisation. Les fondamentaux économiques restent plus solides dans la zone euro qu'aux États-Unis, notamment en matière de soldes extérieurs et de déficits budgétaires. La perspective d'intégration fiscale européenne, soutenue par la nouvelle coalition gouvernementale allemande, pourrait en outre dynamiser l'euro à moyen terme. En fonction de la durée de l'inflation dans la zone euro et de la vitesse de normalisation de la BCE par rapport aux attentes actuelles du marché, une stabilisation puis une reprise de l'euro sont à prévoir courant 2022. L'issue dépendra de la durée de la poussée inflationniste dans la zone euro ainsi que de la capacité de la BCE à normaliser sa politique par rapport aux attentes actuelles du marché.

Du soutien pour le CAD, la NOK et le NZD
Plusieurs banques centrales entamant une politique de normalisation en 2022, il pourrait s'avérer important de faire tourner les positions de change durant l'année. Par exemple, se positionner sur un mouvement haussier d'une monnaie lorsque les perspectives de la banque centrale s'annoncent plus favorables en raison de meilleures conditions économiques. Les monnaies à bêta plus élevé (c'est-à-dire plus cycliques), en particulier les monnaies liées aux matières premières, devraient bien se comporter si, comme nous le pensons, les fondamentaux restent à leur niveau et le soutien des banques centrales se maintient début 2022. Jusqu'à présent, les monnaies-marchandises sont en retard par rapport aux cours des matières premières et dans l'amélioration des termes de l'échange (le rapport entre les prix d'exportation et d'importation) concernés. À l'approche de 2022, il est toutefois plus probable que l'activité cyclique et les politiques de normalisation se combinent, si bien que les devises devraient se trouver en corrélation avec les termes de l'échange, favorisant particulièrement le CAD, la NOK et le NZD. En revanche, l'AUD s'avère la monnaie à bêta élevé la plus à risque en raison du ralentissement chinois. En résumé, nous estimons que les évaluations et les incidences du change sur l'inflation, alliées aux conditions financières, devraient limiter la capacité de rebond des devises en 2022.

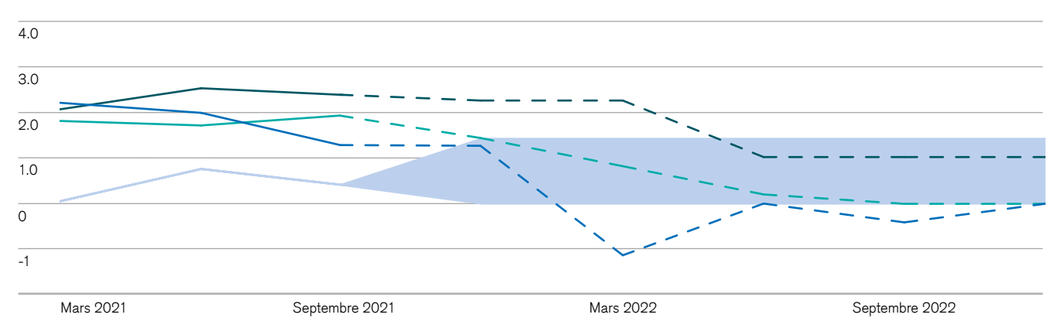
Faiblesse de la TRY et du BRL; grande forme du RUB
La perspective des devises des marchés émergents (ME) en 2022 est moins favorable qu'en 2021. Les inquiétudes au sujet de la limitation de croissance des ME à cause du COVID-19 se sont apaisées, d'autres confinements semblant peu probables en raison des programmes de vaccination. La perspective de croissance chinoise reste toutefois un risque clé pour l'année à venir.

Les banques centrales des ME, dont les politiques monétaires ont servi de tampon pour leurs monnaies de manière générale, se sont montrées proactives en matière d'inflation en 2021. Nous nous attendons toutefois à ce que le cycle haussier ralentisse en 2022, et prenne fin dans les pays connaissant un resserrement monétaire de début de cycle (Mexique par exemple). Le carry des devises des ME a augmenté, mais il gravite autour de sa moyenne historique depuis 2010. De plus, les taux réels des ME devraient avoir du mal à entrer en terrain positif, l'inflation dans ces pays ne cessant de progresser. Les pressions inflationnistes demeurent en Amérique latine, Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique (EEMEA). Le soutien dû à la politique accommodante de la Fed devrait également diminuer l'année prochaine à l'approche de la normalisation des taux directeurs américains. L'avantage relatif du carry ne devrait donc pas s'accentuer beaucoup plus. Au vu du changement d'attitude de la Fed, la différenciation entre devises restera décisive. Les pays des ME se trouvent de manière générale dans une meilleure position qu'en 2013, lors du «taper tantrum», mais des points faibles subsistent.

La plupart des ME ont assoupli leur politique budgétaire pour s'occuper de la crise du COVID-19, ce qui a creusé les déficits budgétaires et la dette publique dans ces pays. À cet égard, le Brésil et la Turquie se révèlent comme les maillons faibles des ME. Les devises aux solides fondamentaux et au carry important devraient quant à elles continuer de prospérer. Nous voyons notamment le RUB comme une monnaie ME très performante.

Maintien ou affaiblissement du CNY
Une trajectoire plate ou baissière de l'USD serait nécessaire pour que les monnaies asiatiques restent globalement stables ou même en hausse par rapport au dollar. Outre cela, la perspective de croissance chinoise, qui dépend de la capacité du gouvernement à résoudre les tensions du secteur immobilier et de l'incertitude au sujet de la durée du durcissement du cadre réglementaire, sera une donnée essentielle de l'équation. Nous pensons que la situation réglementaire pourrait commencer à se stabiliser en 2022, pouvant donner lieu à une amélioration des flux de portefeuille au second semestre. Globalement, ces incertitudes pourraient peser sur la croissance économique du pays, si bien que la Banque populaire de Chine (BPC) pourrait permettre une stabilisation voire une dégradation préventive du CNY au premier semestre 2022.

Les modes de normalisation choisis par les banques centrales affecteront les monnaies en 2022
Achats d'actifs financiers en % du PIB annualisé



BCE
Fed
BoE
BNS*

* Hypothèse de la BNS: achats de monnaies étrangères entre 0 et la moyenne des achats estimés pour la période entre février 2015 et mai 2016.

