



Investment Outlook 2017

Conflits de générations

Investment Outlook 2017

Tidjane Thiam, CEO Credit Suisse Group AG

De mon point de vue

C'est pour moi un privilège de vous présenter l'Investment Outlook 2017. Comme chaque année, cette publication synthétise quelques-unes des meilleures analyses d'investissement de notre banque.

Nombreux sont nos clients qui nous disent éprouver de plus en plus de difficultés à prendre des décisions d'investissement fondées, et ce malgré l'abondance des données et l'accès croissant à l'information. Cela s'explique certes en partie par le fait que l'une des sources traditionnelles de rendement, à savoir les rendements obligataires, s'est pratiquement tarie. Mais une raison plus profonde pourrait bien être que les forces influençant notre réalité économique, sociale, politique et écologique deviennent de plus en plus complexes et sources de polarisation, voire même de rupture.

Ces questions sont en partie abordées dans notre Outlook 2017, sous le titre «Conflits de générations». En 2016, nous avons de nouveau assisté à une progression des extrémismes et à des glissements dans le paysage politique qui semblent remettre en cause plusieurs décennies d'avancées vers davantage de libéralisation et d'intégration sur le plan politique et économique. Par ailleurs, les pressions financières sur les États et les entreprises ne cessent de s'intensifier. La problématique du financement des retraites d'une population vieillissante dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas est en partie à l'origine de ces pressions. En outre, les avancées technologiques rapides modifient la manière dont nous vivons et travaillons, et ces changements s'accompagnent de gagnants et de perdants.

L'arrivée d'innovations technologiques comme le big data et la robotique dans les secteurs de la santé, de la communication, de la finance et dans bien d'autres domaines recèle d'énormes opportunités de gains de productivité et de rendements et, au final, d'amélioration des revenus et du bien-être. Identifier ces opportunités est l'une des principales tâches des équipes de spécialistes de notre banque. Tout au long de son histoire, le Credit Suisse n'a eu de cesse d'apporter savoir-faire financier et financements aux entrepreneurs, ainsi que de promouvoir et soutenir activement l'innovation, les changements transformationnels et le développement économique. Cela a commencé il y a plus de 150 ans avec le financement du réseau ferroviaire suisse, qui fut par la suite l'un des moteurs du développement économique du pays. Nous avons bien l'intention de poursuivre sur la même voie.

J'espère que vous trouverez ce rapport intéressant et utile dans le cadre de la construction de votre stratégie d'investissement pour 2017 et au-delà.

Je vous souhaite une année 2017 heureuse et prospère.

Tidjane Thiam



« Tout au long de son histoire, le Credit Suisse n'a eu de cesse d'apporter savoir-faire financier et financements aux entrepreneurs, ainsi que de promouvoir et soutenir activement l'innovation, les changements transformationnels et le développement économique. »

Tidjane Thiam

Sommaire

4	Lettre du CEO
8	Éditorial
10	Revue 2016
60	Calendrier 2017
63	Avertissement sur les risques

Perspectives mondiales et régionales

En 2016, les conditions d'investissement ont été mitigées et caractérisées par une croissance mondiale inégale et des événements politiques tels que le vote britannique favorable à une sortie de l'Union européenne et les élections aux États-Unis. Le rétablissement progressif de l'économie mondiale et une plus grande clarté politique aux États-Unis devraient permettre aux investisseurs de saisir des opportunités en 2017.

12

Économie mondiale

Scénario central pour 2017 : accélération légère et limitée de la croissance.

24

Asie-Pacifique

La stabilité de la croissance devrait se maintenir grâce au rééquilibrage de l'économie.

28

États-Unis

Modeste rendement total des actions, année difficile pour les obligations.

18

Europe & EMEA

La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et les élections et la politique monétaire devraient dominer l'actualité en Europe en 2017.

16

Suisse

La compétitivité alimente toujours la réussite suisse malgré la vigueur du franc suisse.

22

Amérique latine

Les réformes entreprises instaurent enfin des conditions favorables à l'investissement.

Perspectives d'investissement

Les événements politiques pourraient déclencher de nouvelles turbulences en 2017. Les banques centrales devraient continuer à neutraliser le risque de marché. Dans un tel contexte, les corrections de marché présentent de bonnes occasions.

48 **Marchés mondiaux**

Perspectives après quatre années de belles performances.

52 **Allocation d'actifs**

Les revues de portefeuille pour 2017 entérinent une exposition adéquate aux investissements alternatifs, un degré de diversification convenable pour les actions et une exposition appropriée au crédit pour ce qui est des obligations.

54 **Secteurs**

Les sociétés les mieux positionnées sont les entreprises efficaces, innovantes et riches en trésorerie.

56 **Thèmes principaux**

Trois sujets d'investissement clés devraient dominer l'année 2017 : la recherche d'opportunités de croissance, de sources de rendement et de moyens pour diversifier les risques.

Conflits de générations

La mondialisation, la technologie, la migration et les inégalités polarisent de façon croissante, créant des risques de ruptures et de changements entraînés par les courants politiques, pour le meilleur ou pour le pire. La gestion des risques et le rôle des investisseurs dans l'apaisement des tensions devraient occuper le devant de la scène.



31 **Livret : Conflits de générations**

Résumé de la conférence sur les « Conflits de générations » organisée à Zurich, Suisse, en septembre 2016.



En savoir plus

Pour obtenir des informations
veuillez consulter le site
Internet : [credit-suisse.com/
investmentoutlook](http://credit-suisse.com/investmentoutlook)

De l'importance des mises en perspective

Ce ne sont généralement pas des individus qui, à eux seuls, façonnent les tendances macroéconomiques, les politiques et les réactions des marchés financiers. Par conséquent, dans le cadre de la préparation des perspectives économiques et financières, les économistes et les spécialistes de la finance adoptent généralement une approche dépassionnée, méthodique et théorique permettant d'appréhender la réalité de manière globale, en laissant de côté les actions et les émotions individuelles.

Pouvoir collectif croissant des actions individuelles

Cette approche s'est jusque-là avérée justifiée pour la plupart des années. Toutefois, pour 2017, le contexte global exige d'accorder une attention accrue aux raisons qui poussent les individus à adhérer à un mouvement politique, non seulement à travers le vote mais aussi pour contribuer à la définition ou à la redéfinition des politiques susceptibles d'avoir un impact positif ou négatif sur l'économie et les marchés financiers. Par exemple, en Amérique latine, nous assistons à un recul des mouvements et des gouvernements populistes arrivés au pouvoir dans le sillage de la crise des marchés émergents des années 1990. Ils sont remplacés par de nouveaux gouvernements, plus favorables aux réformes et moins attachés à une doctrine particulière qui, avec le soutien de majorités démocratiques, s'efforcent de restaurer la confiance collective dans l'entrepreneuriat privé au cœur des économies et des sociétés de la région. Parallèlement, dans nombre de pays développés, les difficultés dues à la crise financière et à la crise de la dette européenne, exacerbées récemment par les défis posés par l'afflux massif de migrants en provenance de pays en guerre, se sont traduites par la montée en puissance de partis populistes. Ces derniers s'imposent par les voies démocratiques, là où les pouvoirs en place n'ont pas su prendre les mesures qui s'imposaient pour résoudre les problèmes et les frustrations qui émaillent le quotidien des populations.

Polarisations et conflits au cœur du débat

Dans ce contexte, il est important de déterminer et d'articuler les enjeux et d'identifier les risques et les opportunités qu'ils recèlent. Lors d'une récente conférence d'investissement interne sur les « Conflits de générations », nous avons réfléchi aux polarisations et aux conflits actuels qui ont le potentiel de mettre fin à une période multigénérationnelle de paix socioéconomique. Nous présentons dans cet Investment Outlook les principaux enseignements et conclusions de cette conférence qui a rassemblé des leaders d'opinion et des spécialistes de l'investissement du Credit Suisse. Nous avons tenté d'évaluer la façon dont ces conflits influencent notre manière d'appréhender les tendances, les opportunités et les risques clés pour 2017. Notre Investment Outlook et les idées d'investissement qu'il contient découlent largement de ces conclusions. À l'instar de n'importe quel citoyen, les investisseurs exercent une influence à travers leurs décisions d'investissement, exprimant ainsi la confiance (ou le manque de confiance) qu'ils accordent aux différents États, secteurs ou entreprises. Nous sommes convaincus que les investisseurs ont donc un rôle important à jouer pour trouver des solutions. Nous sommes tout autant persuadés que nous pouvons nous aussi, en tant que banque, apporter une contribution majeure à travers les produits, les services, le savoir-faire et l'appui que nous offrons. Par exemple, certains de nos thèmes d'investissement de forte conviction pour 2017 peuvent fournir une solution au problème de rendement auquel sont confrontés beaucoup d'investisseurs institutionnels et privés à long terme tout en privilégiant des secteurs qui sont les meilleurs gages de productivité accrue et de création d'emplois.

Des perspectives positives

Les éléments que nous présentons ici sont, pour l'essentiel, le fruit du leadership intellectuel qui résulte de la combinaison des compétences de nos équipes. Nous espérons qu'en tant que client, vous trouverez ce document intéressant et pertinent et que vous aurez plaisir à découvrir nos réflexions. ■



« À l'instar de n'importe quel citoyen, les investisseurs exercent une influence à travers leurs décisions d'investissement, exprimant ainsi la confiance – ou le manque de confiance – qu'ils accordent aux différents États, secteurs ou entreprises. »

Michael Strobaek

Revue 2016

Fractures politiques – Marchés résilients



7 janvier 2016

Plus courte séance boursière de l'histoire de la place chinoise

Le 7 janvier, l'indice Shanghai Composite connaît la séance boursière la plus courte de son histoire, clôturant en baisse de 7% à peine 30 minutes après l'ouverture du marché.



11 février 2016

Les valeurs financières européennes sous pressions vendeuses

Les valeurs financières payent un lourd tribut au climat d'incertitude générale concernant la santé des principales banques européennes et les prêts en souffrance des banques italiennes.



11 février 2016

Le prix du pétrole touche le plus bas niveau depuis plusieurs années

Les craintes suscitées par les problèmes de stockage font dégringoler les futures sur le brut américain à 26,21 dollars le baril avant que les marchés ne retrouvent leur équilibre et que les prix ne se redressent. Les obligations à haut rendement du secteur de l'énergie accusent le contrecoup.

2,2%

16 mars 2016

La Fed maintient ses taux inchangés

La Fed ramène ses prévisions de croissance du PIB pour 2016 de 2,4% à 2,2% en raison des risques pesant sur la croissance mondiale et le secteur financier.



23 juin 2016

Brexit

Les Britanniques votent à 51,9% en faveur de la sortie de l'Union européenne, avec un taux de participation de 72,2% (soit 33,6 millions de votants). La livre sterling perd 8% face au dollar américain le jour du référendum et plus de 13% depuis le début de l'année.

4,7%

15 juin 2016

La Fed maintient ses taux inchangés

Même si le taux de chômage est revenu à 4,7%, la Fed déclare que « les créations d'emplois diminuent », ce qui l'incite à maintenir le statu quo.



6 juillet 2016

Lancement du jeu Nintendo Pokémon Go

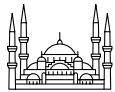
Entre le 6 juillet et le 19 juillet, l'action Nintendo gagne près de 121%. Le nombre de tweets atteint 200 000 en moyenne par jour depuis le lancement du jeu et le nombre de joueurs payants s'élève à 11 millions.



14 juillet 2016

Attentat à Nice

Le jour de la Fête nationale française, un camion fonce dans la foule pendant le feu d'artifice sur la Promenade des Anglais, tuant 84 personnes.



15 juillet 2016

Tentative de coup d'État en Turquie

Une faction armée fait une tentative de coup d'État visant à renverser le gouvernement du président Recep Tayyip Erdoğan. L'indice MSCI Turkey Total Return perd près de 7% à l'ouverture des marchés le lundi 18 juillet.



31 août 2016

Nouveau président au Brésil

Michel Temer entre en fonction après la destitution de la première femme présidente du Brésil, Dilma Rousseff. L'indice MSCI Brazil Total Return Local gagne 32,5% entre janvier et le 31 août.



18 septembre 2016

Résultat record pour AfD

Attisant les craintes suscitées par l'arrivée en Allemagne d'environ un million de migrants en 2015, le parti Alternative für Deutschland (AfD) s'impose dans 10 des 16 parlements régionaux allemands.

2%

21 septembre 2016

La Fed maintient ses taux inchangés

La Fed exprime sa confiance dans la croissance de l'économie, mais l'investissement des entreprises dans le capital fixe reste faible et l'inflation n'atteint toujours pas la cible des 2%.



8 novembre 2016

Élections aux États-Unis

Donald Trump est élu 45^e président des États-Unis. Les contrats à terme sur actions perdent 4% sur les marchés internationaux avant de rattraper la plupart de leurs pertes plus tard dans la journée. Le peso mexicain perd plus de 10% avant de se stabiliser.



7 octobre 2016

La livre sterling cède 6% en deux minutes

Un dysfonctionnement d'algorithmes automatisés serait à l'origine de ce plongeon éclair.

MSCI AC World (index)



« L'inflation devrait certes augmenter, ne serait-ce que sous l'effet de la stabilisation des prix des matières premières, mais étant donné la faible progression de la demande, elle a peu de chances d'atteindre un seuil inquiétant. »

Oliver Adler

Oliver Adler, Head of Economic Research

Une croissance faible mais assez résistante

La croissance mondiale devrait quelque peu s'améliorer en 2017, tout en restant bien en deçà de ses niveaux d'avant la crise. Les écarts entre les pays devraient rester importants, notamment parce que l'endettement élevé limite les possibilités de relance budgétaire dans les économies en difficulté. La stabilisation des prix des matières premières constatée en 2016 laisse augurer une reprise de l'inflation. Le retour de l'inflation incitera probablement la Réserve fédérale américaine à relever de nouveau ses taux, quoique de manière prudente. Les autres banques centrales devraient maintenir une politique plus accommodante mais délaisseront la politique d'expansion mécanique de leur bilan.

Comme au cours des années précédentes, les prévisions de croissance économique se sont révélées trop optimistes au début de 2016 et, par conséquent, ont dû être révisées à la baisse. En effet, si la reprise de la zone euro a été plus forte que prévu, le début d'année difficile aux États-Unis et la persistance des difficultés sur certains marchés émergents (ME) se sont traduits par des taux de croissance qui restent nettement inférieurs à ceux d'avant la crise. Notre scénario central pour 2017 table sur une légère accélération de la croissance.

Des turbulences à un cycle vertueux sur certains marchés émergents

Du côté positif, nous pensons que le ralentissement économique laissera place à une croissance modeste sur certains marchés émergents comme le Brésil, les récentes difficultés s'étant en partie résorbées. Les prix des matières premières devraient poursuivre leur redressement, l'offre excédentaire étant en baisse. Par ailleurs, les comptes courants des marchés émergents s'étant globalement améliorés et les devises n'étant plus surévaluées, la vulnérabilité à une hausse des taux d'intérêt américains a diminué. Dans la mesure où la stabilité des devises s'accompagnera d'un nouveau recul de l'inflation, la politique monétaire devrait s'assouplir sur certains des marchés émergents les plus touchés, ce qui devrait entraîner un redressement progressif de leurs économies. De plus, des gouvernements favorables aux réformes

ayant pris les rênes du pouvoir dans certains pays d'Amérique latine, nous devrions assister à des réformes structurelles qui permettront de restaurer la confiance et de stimuler la croissance. Un retour au boom d'avant la crise semble toutefois peu probable étant donné le ralentissement de la croissance chinoise, le poids de la dette privée et les pressions pour maîtriser les déficits budgétaires.