Dernières données au 3T 2021
Source Credit Suisse, Refinitiv Datastream

Immobilier: tendances structurelles positives

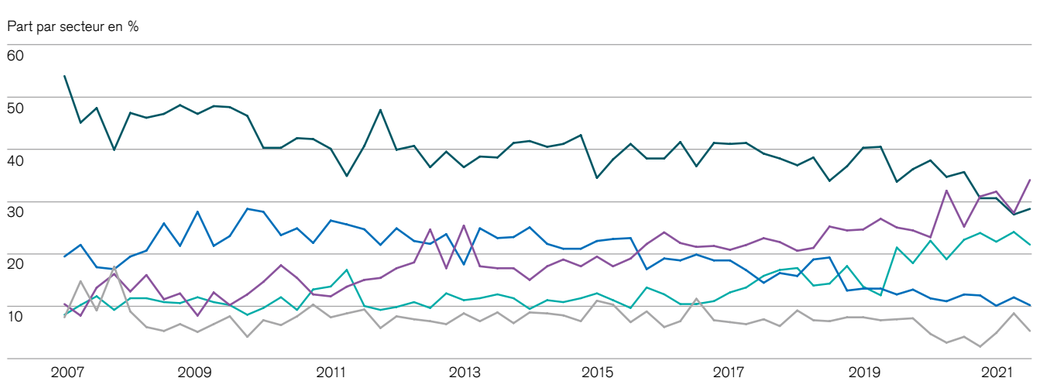
Des taux d'intérêt historiquement bas et la poursuite de la reprise économique devraient soutenir les investissements immobiliers en 2022. Cela dit, les changements structurels liés à la pandémie persistent, et nous continuons de privilégier les secteurs soutenus par des moteurs de croissance séculaire, comme l'immobilier logistique.

Avec des taux d'intérêt qui devraient légèrement augmenter et une reprise économique mondiale qui se poursuit, l'environnement reste propice aux placements immobiliers. Toutefois, la pandémie a renforcé les tendances fondamentales préexistantes et les marchés immobiliers devront encore s'adapter en 2022 afin de refléter l'évolution des besoins des locataires et du comportement des consommateurs. L'accélération de la croissance de l'e-commerce, la numérisation et le télétravail devraient continuer à bénéficier aux secteurs tels que la logistique, les centres de données et les tours de communication, tout en assombrissant les perspectives pour les bureaux et les surfaces commerciales. Les sociétés immobilières cotées sont bien positionnées par rapport à l'évolution du marché: plus de la moitié sont exposées aux facteurs précités, qui leur assurent une solide croissance sous-jacente (p. ex. logistique), ou à des secteurs qui répondent aux besoins humains fondamentaux et sont donc moins dépendants du cycle économique (p. ex. logement et stockage en libre-service). Dans l'ensemble, nous prévoyons que les marchés immobiliers généreront des rendements autour de 5% en 2022.

Immobilier coté: perspectives favorables aux États-Unis et au Royaume-Uni
Dans l'immobilier coté, le marché américain affiche de bonnes perspectives grâce à sa forte exposition aux secteurs soutenus par une forte croissance structurelle. Au Royaume-Uni, le segment devrait aussi bénéficier de son exposition à la logistique, la plus élevée de l'indice de référence. Les sociétés immobilières britanniques devraient également profiter de la forte reprise du marché des bureaux à Londres, aidé par une offre modérée et une amélioration du moral des investisseurs après la dissipation des incertitudes autour du Brexit. Malgré une sous-offre structurelle, le marché résidentiel allemand (env. 70% de l'immobilier coté de la zone euro) est soumis à un risque de durcissement réglementaire. Les valorisations des fonds immobiliers suisses sont élevées mais soutenues par les taux bas et l'embellie sur le marché suisse du logement locatif.

Immobilier direct: la logistique toujours privilégiée
Les investisseurs ont adapté leurs préférences au monde post-pandémie. Les appartements ont ainsi dépassé les bureaux et l'industrie a atteint de nouveaux sommets en termes de volumes de placement. Les valorisations dans le commerce de détail devraient encore reculer du fait de la popularité croissante de l'e-commerce. La reprise économique prévue soutient globalement les bureaux, mais le télétravail devrait peser sur la demande. Cependant, nous estimons qu'une telle réduction sera surtout concentrée sur les actifs de second rang et préférons par conséquent les investissements de qualité sur les emplacements centraux. Nous soulignons également les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), de plus en plus importants pour les locataires et plus faciles à réaliser avec les projets immobiliers récents. Les perspectives restent favorables à la logistique alors que l'e-commerce continue de stimuler la demande en entrepôts et en centres de distribution, ainsi qu'aux actifs résidentiels, en particulier dans les régions avec de faibles niveaux d'offre et de stocks.

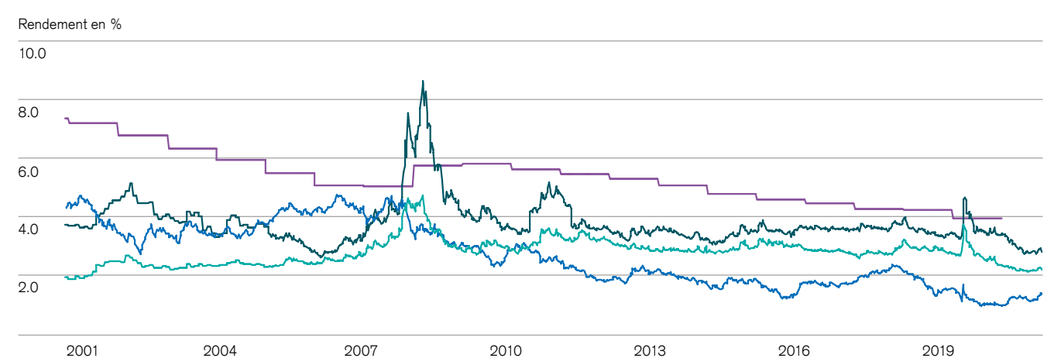
Les appartements et les actifs industriels de plus en plus recherchés
Transactions mondiales dans l'immobilier commercial, part de secteur en % du volume total



Bureaux
Industrie
Commerce de détail
Appartements
Hôtellerie

Dernières données au 30.09.2021
Source RCA, Credit Suisse

L'immobilier continue d'offrir un rendement relativement élevé



MSCI World Real Estate (rendement en dividende anticipé à 1 an)
MSCI World (rendement en dividende anticipé à 1 an)
Barclays Global Aggregate
Immobilier direct

Dernières données au 03.11.2021
Source Bloomberg, Datastream, MSCI/IPD, Credit Suisse

Revenus alternatifs avec les hedge funds

Alors que les vents favorables aux stratégies cycliques retombent, nous préférons les stratégies à faible bêta et les placements alternatifs de rendement. L'année prochaine, nous prévoyons des rendements modestes proches de la moyenne à long terme. La due diligence et la sélection des gérants sont essentiels.

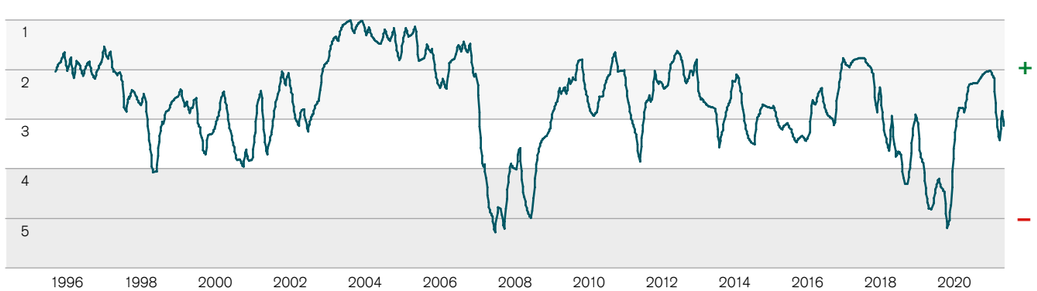
Opinion positive sur les stratégies à faible bêta
Un contexte économique favorable, des niveaux de liquidités sans précédent et la dispersion régionale des prix ont soutenu la performance des hedge funds (période de 12 mois se terminant au 3e trimestre 2021), surtout au bénéfice des stratégies cycliques. La performance de près de 10% a été l'une des meilleures depuis la crise financière mondiale. Si les risques systémiques restent modérés, notre baromètre des conditions de négoce indique que les vents favorables aux stratégies cycliques sont retombés.

Les rendements des hedge funds devraient donc diminuer autour de 5%. Nous préférons également les stratégies moins sensibles aux actions et au bêta de crédit, telles que les stratégies opportunistes long/short equity, diversified macro et corporate arbitrage. Leurs gestionnaires devraient bénéficier d'une volatilité accrue et des mouvements sur l'ensemble des marchés d'actifs provenant d'une hausse potentielle des rendements à long terme et de la réduction attendue des achats d'actifs de la Réserve fédérale américaine.

Alternatives de rendement
Pour 2022, nous prévoyons également un environnement de marché favorable aux stratégies qui cherchent à générer des revenus à partir d'actifs alternatifs tels que les infrastructures privées, l'immobilier et les crédits privés. Selon nous, une augmentation des dépenses budgétaires des pays développés orientée sur la réduction de leur empreinte CO_2 devrait créer des conditions de marché stables pour les infrastructures concernées. Par ailleurs, la solidité des bilans des ménages soutenue par des taux d'épargne supérieurs à la moyenne et une amélioration des niveaux d'emploi et des salaires devrait créer un contexte de stabilité pour l'immobilier privé et les crédits privés. Les stratégies alternatives privées offrent ainsi des opportunités génératrices de revenus, en particulier si l'on considère les niveaux de rendements qui restent historiquement faibles sur les marchés publics. Mais les investisseurs doivent être conscients des risques d'émetteur et de concentration sur les marchés privés, qui peuvent être atténués par des solutions de fonds bien diversifiées.

La due diligence et la sélection de gérants sont essentiels
Historiquement, les hedge funds ont eu tendance à surperformer les actions sur une base ajustée au risque lorsque notre baromètre des conditions de négoce indiquait un régime neutre. Dans l'ensemble, les gestionnaires actifs ont su tirer parti des erreurs d'évaluation dues aux épisodes de volatilité généralement associés au régime neutre. Les hedge funds sont également parvenus à limiter leur volatilité autour de 5%, contribuant à réduire la volatilité globale du portefeuille dans un contexte multi-actifs. En 2022, le climat d'investissement s'annonce plus difficile qu'en 2021; nous nous attendons à une augmentation de l'écart de performance entre les gestionnaires les plus performants et les moins performants. Nous continuons donc de souligner l'importance d'investir avec des gestionnaires expérimentés et de mettre en place des processus rigoureux de due diligence et de sélection de fonds.

Notre baromètre des conditions de négoce est devenu neutre
Scorecard basée sur les indices des directeurs d'achat, les conditions de liquidité, la volatilité et les risques systémiques



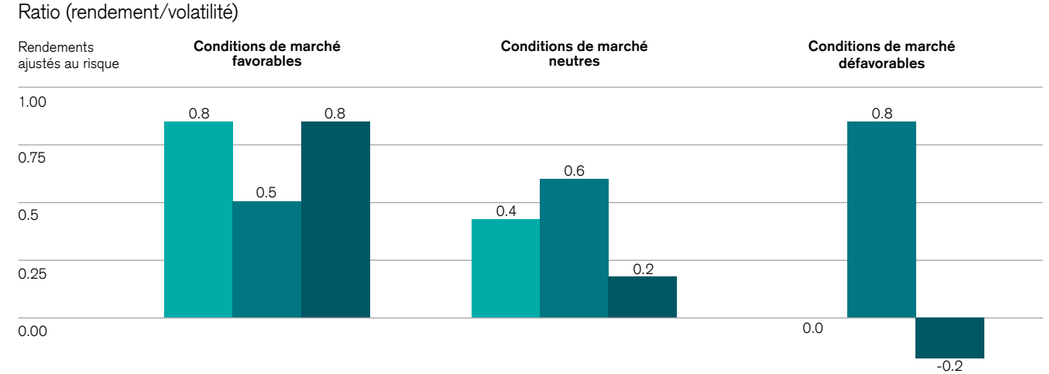
☐ Baromètre des conditions de négoce du Credit Suisse*

* anciennement Baromètre des hedge funds du Credit Suisse

\+ Les hedge funds surperforment généralement les valeurs refuges
\+ Conditions favorables aux stratégies cycliques
– Les hedge funds surperforment généralement les actifs risqués
– Conditions favorables aux stratégies défensives

Dernières données au 05.11.2021
Source Bloomberg, Credit Suisse

Rendements ajustés au risque* des hedge funds par rapport aux actions et aux obligations
Ratio (rendement/volatilité)



Hedge funds représentés par l'indice Credit Suisse Hedge Fund; les actions mondiales par l'indice MSCI AC Word, les obligations mondiales par l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate (non couvert)

Hedge funds
Obligations mondiales
Actions mondiales

* Rendement médian du prochain semestre entre 1997 et 2021 divisé par la volatilité; régimes de marché définis par le baromètre des conditions de négoce

Dernières données au 31.10.2021
Source Credit Suisse, Bloomberg

Finance, santé et éducation: opportunités de capital-risque

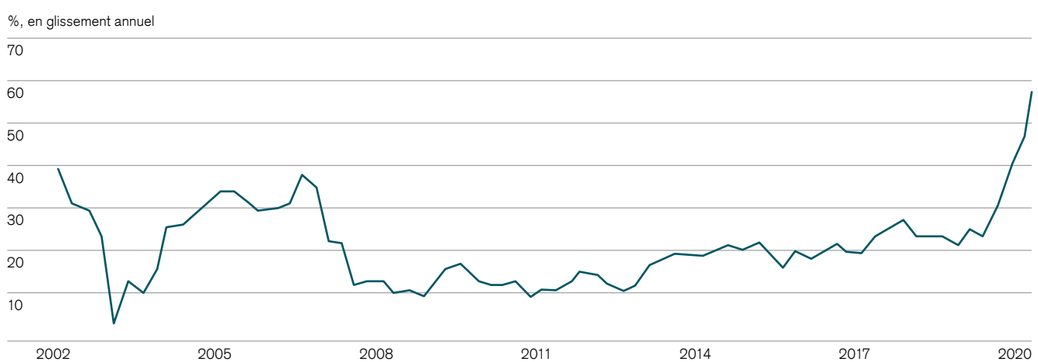
Le contexte économique demeure favorable aux marchés privés, mais les conditions d'investissement sont plus compétitives à l'approche de 2022. Alors que les actifs non cotés devraient générer des rendements inférieurs à la moyenne à long terme, la croissance durable et les bouleversements du marché restent source d'opportunités. La due diligence et l'approche de portefeuille sont les principaux facteurs de réussite.