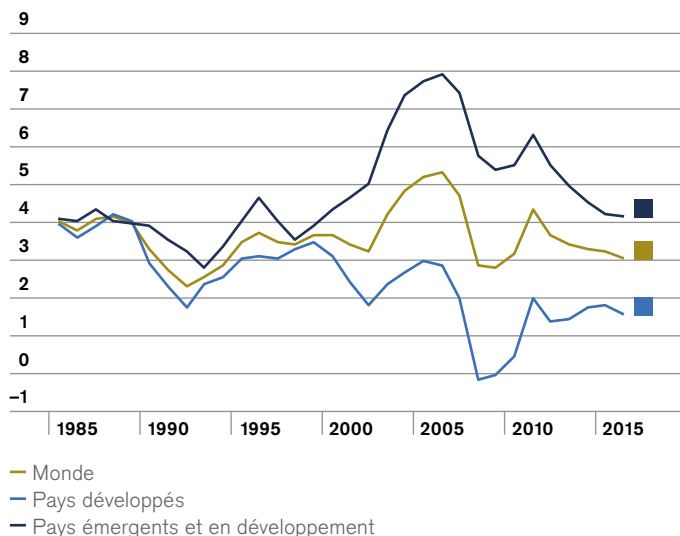
Une croissance américaine plus équilibrée

Aux États-Unis, la croissance économique devrait rester assez solide en 2017. Nous tablons ainsi sur une croissance du PIB réel de l'ordre de 2%, contre 1,5% en 2016. Au niveau de l'emploi et des salaires, l'amélioration régulière enregistrée ces dernières années et le bas niveau des taux d'intérêt devraient continuer à doper les dépenses de consommation et l'immobilier. La demande de consommation soutenue et l'augmentation des prix des matières premières devraient également stimuler les investissements des entreprises. Enfin, quelques mesures de relance budgétaire, sous forme de dépenses d'infrastructures, seront probablement mises en œuvre au cours de l'année. Cela dit, la croissance de l'emploi devrait s'essouffler à mesure que

Graphique 1 **Une croissance mondiale qui devrait s'inscrire en légère hausse en 2017**

Croissance du PIB réel (en %, pondéré en fonction de la PPA)

Sources : FMI, Credit Suisse. Dernier point des données : 2017 (prévisions)



les besoins de main-d'œuvre des entreprises seront satisfaits et que le marché du travail se tendra. De même, la croissance des salaires réels devrait ralentir avec la reprise de l'inflation.

Poursuite de la croissance en zone euro

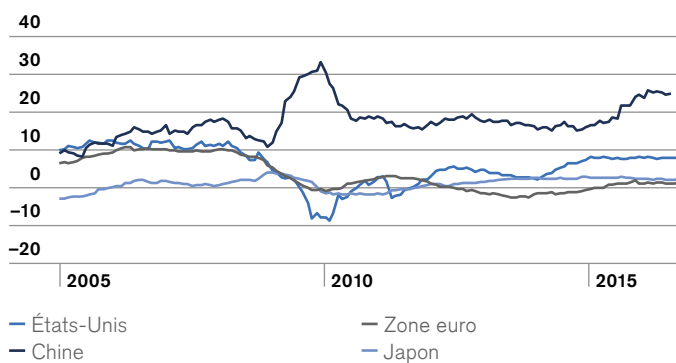
Nous sommes relativement confiants quant à la croissance économique en Europe qui, à moins d'un nouveau choc politique majeur, devrait se poursuivre en 2017. Les politiques d'expansion

monétaire de ces quelques dernières années ont entraîné une baisse continue des taux d'intérêt, ainsi qu'une croissance modérée des crédits qui a dopé les dépenses de consommation et les marchés immobiliers. Les exportations se sont également redressées sur fond de faiblesse relative de l'euro. Enfin, l'austérité budgétaire a cédé le pas à de timides mesures de relance budgétaire, liées notamment à la nécessité d'apporter un soutien aux réfugiés. Sous l'effet de l'ensemble de ces

Graphique 2 **Une croissance du crédit qui semble intenable en Chine**

Croissance des prêts bancaires totaux (en %, en glissement annuel)

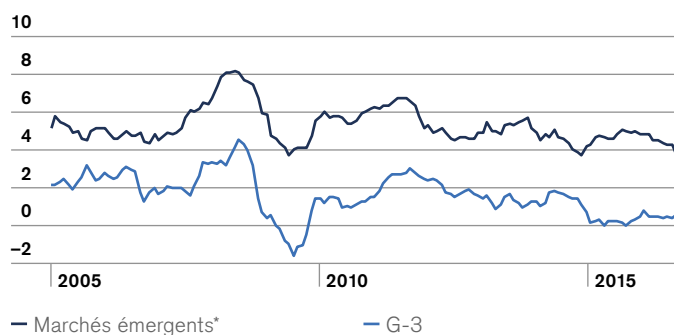
Sources : Datastream, Credit Suisse. Dernier point des données : septembre 2016



Graphique 4 **Inflation en recul sur les marchés émergents**

Prix à la consommation hors alimentation et énergie (en %, en glissement annuel)

Sources : Datastream, Credit Suisse. Dernier point des données : septembre 2016

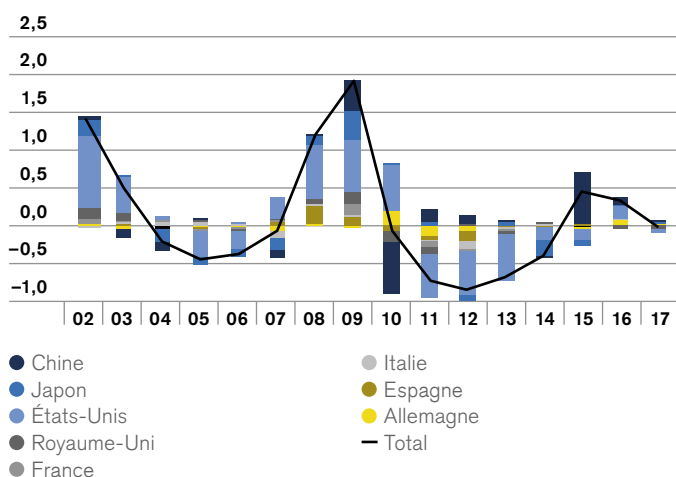


*Chine, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Brésil, Mexique, Afrique du Sud, Turquie et Russie

Graphique 3 **Un stimulus budgétaire probablement modeste en 2017**

Variation du solde primaire ajusté en fonction du cycle (en % du PIB potentiel)

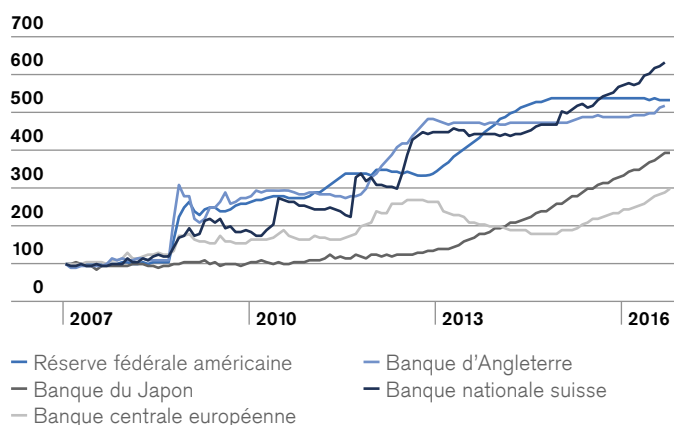
Sources : FMI, Credit Suisse. Dernier point des données : 2017 (prévisions)



Graphique 5 **Des banques centrales probablement moins accommodantes**

Taille du bilan de quelques banques centrales (janv. 2007 = 100)

Sources : Datastream, Credit Suisse. Dernier point des données : octobre 2016



facteurs, la situation de l'emploi s'est progressivement améliorée. Notre scénario de base table sur la poursuite de ces tendances en 2017. Le chômage étant encore élevé et les gouvernements confrontés à des pressions populistes, la relance budgétaire a en effet peu de chances d'être remise en cause, même si les objectifs de déficit ne sont pas respectés. Pour leur part, les investissements des entreprises risquent de rester faibles étant donné les incertitudes économiques et politiques, mais une légère amélioration semble plus probable qu'un nouveau recul.

Une nouvelle crise de l'euro peu probable

Selon nous, le Brexit ne manquera pas de peser sur l'investissement et les perspectives de croissance à long terme au Royaume-Uni. Pour l'instant toutefois, la forte dépréciation qu'a subie la livre sterling au second semestre 2016 protège en partie la croissance britannique tout en ayant un impact négatif sur la zone euro. Cet impact devrait cependant être limité dans la mesure où les exportations de biens et services vers le Royaume-Uni ne dépassent pas 3% du PIB des 27 pays de l'Union européenne. Il est difficile d'ignorer les nouvelles menaces qui pèsent sur la cohésion de la zone euro et la stabilité des banques, surtout dans la perspective des diverses élections. Une crise généralisée, qui toucherait aussi bien les titres souverains que le secteur bancaire, semble néanmoins peu probable étant donné la meilleure capitalisation des banques et le filet de sécurité de la Banque centrale européenne.

Poursuite de la relance en Chine en 2017

Notre prévision de poursuite de la croissance mondiale suppose une stabilité en Chine et dans l'ensemble de l'Asie. En effet, la Chine et l'Asie émergente ont récemment contribué à hauteur de 40% à la croissance mondiale. Dans cette région, la croissance a donné aussi des signes d'amélioration au second semestre 2016 et cette tendance devrait, selon nous, se poursuivre en 2017. En effet, les autorités chinoises ont nettement augmenté les dépenses d'infrastructures tout en assouplissant les conditions monétaires et de crédit. Il en est résulté une forte accélération de la croissance des prêts et des investissements dans l'immobilier. Aucune de ces deux tendances ne nous semble viable à long terme, mais elles devraient néanmoins encore jouer en 2017. En Inde, la croissance devrait continuer à être alimentée par les réformes engagées en 2016. Dans les autres pays asiatiques, les déséquilibres sont limités, ce qui laisse présager une croissance toujours relativement élevée.

Vers une plus grande flexibilité de la politique monétaire

La croissance du secteur privé étant atone dans la plupart des économies avancées, en raison notamment de facteurs structurels, et la dette publique étant élevée, l'appui politique aux me-

sures de relance budgétaire devrait se poursuivre, à moins d'un ralentissement plus prononcé de la croissance. Nous pensons donc que les politiques monétaires sont appelées à rester très accommodantes en 2017 et au-delà. L'inflation devrait certes augmenter, ne serait-ce que sous l'effet de la stabilisation des prix des matières premières, mais étant donné la faible progression de la demande, elle a peu de chances d'atteindre un seuil inquiétant. Un léger dépassement de la cible d'inflation est possible aux États-Unis, mais la Réserve fédérale américaine devrait, selon nous, se montrer plutôt conciliante sur ce point. Dans la plupart des autres économies développées, les politiques monétaires devraient rester accommodantes. Toutefois, les banques centrales vont progressivement abandonner la politique d'expansion mécanique de leur bilan afin de limiter leurs risques bilantiels et les pressions politiques. Toutefois, si une flexibilité accrue doit en principe se traduire par une meilleure viabilité de la politique monétaire, les nouveaux régimes risquent fort d'accentuer la volatilité des taux d'intérêt et du marché financier dans son ensemble. ■

Conclusions pour les investisseurs

- Nous tablons sur une amélioration de la croissance mondiale en 2017, même si l'accélération risque d'être modeste. Étant donné la stabilisation des prix des matières premières et la phase avancée du cycle économique des États-Unis, l'inflation devrait s'inscrire en hausse, mais sans pour autant devenir une menace.
- La zone euro, les États-Unis et le Japon devraient de nouveau enregistrer une croissance modérée. Les perspectives de croissance à long terme du Royaume-Uni sont plutôt moroses, la perspective du Brexit risquant de dissuader les investisseurs.
- L'amélioration des comptes courants devrait contribuer à stabiliser les devises et à réduire l'inflation sur les marchés émergents en difficulté. En Chine, l'envolée des crédits permet de stabiliser la croissance, mais elle est source de risques à plus long terme.

Message de Thomas Gottstein, CEO Credit Suisse (Suisse) SA



Il est encourageant de constater que l'économie helvétique s'est plutôt bien remise du choc du franc suisse du 15 janvier 2015 et qu'elle a réussi à retrouver sa place de leader en matière de compétitivité. Toutefois, il ressort de mes nombreuses discussions avec les entrepreneurs que les événements des deux dernières années ont laissé leur empreinte sur les marges bénéficiaires. De plus, j'ai remarqué que nombre d'entreprises recommencent à se poser des questions sur l'attrait de la place économique suisse.

Je pense que nous devons veiller à ce que la Suisse conserve tous ses atouts et qu'elle continue à offrir un environnement attrayant aussi bien pour les entreprises que pour les investisseurs. Je me rends souvent dans les différentes régions suisses et je suis chaque fois impressionné par la capacité d'innovation, en particulier des petites et moyennes entreprises qui représentent les deux tiers des emplois du pays. Au Credit Suisse, nous contribuons, à notre niveau, à la promotion de l'innovation, non seulement en notre qualité de prêteur, mais aussi à travers le soutien que

nous apportons aux start-up qui innovent, avec notamment des initiatives telles que Kickstart Accelerator.

La situation reste également difficile pour les investisseurs. En effet, les taux d'intérêt sont toujours très bas, ce qui leur pose problème. Il faut cependant se résoudre à l'idée que la Banque nationale suisse va poursuivre sa politique de taux négatifs en 2017. Dans ces conditions, il est difficile de trouver le bon équilibre entre risque et rendement. J'espère que les analyses de nos spécialistes vous éclaireront sur nos anticipations pour le marché et vous offriront une base solide pour prendre vos décisions d'investissement. Notre rapport spécial consacré aux « Conflits de générations » vous donnera par ailleurs certainement matière à réflexion sur les grandes questions de notre époque.

Credit Suisse (Switzerland) Ltd. est récemment entré en activité, avec le transfert de quelque 1,4 million de clients suisses vers la nouvelle entité juridique. Cette banque indépendante au sein du groupe n'a pas été créée uniquement pour des raisons réglementaires. Elle est d'abord essentielle pour nous permettre de concrétiser nos priorités stratégiques. Elle reflète également notre engagement vis-à-vis de la Suisse, notre marché domestique. Il y a plus de 160 ans, l'entrepreneur et homme d'État visionnaire qu'était Alfred Escher créait la Schweizerische Kreditanstalt pour financer le réseau de chemin de fer helvétique. Ce même esprit d'entreprise reste profondément ancré dans notre ADN, comme nous le laissent entendre nos clients eux-mêmes entrepreneurs, mais aussi comme le reflète notre ferme conviction que chaque investisseur individuel

est un entrepreneur dans l'âme. Notre ambition est d'être des partenaires à part entière de nos clients et d'être dignes de la confiance qu'ils nous accordent. Notre but est d'apporter un savoir-faire international au niveau local.

Malgré les défis que doit affronter le secteur financier, nos clients resteront notre priorité absolue. Je suis convaincu que les avancées technologiques vont profondément modifier la relation que les banques entretiennent avec leurs clients. Pour notre part, nous nous engageons à réaliser les investissements nécessaires, en particulier pour améliorer l'expérience client. Néanmoins, je crois fermement que le contact personnel entre le client et son conseiller restera essentiel à l'avenir. Les affaires financières ont un caractère personnel et exigent une relation de confiance. Je suis donc persuadé que les rapports humains ont encore de beaux jours devant eux. ■



Anja Hochberg, Chief Investment Officer Switzerland

Forte compétitivité

En 2017, l'économie helvétique devrait continuer à enregistrer une croissance modérée malgré la solidité du franc suisse. Elle devrait être soutenue notamment par la forte compétitivité de l'industrie suisse et la poursuite de la croissance mondiale, bien que lente. Le niveau très bas des taux d'intérêt restera le principal problème pour les investisseurs nationaux.

Malgré la forte appréciation du franc suisse, l'économie helvétique a évité la récession en 2015 et la croissance s'est améliorée en 2016. La solidité de la demande intérieure, y compris de la consommation privée et du secteur immobilier, a contribué à cette amélioration modérée. À l'avenir, la demande intérieure devrait, selon nous, continuer à soutenir la croissance. Sa contribution risque néanmoins d'être plus faible qu'au cours des années précédentes, car le marché du travail a atteint un sommet et la demande de consommation est pour l'essentiel satisfaite.

La compétitivité suisse, gage de réussite

La forte compétitivité des entreprises suisses est, avec la demande intérieure et les efforts continus de la Banque nationale suisse (BNS) pour freiner l'appréciation du franc, l'une des principales raisons de la bonne santé de l'économie helvétique. En fait, les exportations suisses n'ont jamais été aussi élevées qu'au premier semestre 2016. L'industrie pharmaceutique est certes à l'origine de l'essentiel de ces exportations, mais d'autres secteurs plus sensibles aux prix, tels que les machines et les métaux, ont également enregistré une accélération. Toutefois, certains défis restent à relever.