Un contexte plus difficile
Le contexte économique positif et l'augmentation relativement modeste des taux d'intérêt continuent de soutenir cette classe d'actifs. Mais la hausse des valorisations et les niveaux records de liquidités dormantes ont généré des conditions d'investissement plus difficiles, qui devraient persister. En outre, la pandémie de COVID-19 a exacerbé la consolidation du secteur: les grands fonds s'élargissent davantage et les conditions d'investissement freinent les gérants moins importants et moins bien établis. La forte disparité entre les quartiles supérieur et inférieur devrait donc persister. Dans un tel environnement, les marchés privés devraient générer des rendements élevés mais inférieurs à la moyenne à long terme. Nos projections reflètent une performance moyenne des fonds, mais l'écart historiquement élevé (environ 20% par an) entre les bons et les mauvais élèves souligne l'importance de la sélection des fonds et de la due diligence.

Des opportunités pour les stratégies à faible effet de levier
Dans un environnement où les pressions inflationnistes et la hausse des rendements des indices de référence à long terme représentent un risque, nous recommandons des stratégies avec une croissance élevée mais un effet de levier limité, tels que le capital-risque et le capital de croissance. La pandémie de COVID-19 a accéléré l'adoption des technologies, générant un vivier inédit d'opportunités dans tout un éventail de secteurs comprenant la finance, la santé et l'éducation. L'innovation dynamique, les décisions rapides et les capitaux disponibles placent les fonds de capital-risque en bonne position pour profiter de ces tendances à long terme. Nous soulignons en outre l'importance croissante du secteur des sciences de la vie, également soutenu par des moteurs de croissance durable comme le vieillissement démographique et une meilleure accessibilité au sein des pays en développement à long terme. Enfin, les gérants secondaires pourront aider à exploiter les bouleversements du marché en cas d'épisodes de volatilité en 2022.

L'approche du portefeuille est essentielle
L'évolution des marchés privés est incertaine, mais une allocation continue avec des gérants expérimentés tout au long du cycle constitue la base de la construction systématique d'un portefeuille résilient. La performance du portefeuille de base (rachats, actifs réels core, dette senior) peut être optimisée par des stratégies de croissance accélérée (capital-risque et capital de croissance) afin de capter un rebond économique. Et les stratégies de bouleversements du marché (investissements secondaires et actifs en difficulté) devraient limiter le risque baissier, les opportunités liées à ces fonds émergeant des difficultés financières (étendues ou locales). Dans l'ensemble, une exposition bien diversifiée au private equity est requise pour stabiliser les flux de trésorerie et dépasser régulièrement les actifs cotés. La diversification, la sélection des gérants et la due diligence doivent être au cœur du processus de placement, après la réalisation des objectifs et des exigences individuelles des clients.

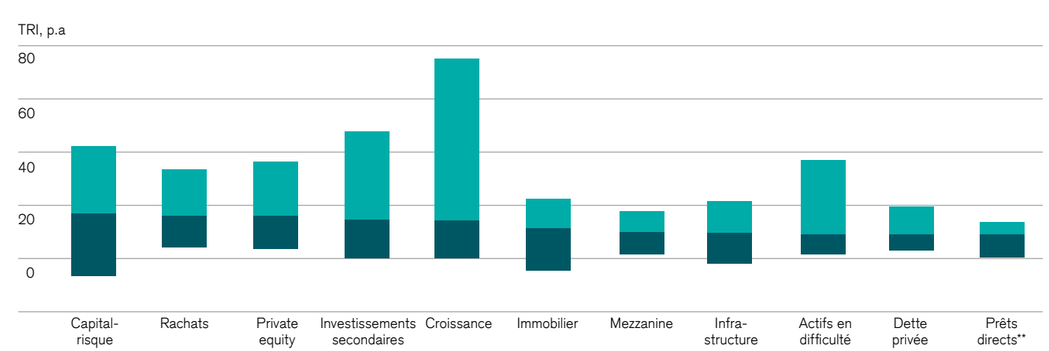
Les fonds arrivant en tête surperforment leurs pairs avec une marge impressionnante
Différence croissante entre la performance du fonds du quartile supérieur et du quartile inférieure



Écart entre les fonds du quartile supérieur et ceux du quartile inférieur

Dernières données au 31.03.2021
Source Preqin, Credit Suisse

Les marchés privés offrent des profils de rendement très différents et donc une bonne base pour une exposition diversifiée
Écarts de performance des marchés privés*, sur la base du rendement médian



Fourchette du quartile supérieur
Fourchette du quartile inférieur

* TRI net annuel basé sur les millésimes 2004–2018
** Données utilisées 2008–2018

Dernières données au 31.12.2018
Source Preqin, Credit Suisse

Privilégier les matières premières cycliques

À l'approche de 2022, la demande de matières premières devrait rester forte compte tenu des prévisions d'une croissance de la production industrielle mondiale toujours supérieure à la moyenne et des besoins de réapprovisionnement. Cela dit, un certain ralentissement est probable.

Les matières premières ont très bien performé en 2021 dans un contexte de pression continue sur les marchés physiques, car la demande qui a suivi la réouverture a dépassé l'offre et fait baisser les stocks. À l'orée de 2022, la demande devrait rester forte. Cela dit, un certain ralentissement est probable et l'intensité de la croissance devrait diminuer lorsque l'activité économique sera tirée par les services et non par les biens. L'offre rattrape son retard dans divers segments, allégeant la pression sur les marchés physiques. Ainsi, les perspectives de rendement devraient rester positives.

Privilégier le cyclique sur le défensif
Une croissance robuste et le durcissement progressif prévisible de la politique monétaire des banques centrales devraient favoriser les valeurs cycliques. L'or pourrait devenir plus vulnérable en cas de hausse des rendements réels, d'où notre recommandation de rechercher une protection contre le risque de baisse dans des rebonds des prix. Parmi les valeurs cycliques, les efforts de décarbonation devraient améliorer les perspectives de demande de métaux de base à moyen terme, même si des fluctuations tactiques et des périodes de dynamique excédentaire sont possibles. Les prix du pétrole devraient rester soutenus car la demande recèle un potentiel de rattrapage, mais la concurrence pourrait s'intensifier côté offre avec le retour des volumes produits par les pays non membres de l'OPEP. Les cours au comptant pourraient donc diminuer un peu en 2022, la performance revenant aux rendements de report. Le gaz et l'électricité pourraient rester une source de volatilité, au moins jusqu'à la fin de l'hiver. Sur les marchés du carbone, une consolidation des cours pourrait avoir lieu après les gains enregistrés récemment, mais la tendance à long terme resterait orientée à la hausse si les politiques devaient revoir les ambitions climatiques à la hausse et poursuivre leur mise en œuvre.

Toujours une bonne couverture contre l'inflation
Dans un portefeuille, l'exposition aux matières premières offre diversification et couverture contre les surprises inflationnistes aux investisseurs ayant des allocations stratégiques. Cependant nous recherchons une gestion plus active des courbes, car celles qui sont en déport pourraient cesser de s'accentuer et se normaliser quelque peu. Au niveau des secteurs et des marchés individuels, les considérations de valeur relative pourraient redevenir pertinentes, et nous rechercherions alors des opportunités d'amélioration du rendement et/ou de vente de volatilité.

Scénarios de risque
Les risques et incertitudes ne manquent jamais, mais la hausse des risques de perte extrême sur les marchés de l'électricité est notre priorité actuelle du fait de la tension sur le gaz qui s'est répercutée sur tous les segments concernés. Les réserves actuelles sont partout anormalement basses, laissant craindre une offre hivernale insuffisante en cas de vague de froid, et incitent les marchés à fixer une forte prime de risque. L'incertitude est exceptionnellement élevée. La situation se réglera d'elle-même, mais peut-être pas avant le printemps. Dans tous les cas, la transition énergétique est un gros défi (et une opportunité) pouvant accroître la volatilité, au moins au début. Le ralentissement des marchés immobiliers chinois, très exigeants en matières premières, constitue une préoccupation à long terme. Cela dit, ce risque pourrait être compensé par les investissements en infrastructure et la croissance de la demande liée aux efforts de décarbonation.

Prix du carbone et climat

Les marchés du carbone fixent les prix des émissions de CO_2 . Diverses initiatives régionales prennent une ampleur planétaire. Le système d'échange de quotas d'émission de l'UE est le premier système de plafonnement et d'échange au monde, et le plus liquide. Les politiques distribuent et vendent aux enchères des quotas d'émission aux entreprises participantes. Ceux-ci sont librement négociables. Les prix sont fixés par la politique, l'activité industrielle et les prix relatifs de l'énergie.

L'équilibre résulte du coût marginal de réduction d'une tonne de carbone. La hausse des prix incite producteurs et consommateurs à devenir plus efficients. Les investisseurs jouent aussi un rôle fort en apportant des liquidités, en améliorant le transfert des risques entre acteurs du marché et en cofinançant les efforts de recherche. L'exposition au carbone est pertinente d'un point de vue ESG, car les compensations d'émissions de CO_2 servent à traiter l'aspect «E» des placements.

Coût d'une mégatonne de CO_2

Prix des contrats à terme du mois précédent à fin octobre de chaque année

Dernières données au 29.10.2021
Source Bloomberg, Credit Suisse

Les Supertrends à l'ère post-COVID

Les fonds thématiques constituent une niche en expansion rapide, qui s'est développée au cours des dernières décennies au travers de placements dans des secteurs et segments ciblés. L'intérêt croissant pour les investissements thématiques réside peut-être dans la nature même de la rupture que nous vivons aujourd'hui: les avancées technologiques rapides, la démographie et le changement climatique bouleversent les anciens modèles commerciaux et en créent de nouveaux. La diversification régionale ou sectorielle traditionnelle peut ne pas suffire à appréhender entièrement cette transformation. Avec la diversification par thèmes, les investisseurs peuvent mieux exploiter ces tendances à long terme.

Nos thèmes d'investissement à long terme, les Supertrends, couvrent six grandes tendances sociétales qui offriront selon nous des opportunités d'affaires et d'investissement. Quatre ans après leur lancement, nous avons relié certains sous-thèmes de nos Supertrends aux 17 objectifs de développement durable des Nations Unies (ODD). Nous estimons que la pandémie mondiale de coronavirus a renforcé l'importance des ODD: ceux-ci peuvent servir de principes directeurs pour l'activité et le développement économiques futurs, et orienter la coopération entre les gouvernements et les relations internationales.

La lutte contre le changement climatique s'est récemment intensifiée avec des investissements dans des projets d'infrastructure durable. Cette accélération illustre bien la manière dont les opportunités de placement peuvent être reliées aux ODD. Il est à noter que ce lien sert plutôt de boussole sans fournir d'orientation formelle, puisqu'il n'existe pas de définition universelle d'un placement aligné sur les ODD.

Réduction des émissions pour une croissance accélérée
Dans le monde entier, les responsables politiques accordent désormais plus d'attention à la durabilité et prennent des mesures pour atteindre des objectifs ambitieux de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES): le «net zéro» est le nouveau nombre magique. Nos Supertrends «Changement climatique» et «Infrastructure» nous semblent bien positionnés pour profiter de cette mobilisation politique et des investissements prévus au cours des décennies à venir. Le Supertrend «Changement climatique» se concentre sur la décarbonisation de l'économie, ce qui bénéficie à la vie terrestre et aquatique tout en contribuant à créer des communautés saines. Au-delà de la production d'électricité, du transport et de la transition énergétique, nous pensons que la révolution alimentaire améliorera notre santé et réduira sensiblement les émissions de CO_2 à travers le monde. Parallèlement, les principaux thèmes du Supertrends «Infrastructure» sont l'énergie et l'eau mais comprennent également les infrastructures nécessaires pour faciliter la circulation des personnes et des biens via des transports sûrs et efficaces. Les sous-thèmes de ces deux tendances se reflètent dans certains des ODD de l'ONU, comme «Industrie, innovation et infrastructure», «Travail décent et croissance économique» et «Consommation et production responsables».

Trouver un (meilleur) équilibre social
Le Supertrend «Sociétés anxieuses» met en avant une plus grande égalité des chances, avec un accent sur la capacité à répondre à nos besoins essentiels comme le logement, l'éducation, la santé et la sécurité individuelle, et la question du travail décent dans un contexte de mutation du marché de l'emploi. Pendant la pandémie de COVID-19, la frustration populaire est restée essentiellement centrée sur les problèmes rencontrés à l'échelle nationale. La sécurité de l'emploi, compte tenu des enjeux et des changements économiques, l'augmentation du coût de l'éducation, l'accroissement des dépenses de santé, ainsi que la sécurité personnelle et publique comptent parmi les principales préoccupations – et priorités – de nombreuses personnes à travers le monde. Nous identifions des opportunités de placement intéressantes dans des sociétés qui font face à ces défis et fournissent des solutions pour réduire les coûts des services de base. En d'autres termes, les employeurs bénéficiant d'une notation solide pour la dimension sociale de l'approche ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) sont eux aussi source d'intérêt. Ces thèmes se rapportent à plusieurs ODD des Nations Unies, y compris «Travail décent et croissance économique», «Inégalités réduites» et «Villes et communautés durables».

Vivre plus longtemps et en meilleure santé
Nous nous attendons à ce que les personnes âgées et les jeunes générations, auxquels sont consacrés respectivement nos Supertrends «Économie des seniors» et «Valeurs des Millenials», continuent de promouvoir le changement à l'avenir. Le vieillissement de la population mondiale accroît inévitablement le besoin de solutions médicales pour traiter les problèmes de santé dus à l'âge, les frais médicaux et les besoins en matière de couverture – d'autant que cette tendance affecte de plus en plus les marchés émergents. Du côté des plus jeunes, les Millenials se font les instigateurs d'un mode de consommation plus sain. Après avoir bouleversé les habitudes d'achat et les tendances publicitaires, nous pensons qu'ils viendront bousculer le secteur financier, sujet couvert cette année par notre sous-thème «Natifs du numérique». La durabilité et la consommation responsable devraient continuer de se développer sous l'influence de la jeune génération. Ces sous-thèmes peuvent être reliés à plusieurs des ODD de l'ONU, notamment «Bonne santé et bien-être», «Égalité des sexes» et «Travail décent et croissance économique».