Rôle essentiel des décisions politiques pour stabiliser les anticipations des entreprises

L'industrie suisse ne pourra se développer correctement que si la croissance mondiale, et celle de la zone euro en particulier, se poursuit (conformément à nos prévisions) et que les fluctuations monétaires restent dans des limites raisonnables. L'industrie suisse doit également continuer à avoir accès à une main-d'œuvre de qualité. Nous estimons qu'une application «souple» de l'initiative relative à l'immigration de masse pourrait permettre qu'il en soit encore ainsi. Enfin, nous pensons que les électeurs se prononceront en faveur des réformes de la fiscalité des entreprises demandées par l'Organisation de coopération et de dé-

veloppement économiques, lesquelles permettront à la fiscalité suisse des entreprises de continuer à figurer parmi les plus compétitives du monde.

Perspectives pour le franc suisse

Les taux d'intérêt négatifs pratiqués par la BNS et ses interventions sur le marché des changes pourraient entraîner un recul du franc suisse aussi bien face à l'euro qu'au dollar américain. Le franc devrait néanmoins rester plus fort qu'avant l'abandon du taux plancher. Notre scénario de base repose sur l'hypothèse d'une dépréciation progressive du franc suisse en 2017, sur fond de reprise de la croissance mondiale et de diminution de la demande pour les valeurs refuge. Le franc pourrait toutefois subir encore des pressions haussières en cas de nouvelles turbulences dans la zone euro ou au niveau mondial, ou encore si la BNS et les marchés estiment que l'économie suisse est suffisamment solide pour justifier une appréciation de la monnaie nationale.

Si, comme il est probable, le franc suisse se maintient à un niveau élevé, les taux d'intérêt négatifs ont de fortes chances de perdurer en 2017, voire au-delà. Les investisseurs obligataires devront donc chercher de meilleures sources de rendement en se tournant par exemple vers la dette bancaire ou celle des marchés émergents. Des rendements plus élevés sont possibles même avec une couverture du risque de change. Le marché d'actions suisse devrait rester soutenu par la forte compétitivité et les dividendes élevés des entreprises helvétiques. ■

Conclusions pour les investisseurs

- Les taux d'intérêt resteront probablement bas (voire même négatifs) pendant un moment encore. Les investisseurs obligataires suisses devront donc continuer à chercher de meilleures sources de rendement en devises étrangères.
- Grâce à leur compétitivité et à leurs dividendes élevés, les grandes et les petites capitalisations suisses offrent de belles opportunités aux investisseurs en actions. Le caractère défensif du marché est un atout supplémentaire en cas de turbulences.
- Une grande partie des portefeuilles en franc suisse doit, selon nous, être diversifiée au niveau international. En revanche, dans l'obligataire, le risque de change doit être largement couvert.

Message d'Iqbal Khan, CEO International Wealth Management



International Wealth Management (IWM) est l'un des piliers du portefeuille d'activités et de la stratégie de croissance du Credit Suisse. Grâce à notre gamme diversifiée d'activités en Europe et sur les principaux marchés émergents, nous sommes en mesure d'accompagner nos clients avec une croissance stable, fondée sur une utilisation du capital et une capacité de risque bien ciblées. L'environnement présente cependant toujours de nombreux défis : comme le souligne cette publication, la croissance économique mondiale restera probablement modérée, ce qui laisse augurer une faiblesse des rendements des investissements alors que les risques, notamment politiques, pourraient générer de l'instabilité sur les marchés financiers. Face à ces incertitudes, les clients font preuve de prudence dans leurs activités d'investissement, ce qui est tout à fait compréhensible. Malgré ces facteurs exogènes, nous avons fait la preuve de notre capacité à collaborer durablement avec nos clients et à leur offrir la valeur ajoutée qu'ils attendent de nous. Le développement et le maintien de relations étroites et

de confiance avec nos clients restent à la base de notre succès en tant que gestionnaire de patrimoine de premier plan.

La qualité des relations que nous entretenons avec nos clients est au cœur de toutes nos activités. Nous aspirons à dégager de la valeur au profit de nos clients, investisseurs et entreprises, en répondant à leurs besoins individuels, que ce soit en matière de gestion d'investissement ou de prêts. Nos analyses et notre stratégie d'investissement, telles que mises en œuvre à travers nos processus de conseil et nos mandats, ainsi que notre conception et notre analyse des produits sont les éléments clés qui nous permettent d'offrir de la valeur pour le client. À cet effet, et afin de nous rapprocher encore de nos clients, nous avons renforcé nos équipes de

« La qualité des relations que nous entretenons avec nos clients est au cœur de toutes nos activités. »

Iqbal Khan

chargés de relations avec la clientèle, y adjoignant des collaborateurs expérimentés sur plusieurs de nos marchés cibles. Nous avons aussi ouvert de nouveaux bureaux aux Pays-Bas et avons l'intention d'élargir notre présence au Mexique et en Arabie Saoudite.

Nous sommes bien partis pour atteindre nos objectifs ambitieux. L'important afflux net de fonds vers les divisions Private Banking et Asset Management témoigne de la confiance que nous accordent nos clients et

de la satisfaction que leur procurent nos services. Nous avons obtenu des résultats bien meilleurs que nos principaux concurrents dans le secteur de la banque privée, que ce soit en termes de revenus, de bénéfices ou de croissance des afflux nets de fonds au premier semestre 2016. Nous sommes par ailleurs ravis de figurer en tête du classement Euromoney Magazine Survey 2016 dans la catégorie des « meilleurs services de banque privée » pour le Moyen-Orient et dans le trio de tête pour nos autres régions clés, à savoir l'Europe de l'Ouest, l'Europe émergente et l'Amérique latine.

Je suis fier de nos résultats et j'attends avec enthousiasme les opportunités qui nous permettront de faire encore mieux dans nos différentes régions. Je vous remercie de la confiance que vous nous témoignez et j'espère que vous apprécierez les réflexions contenues dans cette publication. ■



Michael O'Sullivan, Chief Investment Officer International Wealth Management

Le Brexit brisera-t-il l'Europe ?

L'Europe devrait rester confrontée à bien des défis en 2017. Le premier est le Brexit qui devrait dominer l'actualité et mobiliser beaucoup d'énergie politique. Il y aura aussi les élections dans les deux grands États membres que sont la France et l'Allemagne. Pour les marchés, le moment et la manière dont la Banque centrale européenne choisira de normaliser sa politique monétaire seront aussi des questions clés. L'année s'annonce riche en événements, non seulement en Europe mais aussi dans l'ensemble de la région EMEA.

Le vote des Britanniques en faveur du Brexit a provoqué une véritable onde de choc en Europe et dans le monde. Les inquiétudes et les spéculations sur les conséquences et les conditions de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE) n'ont jamais cessé depuis. Ce qui est certain à ce stade, c'est que le Brexit sera source d'incertitudes politiques et économiques, non seulement pour le Royaume-Uni mais aussi pour ses voisins européens.

Après la confusion politique qui a suivi l'annonce de la victoire du Brexit en juin, la formation rapide d'un nouveau gouvernement au Royaume-Uni et les interventions de la Banque d'Angleterre ont permis de calmer les esprits. Par ailleurs, les chiffres de l'économie ont été étonnamment bons aux troisième et quatrième trimestres.

L'impact du Brexit ne s'est pas encore pleinement fait sentir

Nous estimons cependant qu'il n'y a pas vraiment lieu d'être optimiste. En effet, le calme actuel est simplement dû au fait que le Brexit n'a pas commencé, et ce en partie parce que le gouvernement britannique n'a pas encore totalement défini sa stratégie pour mener à bien ce difficile processus. Au cours de l'année 2017, les incertitudes quant à l'avenir de l'économie britannique s'exprimeront probablement par un report des investissements des entreprises et peut-être par une baisse de la confiance des consommateurs. La politique budgétaire pourrait certes devenir plus favorable, mais les doutes devraient aller croissants quant à l'effet stabilisateur automatique de la dégringolade de la livre sterling. En effet, l'augmentation de l'inflation et de la volatilité du marché financier pourrait en partie gommer les effets positifs de la dépréciation de la livre.

Le Brexit aura également des implications majeures sur le reste de l'Europe, la plus immédiate étant de mobiliser beaucoup d'énergie et de temps. Le premier ministre britannique, Theresa May s'est engagée à déclencher l'article 50 avant la fin du mois de mars 2017, la sortie du Royaume-Uni ne manquera pas d'avoir un retentissement sur les campagnes électorales en France et en Allemagne.

D'autres pays pourraient-ils être tentés par une sortie de l'UE ?