Zéro contact
La technologie est au cœur de nombreux progrès en faveur des ODD de l'ONU. En effet, les sous-thèmes de notre Supertrend relatif à la technologie se reflètent dans de nombreux ODD, allant de «Paix, justice et institutions efficaces» à «Villes et communautés durables». Nous pensons que l'«économie sans contact» posera la prochaine frontière, la pandémie de COVID-19 ayant accéléré de façon spectaculaire la suppression des interactions physiques dans la communication humaine, la vie privée et le monde professionnel. De plus en plus, les interfaces utilisateurs sans contact et les appareils et applications interconnectés devraient faciliter les interactions via des assistants vocaux. L'authentification biométrique basée sur la reconnaissance vocale ou visuelle pourrait par ailleurs fournir des services personnalisés aux utilisateurs, au travail et à la maison.

En savoir plus

Supertrends
credit-suisse.com/supertrends

Stratégie de placement 2022

En savoir plus

Quelles stratégies privilégier en 2022?

Les banques centrales et leur évaluation de la conjoncture devraient continuer à façonner les stratégies de placement en 2022. Alors que la pandémie de COVID-19 passe à l'état endémique, le spectre de l'inflation succède aux craintes de déflation qui se profilaient aux premières heures la crise. En cause, notamment, les tensions sur les chaînes logistiques, qui pourraient persister au cours des prochains trimestres et maintenir la pression sur les prix à la consommation. Les banques centrales devraient toutefois poursuivre sur le chemin de la normalisation progressive, l'accélération de l'inflation n'étant à leurs yeux que transitoire.

Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine (Fed) relève ses taux une première fois fin 2022, puis encore à quatre reprise en 2023. L'adoption par la Fed d'une approche visant une inflation plus symétrique et la tolérance d'un dépassement temporaire viennent à l'appui d'une trajectoire de normalisation mesurée, ce qui pourrait aider à réduire la pression exercée par le creusement de la dette publique et, in fine, soutenir la reprise économique.

> Les banques centrales et leur évaluation de la conjoncture devraient à nouveau être capitales.

Composer avec l'inflation
L'inflation mondiale devrait atteindre 3,7% en 2022, avec de grandes disparités géographiques. Il convient donc d'éviter les liquidités abondantes en portefeuille, le pouvoir d'achat pouvant rapidement s'éroder. Même constat s'agissant des actifs nominaux tels que les obligations, qui impliquent le versement d'un intérêt fixe et le remboursement à l'échéance du montant investi à la valeur faciale sans ajustement sur l'inflation. Les actifs financiers performants en période d'inflation (c.-à-d. les actifs réels), comme les actions, dont le cours reflète les projections de bénéfices, présentent de meilleures perspectives. La hausse de l'inflation résulte de la possibilité pour les entreprises d'augmenter le prix de leurs produits ou services, dopant ainsi leur rentabilité. Notre prévision du PIB nominal mondial de 8% pour 2022 (estimation du PIB réel plus l'inflation) offre un solide potentiel de croissance des revenus et des bénéfices, contribuant à contrebalancer les pressions inflationnistes. Toutefois, la remontée des rendements des emprunts d'État devrait à terme peser sur la valorisation des actions, surtout si les rendements réels repassent en territoire positif, ce qui reste néanmoins fort peu probable en 2022. Côté actions, les secteurs et segments exposés à de solides moteurs de croissance structurelle, dont ceux identifiés dans nos Supertrends, peuvent atténuer l'impact de l'inflation.

Rendements limités des obligations core
Pour normaliser leurs politiques monétaires, les banques centrales commenceront par réduire progressivement leurs achats d'obligations. Une mesure qui, au vu de la reprise économique généralisée, devrait ouvrir la voie à une hausse des taux d'intérêt. La remontée des rendements pèserait sur le cours des obligations; or la faiblesse actuelle des revenus obligataires, conjuguée à des écarts de crédit serrés, n'offrirait qu'une infime compensation.

Nos prévisions de rendement des obligations d'État et d'entreprise sont donc limitées. Une allocation aux obligations core nous semble toutefois judicieuse au sein des portefeuilles multi-actifs afin de réduire le risque (au vu de leur capacité à résister aux chocs), malgré un rendement réel potentiellement minime.

Maître-mot: diversification
La clé de la gestion du risque d'un portefeuille réside dans la sélection d'actifs aux profils de rendement dépendant de facteurs différents. Les stratégies de placement non traditionnelles, telles que les stratégies Long/Short Equity des hedge funds, qui élargissent le champ d'opportunités, peuvent renforcer les effets de la diversification. Trouver des stratégies permettant de compenser les faibles revenus obligataires n'est pas chose facile. Les stratégies axées sur les dividendes ciblant les entreprises au bilan sain et générant de solides cash-flows, ou les stratégies d'options sur actions dopant le rendement peuvent se révéler intéressantes, comme les obligations périphériques, en cas de creusement des écarts de crédit. Autre approche: l'immobilier, la reprise économique à l'œuvre étant favorable à cette classe d'actifs. Le private equity peut également doper le profil de rendement du portefeuille dans un contexte de dislocation des marchés et de reprise économique, mais ne convient qu'aux investisseurs prêts à accepter une plus grande illiquidité par rapport aux placements traditionnels.

Prévisions

Nous tablons sur une croissance de l'économie mondiale de 4,3% en termes réels en 2022. C'est moins que les 5,8% que nous attendons pour 2021, mais plus que le taux de croissance d'avant la pandémie. Dans le domaine des actions, nous nous attendons à des rendements de près de 10% en 2022, contre des rendements à deux chiffres en 2021. Les rendements des obligations d'État pourraient augmenter du fait du bon dynamisme de la croissance économique et de la normalisation des politiques en 2022.

Prévisions de la croissance et de l'inflation

PIB réel (variation annuelle, en %)

	2020	2021E*	2022E*
Monde	**-3.4**	**5.8**	**4.3**
États-Unis	-3.4	5.5	3.8
Canada	-5.3	4.7	4.8
Zone euro	**-6.5**	**5.3**	**4.2**
Allemagne	-4.9	2.7	3.7
Italie	-8.9	6.5	4.5
France	-8.0	6.5	4.6
Espagne	-10.8	6.9	5.8
Royaume-Uni	-9.7	7.0	5.0
Suisse	-2.4	3.5	2.5
Japon	**-4.7**	**2.0**	**1.7**
Australie	-2.4	3.4	4.1
Chine	**2.3**	**8.1**	**6.1**
Inde (exercice budgétaire)	-7.0	8.7	7.7
Brésil	-4.1	4.8	-0.5
Russie	-3.0	4.5	2.4

Inflation (variation annuelle moyenne, en %)

	2020	2021E*	2022E*
Monde	**1.9**	**3.5**	**3.7**
États-Unis	1.2	4.7	4.5
Canada	0.7	3.2	3.4
Zone euro	**0.3**	**2.4**	**2.8**
Allemagne	0.4	3.2	2.9
Italie	-0.1	2.1	2.7
France	0.5	2.2	2.7
Espagne	-0.3	2.1	2.7
Royaume-Uni	0.9	2.3	3.7
Suisse	-0.7	0.5	0.5
Japon	**-0.1**	**-0.2**	**0.5**
Australie	0.9	2.6	2.6
Chine	**2.5**	**0.9**	**2.2**
Inde (exercice budgétaire)	6.6	5.3	5.2
Brésil	3.2	8.2	8.1
Russie	3.4	6.6	5.6

* E: estimations

Dernières données au 15.11.2021
Source Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

Remarque: les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent en aucun cas des indicateurs fiables de la performance actuelle ou future.

Performance/prévisions des marchés financiers

Actions*	Performance 2021 depuis le début de l'année 15 novembre 2021	Rendements totaux attendus pour 2022
Actions américaines	25.5%	6.7%
Actions zone euro	24.9%	7.2%
Actions suisses	21.1%	6.3%
Actions R.-U.	18.5%	7.7%
Actions japonaises	16.5%	6.9%
Actions des ME	3.7%	7.3%

Crédit	Performance 2021 depuis le début de l'année 15 novembre 2021	Rendements totaux attendus pour 2022
Obligations mondiales investment grade**	-1.11%	0.70%
Obligations mondiales haut rendement**	3.44%	1.10%
Obligations HC des marchés émergents***	-1.40%	1.20%

Rendements obligataires	Clôture au 15 novembre 2021	Prévisions à fin 2022
Bon du Trésor américain à 10 ans	1.60%	2.00%
Bund allemand à 10 ans	-0.25%	0.10%
Obligation de la Confédération suisse à 10 ans	-0.14%	0.10%

Marchés des changes et matières premières	Clôture au 15 novembre 2021	Prévisions à fin 2022
EUR/USD	1.13	1.17
USD/CHF	0.93	0.94
EUR/CHF	1.05	1.10
USD/JPY	114.5	116
GBP/USD	1.34	1.40
USD/CNY	6.39	6.38
Or (USD/once)	1862	1600
WTI (USD/baril)	80	70

* La performance et les rendements attendus correspondent au rendement total incluant les dividendes. Les marchés se rapportent aux indices pays/régionaux MSCI en monnaie locale. Les performances sur les périodes entre le 12.11.2016 et le 12.11.2021 de ces indices dans leur ordre chronologique sont les suivantes: MSCI USA: 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%, 34.7%. MSCI EMU: 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4.0%, 30.1%. MSCI Switzerland: 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4.0%, 23.5%. MSCI UK: 14.5%, -1.0%, 8.6%, -12.5%, 20.7%. MSCI Japan: 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%, 22.2%. MSCI EM: 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16.0%, 11.8%

** Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index
*** JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Dernières données au 15.11.2021
Source Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Remarque: les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent en aucun cas des indicateurs fiables de la performance actuelle ou future.

Le présent rapport reflète les opinions du département Investment Strategy du CS et n'a pas été préparé conformément aux exigences légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il ne s'agit nullement d'un produit du département Research du Credit Suisse bien qu'il fasse référence à des recommandations issues de la recherche ayant été publiées. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour gérer les conflits d'intérêts, y compris les politiques relatives aux transactions précédant la diffusion de la recherche en investissement. Ces politiques ne s'appliquent toutefois pas aux opinions des stratèges en investissement mentionnées dans le présent rapport.

Chaque investissement implique des risques, notamment en matière de fluctuations de valeur et de rendement. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu. Pour une discussion sur les risques afférents aux placements dans les titres mentionnés dans ce rapport, veuillez consulter ce lien Internet: https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/

Le présent rapport comporte des informations concernant des placements impliquant des risques particuliers. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basée sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques dans le négoce d'instruments financiers» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Des commissions, des frais ou toute autre charge comme les fluctuations du taux de change peuvent avoir des répercussions sur les performances.

Risques inhérents aux marchés financiers
Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres. Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

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

Placements alternatifs
Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement. Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé, y compris un risque de perte totale de l'investissement, et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. La performance de ces investissements dépend de facteurs imprévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les fortes influences de l'évolution future, en particulier des futures et des indices.
Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

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

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

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

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

Clause de non-responsabilité générale/Information importante
Les informations fournies dans les présentes constituent un contenu promotionnel; il ne s'agit pas de recherche d'investissement.
Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

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

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL: Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé en termes de recherche, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques. **CONFIDENTIALITÉ DES DONNÉES:** vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité du Credit Suisse, accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse https://www.credit-suisse.com. Afin de vous fournir du matériel marketing concernant nos produits et services, le Credit Suisse Group AG et ses filiales peuvent être amenés à traiter vos données personnelles de base (à savoir vos coordonnées telles que nom et adresse e-mail) à moins que vous nous informiez que vous ne souhaitez plus les recevoir. Vous pouvez à tout moment choisir de ne plus recevoir ces documents en informant votre conseiller.