Selon une opinion répandue notamment à l'étranger, certains pays pourraient être tentés de suivre l'exemple britannique et de quitter l'UE. Nous ne sommes pas convaincus de ce point. Cédant aux sirènes populistes, certains pays européens pourraient effectivement penser qu'ils seraient, eux aussi, mieux lotis s'ils quittaient l'UE. Par exemple, la décision européenne concernant Apple pourrait amener l'Irlande à considérer que l'UE mène une politique hostile aux entreprises. De même, le Portugal pourrait arguer que les restrictions pesant sur son économie sont insupportables tandis que les eurosceptiques suédois (et ils sont nombreux !) pourraient estimer que leur patience à l'égard de l'UE a atteint ses limites. La Grèce, qui a le plus souffert de la rigidité de Bruxelles et de Berlin, pourrait, elle aussi, décider de jeter l'éponge, et l'euroscepticisme pourrait gagner du terrain en Italie et en Europe de l'Est.

L'équipe Grande-Bretagne

Le plus probable est cependant que tous ces États finissent par abandonner leurs velléités de quitter l'UE. En effet, lorsque le Brexit sera lancé, le spectacle devrait être long et déroutant. Pour les seules négociations commerciales, la Grande-Bretagne aura besoin d'une équipe plus étoffée que celle des athlètes qui ont représenté le pays aux Jeux olympiques de Rio. Les négociations seront difficiles, en particulier parce que l'UE et les grands États membres doivent veiller à écarter tout risque de contagion. De plus, d'un point de vue culturel, politique et diplomatique, l'UE est plus éloignée de la Grande-Bretagne que de n'importe quel autre pays membre. Avec les autres pays, la distance étant moindre, une décision de sortie de l'UE pourrait même sembler contre nature.

Si les désertions semblent peu probables, les États membres pourraient en revanche se montrer de plus en plus frondeurs. L'année 2017 ne manquera pas de risques événementiels avec, entre autres, les problèmes toujours en sus- >

pens du système bancaire italien et le débat en cours sur l'immigration. Dans une certaine mesure, il pourrait en ressortir de bonnes choses. L'Europe pourrait ainsi être forcée de repenser sa politique d'immigration. En l'absence de redéfinition de la politique migratoire, surtout dans le contexte du Brexit, le risque est d'assister à un glissement plus prononcé encore vers l'extrême droite qui pourrait menacer l'existence même de l'Europe.

« Ce qui est certain à ce stade, c'est que le Brexit sera source d'incertitudes politiques et économiques, non seulement pour le Royaume-Uni mais aussi pour ses voisins européens. »

Michael O'Sullivan

L'Europe est-elle contre la mondialisation ?

D'un point de vue économique, certains États pourraient se sentir moins contraints de stimuler leur économie et de mettre en œuvre des réformes, sous couvert des rachats obligatoires de la Banque centrale européenne (BCE). Plus généralement, l'UE doit clarifier sa position sur le commerce et la mondialisation. On a en effet du mal à s'y retrouver au regard de l'opposition déclarée de nombre de politiciens européens au Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement (TTIP) et du jeu de ping-pong auquel se livrent les États-Unis et l'UE à coup d'amendes infligées aux entreprises de l'adversaire. Pour l'heure, nous tablons sur une croissance modeste, de l'ordre de 1,5%, pour la zone euro. Les inégalités de croissance entre les différents pays devraient par ailleurs persister.

D'un point de vue politique, la croissance plus stable de l'UE sera particulièrement bien accueillie en France et en Allemagne où des élections majeures vont se tenir. En France, de bonnes surprises sont possibles sur le plan économique si un gouvernement de centre droit arrive au pouvoir, par exemple s'il est mené par Alain Juppé dont le programme économique est plus libéral que celui des autres candidats. L'Allemagne présente davantage de risques du point de vue européen. En effet, si Angela Merkel n'est pas reconduite à la chancellerie, l'Europe se verra amputée de sa principale force unificatrice. À noter qu'à l'heure actuelle, les marchés n'intègrent pas du tout la possibilité d'une victoire de nouveaux partis ou de candidats extrémistes, que ce soit en France ou en Allemagne. Cela est considéré comme un scénario de risque extrême.

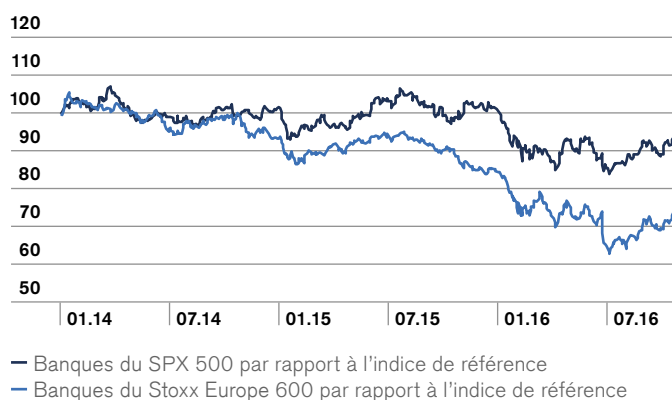
Politique budgétaire

Sur le plan économique, la question centrale pour l'Allemagne sera de savoir si elle est disposée à consacrer des ressources

Graphique 1 Les banques européennes à la traîne par rapport à leurs homologues américaines

Performance des banques européennes et des banques américaines (en monnaies locales, Janv. 2014 = 100)

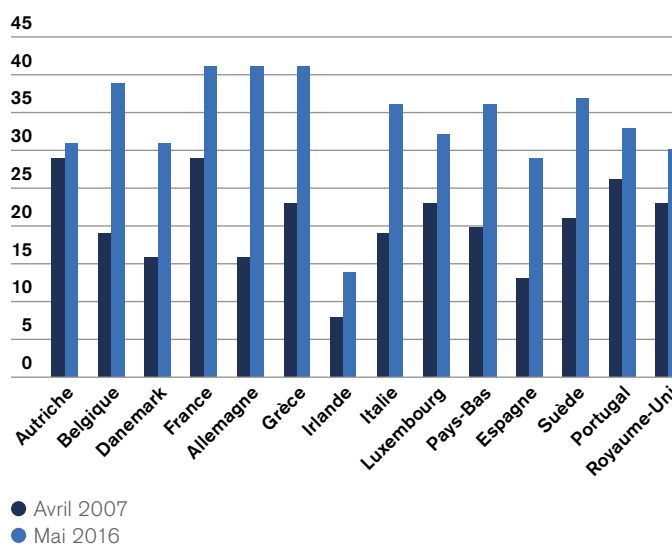
Sources : Datastream, Credit Suisse. Dernier point des données : 30.09.2016



Graphique 2 Sentiment à l'égard de l'avenir de l'UE

Personnes « plutôt pessimistes » (en %)

Dernier point des données : mai 2016



budgétaires importantes à des secteurs comme les infrastructures de manière à créer une nouvelle dynamique qui pourrait prendre le relais de la politique monétaire. Cette approche, logique d'un point de vue économique, reste néanmoins politiquement sensible. C'est certainement la politique qui fera les gros titres de l'actualité en 2017 mais, pour ce qui est des investisse-

« En Europe, les économies se financent traditionnellement auprès des banques (plutôt que sur les marchés financiers). Le secteur bancaire est par conséquent un rouage essentiel de la croissance. »

Michael O'Sullivan

ments, c'est surtout le trio indissociable que constituent la croissance économique, les banques et la politique monétaire qui influencera les rendements.

En Europe, les économies se financent traditionnellement auprès des banques (plutôt que sur les marchés financiers). Le secteur bancaire est par conséquent un rouage essentiel de la croissance. C'est pourquoi de nombreuses politiques de la BCE sont mises en œuvre par le biais des banques (c'est le cas notamment des opérations de refinancement à long terme). Le problème est que certaines de ces politiques (telles que les achats d'obligations ou les taux négatifs) plombent la rentabilité des banques, freinant ainsi l'octroi de prêts et, partant, la croissance. Et le fait que certaines banques en soient encore à restructurer leur bilan n'arrange pas les choses. Ce véritable casse-tête continuera à peser sur la zone euro au cours de l'année 2017.

Vers une baisse des achats d'obligations par la BCE

Les marchés obligataires de la zone euro étant, dans les faits, totalement « sous la coupe » de la BCE, il s'agit maintenant de savoir, et l'année 2017 sera décisive à cet égard, comment la banque centrale entend gérer l'évolution de son ambitieuse politique d'assouplissement quantitatif, avec éventuellement une réduction de son programme de rachat d'actifs à partir de la fin de l'année ou en 2018. Du point de vue du secteur bancaire, une amélioration de la croissance associée à une augmentation des rendements obligataires (si la BCE le veut bien) serait particulièrement bienvenue.