Entités distributrices
A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Arabie saoudite:** Ce document est distribuée par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: https://www.credit-suisse.com/sa. Selon les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. Selon les Réglementations relatives aux Fonds de Placement, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Réglementations relatives aux Fonds de Placement émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. **Afrique du Sud:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse AG, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority d'Afrique du Sud sous le numéro FSP 9788, et/ou par Credit Suisse (UK) Limited, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud sous le numéro FSP 48779. **Autriche:** Le présent rapport est distribué soit par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «succursale autrichienne»), soit par Credit Suisse (Deutschland) AG. La succursale autrichienne est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale autrichienne est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), située au 283, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et de l'autorité autrichienne des marchés financiers, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne, Autriche. Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft est réglementée par l'Autorité de surveillance allemande Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»), en collaboration avec l'Autorité de surveillance autrichienne, l'Autorité autrichienne des Marchés Financiers (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne, Autriche. **Bahreïn:** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Switzerland, qui est dûment autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. La Central Bank of Bahrain n'a ni examiné, ni approuvé le présent document ni la commercialisation de tout véhicule de placement auquel il est fait mention aux présentes dans le Royaume de Bahreïn et n'est pas responsable de la performance d'un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **Chili:** Le présent document est distribué par Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, une succursale de Credit Suisse AG (enregistrée dans le canton de Zurich), régulée par la Commission des Marchés Financiers chilienne. Ni l'émetteur ni les titres n'ont été enregistrés auprès de la Commission des Marchés Financiers chilienne (Comisión para el Mercado Financiero) selon la Loi no. 18,045, la Ley de Mercado de Valores, ainsi que les réglementations associées, et ne peuvent donc être proposés ou vendus publiquement au Chili. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire ou un achat de titres au sein de la République du Chili, à toute autre personne que les investisseurs identifiés individuellement dans le cadre d'une offre privée selon l'article 4 de la Ley de Mercado de Valores (une offre qui n'est pas «adressée au public en général ou à un certain secteur ou à un groupe spécifique du public»). **DIFC:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **Espagne:** Ce document est un document promotionnel et est fourni par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores à des fins d'information. Il s'adresse exclusivement à son destinataire pour une utilisation personnelle et, selon les réglementations actuelles en vigueur, ne peut en aucun cas être considéré comme une offre de titres, un conseil de placement personnel ou toute autre recommandation générale ou spécifique de produits ou de stratégies de placement ayant pour objectif toute opération de votre part. Le client sera considéré comme responsable, dans tous les cas, de ses décisions de placement ou de désengagement, et le client sera donc pleinement responsable pour les bénéfices ou pertes résultant des opérations que le client décide de réaliser sur la base des informations et opinions comprises dans le présent document. Le présent document n'est pas le résultat d'un travail d'analyse ou de recherche financière, n'est pas soumis aux réglementations actuelles applicables à la production et à la distribution de recherche financière, et son contenu ne prétend pas être conforme aux exigences juridiques en matière d'indépendance de la recherche financière. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), des autorités de surveillance françaises, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) française. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés de Credit Suisse AG sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie . Besant. Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Israël:** Si distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. en Israël: Le présent document est distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, y compris les services proposés en Israël, n'est pas soumis à la supervision du Superviseur des Banques de la Banque d'Israël, mais à celle de l'autorité de surveillance bancaire pertinente en Suisse. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. est un promoteur de placements titulaire d'une licence en Israël et ses activités de promotion de placements sont par conséquent soumises à la supervision de l'Autorité Boursière d'Israël. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et aux circulaires de la BCL ainsi qu'à la législation et aux réglementations de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Il est expressément entendu dans les présentes que les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques de perte de valeur et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies à la date d'une telle évaluation et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme expressément et irrévocablement pleinement comprendre et ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **Luxembourg:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexique:** Le présent document représente la vision de la personne qui fournit ses services à C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») et/ou Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») de sorte que C. Suisse Asesoría et Banco CS se réservent tous deux le droit de changer d'avis à tout moment sans assumer une quelconque responsabilité à cet égard. Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS avant d'effectuer un placement. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité pour les décisions de placement prises sur la base des informations contenues dans le présent document, car celles-ci peuvent ne pas tenir compte du contexte de la stratégie de placement et des objectifs des clients individuels. Les prospectus, les brochures, les règles de placement des fonds de placement, les rapports annuels ou les informations financières ou informations financières périodiques contiennent toutes les informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l'émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière sur laquelle ces titres sont cotés, ainsi qu'auprès de votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Les performances passées et les divers scénarios de marché existants ne garantissent pas les rendements présents ou futurs. Au cas où les informations contenues dans le présent document sont incomplètes ou non claires, veuillez contacter votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS dès que possible. Il est possible que le présent document subisse des modifications au-delà de la responsabilité de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Le présent document est distribué à des fins d'information uniquement et ne remplace pas les Rapports Opérationnels et/ou les Relevés de Compte que vous recevez de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS en ce qui concerne les Dispositions Générales applicables aux Institutions Financières et autres Entités Juridiques qui fournissent des Services de Placement émises par la Commission Bancaire et Boursière du Mexique («CNBV»). En raison de la nature du présent document, C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité quant aux informations qu'il contient. Nonobstant le fait que les informations ont été obtenues à partir de ou sur la base de sources considérées comme fiables par C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS, il n'existe aucune garantie quant au fait que ces informations sont exactes ou complètes. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document qui vous est envoyé. Il est recommandé aux investisseurs de s'assurer que les informations fournies correspondent à leurs circonstances personnelles et à leur profil d'investissement, en ce qui concerne toute situation juridique, réglementaire ou fiscale particulière, ou d'obtenir un conseil professionnel indépendant. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») mexicaine et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. ou de tout autre groupe financier au Mexique. Selon les dispositions de la LMV et des autres réglementations applicables, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec les entités qui constituent Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. **Pays-Bas:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlansche Bank (DNB), et de l'autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et des autorités de surveillance portugaises, la Banque du Portugal (BdP), la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C, qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n°de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux contreparties éligibles ou clients commerciaux (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé. **Royaume-Uni:** Ce document est distribué par Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited est un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Lorsque ce document est distribué au Royaume-Uni par une entité offshore non exemptée en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, les dispositions suivantes s'appliquent: dans la mesure où il est communiqué au Royaume-Uni («UK») ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une promotion financière approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, qui est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités de placement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnisations prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Levazim Mahallesi, Koru Sokak n° 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/Istanbul-Turquie.

ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS (AU SENS DE LA REGULATION S DU US SECURITIES ACT DE 1933 , DANS SA VERSION AMENDÉE).

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2021 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

21C014A_IS

Impressum

Direction de la rédaction

Philipp Lisibach
Head of Global Investment Strategy

Rédaction en chef

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Global Head of Economics & Research and CIO IWM

Soutien éditorial

Catherine McLean Trachsler
Christa Jenni
Fabienne Mougin

Gestion de projet

Camilla Damm Leuzinger
Claudia Biri
Serhat Günes

Clôture de la rédaction

15 novembre 2021

Conception et maquette

LINE Communications AG

Adaptation française

Credit Suisse Language & Translation Services

Informations

credit-suisse.com/investmentoutlook

Sources des illustrations

nadla/GettyImages (couverture, p. 1, p. 2, p. 16–17, p. 68);
Credit Suisse (p. 7, p. 9);
Roberto Moiola/Sysaworld/GettyImages (p. 14–15);
Mlenny/GettyImages (p. 30–31);
Paul Souders/GettyImages (p. 58–59);
the_burtons/GettyImages (p. 60)

Auteurs/Contributeurs

James Sweeney
Global Economics & RCIO Americas

Neville Hill
Head of European Economics

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

David Sneddon
Head of Global Technical Analysis

Tobias Merath
Head of Wealth Content Strategy

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX and Commodity Strategy

Marc Häfliger
Head of Global Equity Strategy

David Wang
Head of China Economics

Jelena Kucenko
Head of Global Alternative Investments Strategy

Jessie Gisiger
Head of Global Credit Strategy and Investment Themes

Stefan Graber
Head of Global Commodity Strategy

Karsten Linowsky
Head of Global Currency Strategy

Claude Maurer
Chief Economist Switzerland

Anand Datar
Alternative Investments Strategist

Sarah Leissner
Alternative Investments Strategist

Rasmus Rousing
Equity Strategist

Laura Smith
Equity Strategist

Sunny Chabriya
Equity Strategist

Satish Aluri
Equity Strategist

Florence Hartmann
Emerging Market Bonds & FX Strategist

Angela Saxby Robbins
Senior Sustainable Investing Specialist

Nicole Neghaiwi
Sustainable Investing Specialist

FSC
www.fsc.org
FSC® A000531
The mark of responsible forestry
Accredited FSC-ACC-037

CREDIT SUISSE

credit-suisse.com

© 2021, CREDIT SUISSE

2532372 072028F LJCC 11.2021