A un moment donné, sans doute à la fin de l'été d'après nous, les marchés pourraient commencer à intégrer la perspective d'une diminution des rachats d'actifs par la BCE et les prix des obligations pourraient alors s'inscrire en baisse. Cela représenterait un tournant majeur pour les stratégies des compagnies d'assurance, des fonds de pension et des investisseurs ayant une faible propension au risque. Sur le marché d'actions, une telle évolution pourrait profiter aux valeurs moins défensives/plus cycliques. La diminution des rachats d'actifs pourrait aussi s'accompagner d'une plus grande prise en compte du risque pays associé aux différents Etats membres de la zone euro. L'Espagne pourrait ainsi se voir attribuer une prime plus faible

que l'Italie pour son risque de crédit, en raison de son profil de croissance nettement supérieur et de la relative bonne santé de son secteur bancaire. Quant au Portugal, miné par les difficultés budgétaires, il pourrait remplacer la Grèce en tant que nouveau sujet d'inquiétude des investisseurs obligataires. Enfin, avec l'orientation à la hausse du cycle économique mondial et la poursuite du resserrement de la politique de la Réserve fédérale américaine (Fed), l'euro devrait se maintenir à son niveau actuel, voire se situer parfois un peu en dessous, tout du moins pendant la première partie de l'année 2017.

Défis politiques pour la région EMEA

Les économies de la « région » EMEA devraient encore évoluer selon des tendances très divergentes : les pays exportateurs de matières premières du Moyen-Orient ainsi que la Russie et l'Afrique du Sud (si les conditions politiques le permettent) devraient continuer à se redresser si les prix des matières se stabilisent. Les problèmes politiques nous incitent en revanche à faire preuve de prudence à l'égard de la Turquie. Quant aux pays d'Europe centrale et orientale, ils pourraient se retrouver pris en étau entre, d'une part, les effets d'une croissance plus stable dans la zone euro et, d'autre part, une éventuelle contagion des problèmes géopolitiques à partir de la Russie. Pour l'Ukraine, la question est de savoir si la volonté politique sera suffisante pour mener de nouvelles et difficiles réformes. Quant à la Pologne, reste à savoir si elle continuera à remettre en cause les transformations économiques et politiques de ces dernières décennies qui lui ont pourtant tellement bien réussi. ■

Conclusions pour les investisseurs

- Les incertitudes entourant le Brexit, les risques politiques et les inquiétudes régulièrement suscitées par la santé des banques européennes devraient générer des accès de volatilité pour les actifs risqués européens, rendant les rendements ajustés des risques pour les actions moins attrayants.
- Dans la mesure où le Brexit ne devrait pas être suivi de la sortie d'autres pays de l'UE, les obligations bancaires et les emprunts d'Etat périphériques devraient bien se comporter. Les risques sur l'Italie et le Portugal doivent être suivis de près.
- La zone euro devrait enregistrer une croissance modeste. Toutefois, étant donné les divergences entre la politique de la Fed, qui devrait légèrement se durcir, et celle de la BCE, toujours accommodante, l'euro a peu de chances de gagner du terrain face au dollar américain. Pour sa part, la livre sterling devrait se stabiliser après avoir plongé en deçà de sa juste valeur en 2016.

Sylvio Castro, Head of Investment Advisory Brazil



Une évolution favorable aux investisseurs

La plupart des économies d'Amérique latine se sont effondrées lorsque le « super cycle » tiré par la Chine et les matières s'est rompu en 2014/2015. Depuis, les devises et les comptes courants ont cependant fait l'objet de nombreux ajustements. Avec l'arrivée au pouvoir de gouvernements favorables aux réformes dans les principaux pays de la région, les chances de reprise économique et de hausse des marchés se sont améliorées.

La plupart des pays d'Amérique latine se sont enfoncés dans une longue période de faible croissance, voire de récession, suite à la baisse des prix des matières premières, elle-même provoquée par le ralentissement de l'économie chinoise. Ces difficultés ont été exacerbées par les problèmes structurels sous-jacents liés aux inégalités de revenus, à l'inefficacité des systèmes éducatifs et aux réglementations pléthoriques. Plus récemment, les devises, qui étaient largement surévaluées pendant les années florissantes, ont subi des pressions importantes qui ont amené les banques centrales à resserrer leur politique monétaire. Ce qui a encore aggravé la situation des économies où la croissance du crédit avait été excessive. Parallèlement, les déficits budgétaires se sont envolés, faisant craindre une nouvelle crise de la dette.

Réformes politiques sur fond de lourdes contraintes financières

La crise de la dette n'a pas eu lieu et a, selon nous, peu de chances de se produire dans les prochaines années. En effet, en comparaison des précédentes périodes d'avant-crise, la part de la dette extérieure dans le PIB est nettement plus faible, une plus grande partie de la dette est libellée en devises locales, d'où une moindre vulnérabilité, et la part de la dette publique est globalement plus limitée. En outre, les réserves de change sont beaucoup plus étoffées et la politique de change est plus flexible, ce qui permet d'opérer des ajustements plus progressifs en cas de détérioration des conditions externes. Les comptes courants se sont même largement améliorés depuis un an environ.

Cela dit, les gouvernements n'ont guère de marge de manœuvre pour assouplir les politiques budgétaires ou stimuler la hausse des crédits. Il est cependant encourageant de consta-

ter que des gouvernements favorables aux réformes récemment élus ont déjà engagé des réformes structurelles. Bien qu'il soit difficile de mettre en œuvre des réformes pendant les périodes de faible croissance, nous restons globalement convaincus que toutes les grandes économies de la région, en particulier le Mexique, l'Argentine, la Colombie, le Pérou et peut-être aussi le Brésil, vont s'orienter dans cette direction.

Des conditions plus favorables qui devraient profiter aux actions et aux obligations

Depuis la mi-2016, hormis dans quelques pays tels que le Brésil, la confiance des entreprises et des ménages est en hausse. C'est sans doute le signe que les économies d'Amérique latine sont à un tournant. Par ailleurs, à l'exception du peso mexicain et du peso argentin, les devises de la région ont commencé à s'apprécier début 2016, ce qui s'est accompagné d'une atténuation des pressions inflationnistes. Avec le fléchissement de l'inflation et le resserrement de la politique budgétaire, certaines banques centrales devraient être en mesure d'assouplir progressivement leur politique monétaire.

Conclusions pour les investisseurs

- Après une longue période de faiblesse, la croissance donne quelques signes d'amélioration et l'inflation recule en Amérique latine. Les banques centrales de la région devraient être en mesure d'assouplir leur politique, même si ce n'est que très prudemment.
- Les taux d'intérêt réels toujours relativement élevés laissent présager de nouveaux gains pour les obligations de la région. Les rendements obligataires en devises fortes risquent d'être modestes. Les rendements en devises locales devraient être plus importants, mais le risque de volatilité est plus élevé. Les devises devraient globalement bien se tenir.
- Pour les actions, les perspectives sont moins réjouissantes que sur d'autres marchés émergents, les valorisations étant déjà relativement élevées.

Les taux d'intérêt réels étant toujours nettement plus élevés en Amérique latine que dans les pays développés et d'autres marchés émergents, les investissements obligataires ont encore de beaux jours devant eux dans la région. Contrairement à 2013 où la question de la réduction des rachats d'actifs avait suscité bien des craintes, la perspective d'un relèvement des taux de la Réserve fédérale américaine à la fin 2016 n'a guère eu d'impact. Dans le cadre de notre scénario central, prévoyant une hausse très progressive des taux américains, les obligations latino-américaines devraient bien se comporter même si certaines devises se retrouvent soumises à des pressions temporaires.

Pour les actions, les perspectives sont en revanche mitigées. À l'heure où nous écrivons, les actions de la région affichent une prime de 10% par rapport à celles de l'ensemble des marchés émergents. Elles sont également relativement chères par rapport à leur niveau sur dix ans et les anticipations de bénéfices semblent par trop ambitieuses. Cependant, les gérants de portefeuilles ont globalement sous-pondéré les actions latino-américaines au cours des dernières années. Or, si les banques centrales assouplissent leur politique, des réévaluations pourraient avoir lieu. ■



Colombie

L'économie colombienne a ralenti en 2016, pénalisée par des conditions externes défavorables et la faiblesse des prix des matières premières. Toutefois, même si les électeurs ont rejeté l'accord de paix entre l'État et les rebelles des FARC, la croissance économique devrait s'inscrire en légère hausse en 2017. L'inflation devrait diminuer à 4% environ et revenir ainsi dans la fourchette cible officielle.

Mexique

Au Mexique, l'activité économique a ralenti en 2016 sur fond de durcissement des conditions monétaires, de déclin de l'activité minière et d'annonces de réduction des dépenses budgétaires. Étant donné le blocage des réformes économiques et le resserrement de la politique monétaire rendu nécessaire par le relèvement des prévisions d'inflation, nous tablons sur une croissance modeste pour 2017.

Pérou

Au Pérou, où un président plutôt favorable au marché a été élu en 2016, l'économie continue de se distinguer par une croissance nettement supérieure à celle des autres pays de la région, imputable essentiellement à l'augmentation de la production minière. Cette situation favorable devrait, selon nous, perdurer en 2017 grâce notamment aux réformes budgétaires et à la stabilisation de l'inflation.

Chili

La baisse des prix des matières premières et des investissements a fortement pénalisé l'économie. L'inflation est cependant revenue dans sa fourchette cible et la consolidation budgétaire est en cours. Pour 2017, nous tablons sur une croissance en amélioration mais toujours faible, et sur une réduction de l'inflation. Les élections présidentielles de novembre ont de grandes chances d'être remportées par un candidat réformiste.

Venezuela

L'inflation extrêmement élevée, l'effondrement de l'économie avec des pénuries de biens essentiels et la gestion désastreuse de l'économie ont accentué les tensions politiques et sociales dans le pays. Les prix du pétrole étant encore loin de leurs sommets et aucune réforme majeure n'étant en vue, les perspectives économiques pour 2017 ne sont guère réjouissantes.

Brésil

La plus grande économie de la région semble donner des signes timides de reprise. Les indices de confiance se stabilisent, bien qu'à des niveaux faibles. Nous prévoyons une lente reprise du PIB en 2017. L'inflation se maintiendra probablement au-dessus de sa cible officielle de 5%, mais devrait progressivement s'inscrire en baisse, ce qui permettra à la banque centrale de réduire peu à peu ses taux. Un scénario plus positif est envisageable si le Congrès approuve les réformes, en particulier celles relatives au plafonnement des dépenses publiques et aux retraites.

Argentine

En Argentine, le gouvernement formé par le nouveau président semble avoir pris la bonne direction, avec la mise en place d'un cadre de politique macroéconomique plus cohérent et plus crédible. Toutefois, les ajustements ont laissé leur empreinte sur l'activité économique et l'inflation. Cette dernière reste ainsi élevée, même si cela est en partie dû à la libéralisation des prix. L'assouplissement monétaire, associé à quelques mesures de relance budgétaire, devrait commencer à stimuler la croissance économique en 2017.

Message de Francesco de Ferrari, Head of Private Banking, Asia Pacific



En 2016, le contexte a été difficile pour les investissements, avec une croissance mondiale inégale, des incertitudes importantes sur les politiques monétaires et des événements politiques majeurs comme le Brexit ou les élections présidentielles américaines. Dans un environnement opérationnel aussi complexe, prendre les bonnes décisions tactiques en matière d'investissement a été particulièrement délicat. Sur une note plus positive, il est encourageant de constater que l'économie mondiale se redresse progressivement (hypothèse centrale du Credit Suisse pour 2017). De plus, la situation politique des États-Unis devrait se clarifier dans les prochains mois. Je suis convaincu que ces évolutions offriront à nos clients et aux investisseurs des opportunités attrayantes l'année prochaine.

Après une période de ralentissement, les pays en développement devraient renouer avec la croissance. Cela devrait se traduire par une nouvelle augmentation, en taille et en volume, de la richesse créée par les entrepreneurs et les investisseurs dans des régions comme l'Asie-Pacifique et

l'Amérique latine. Il y a là une opportunité unique pour des banques comme le Credit Suisse. Encore faut-il adapter les modèles bancaires traditionnels à un environnement en constante évolution et être à même de répondre aux besoins changeants des clients dans les régions les plus dynamiques du monde.

Avec la création de notre nouvelle division Credit Suisse Asia Pacific, notre ambition est de devenir la banque de confiance des entrepreneurs. Dans la région Asie-Pacifique, la richesse ne cesse d'augmenter et les marchés financiers de se développer. Les occasions d'aider nos clients à profiter de cette croissance à long terme ne manquent pas.

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale étant modérées pour 2017, nous estimons que les actifs les moins risqués continueront à bénéficier d'une prime. L'orientation vers une approche d'investissement plus équilibrée devrait se poursuivre. Les clients continueront ainsi à privilégier des portefeuilles diversifiés, avec une exposition à différentes classes d'actifs présentant une faible corrélation entre elles. Une telle approche multi-actifs, basée sur différentes sources de risque, permet de dégager des rendements attrayants. Ce critère reste important pour la plupart de nos clients asiatiques. À travers les mandats discrétionnaires et de conseil, Credit Suisse Portfolio Solutions propose deux approches pour aider nos clients à atteindre leurs objectifs d'investissement.

Les investissements alternatifs tels que hedge funds ou capital-investissement prennent une place croissante dans les portefeuilles diversifiés, s'imposant comme une composante de

base à part entière. Jusque là, la clientèle privée asiatique ne s'était guère intéressée aux investissements alternatifs. Mais aujourd'hui, nombre de family offices et d'investisseurs ayant un horizon de long terme et disposés à accepter le manque de liquidité de certains produits, augmentent leur allocation à ces instruments. Au Credit Suisse, nous sommes de fervents partisans des investissements alternatifs, comme en témoigne la part importante de cette classe d'actifs dans l'allocation stratégique que nous recommandons (jusqu'à 20% du portefeuille).

Avec les avancées technologiques, les besoins d'information de nos clients ont évolué. En 2015, nous avons lancé une plateforme de banque privée numérique qui a été primée. L'objectif de cette plateforme est d'offrir à nos clients asiatiques un accès simplifié et en temps réel aux connaissances et au savoir-faire du Credit Suisse. Il est réjouissant de constater que l'utilisation de la plateforme par la clientèle s'est largement développée avec l'introduction de fonctionnalités et d'outils nouveaux.

Soyez assurés que nous continuerons, tout au long de l'année 2017, à apporter notre appui à nos clients investisseurs privés en les aidant à gérer les risques et à saisir les meilleures opportunités d'investissement. Nous poursuivrons également notre travail d'identification des opportunités à long terme au profit de nos clients qui investissent dans les entreprises. ■



John Woods, Chief Investment Officer Asia Pacific

Perspectives prudemment optimistes

La stabilité enviable qui caractérise la croissance asiatique depuis cinq ans devrait se poursuivre. La région devrait afficher une croissance de 5,9% en 2017, soit un taux équivalent à celui de 2016. Sur les dix grandes économies que nous suivons, sept devraient afficher une croissance en hausse. La croissance ne devrait s'inscrire en baisse que dans trois de ces économies.

Les taux de croissance absolus conservent de bons niveaux en Asie-Pacifique en regard, notamment, des normes internationales. En effet, les taux de croissance des pays d'Asie sont remarquablement stables : ils ont varié de moins de 1% ces cinq dernières années, chiffre qui parle de lui-même quant à la flexibilité dont disposent les décideurs pour piloter l'économie par des mesures de relance budgétaire et monétaire. Néanmoins, ces mesures sont essentiellement cycliques et ne peuvent pas soutenir durablement une économie. Les investisseurs doivent s'attendre à ce que la modeste tendance baissière de la croissance, collatérale à un repli apparemment permanent du commerce mondial, se poursuivre jusqu'à ce que la Chine, superpuissance de la région, amorce une stabilisation. Les dirigeants asiatiques de la région s'emploient donc à promouvoir d'autres sources de croissance.

Rééquilibrage de la consommation

Le rééquilibrage économique, des exportations manufacturières vers la consommation des services, est le principal risque de croissance de l'Asie. Heureusement, la transition de l'Asie semble en bonne voie. De plus, l'ampleur et la vitesse de l'évolution de la consommation et des infrastructures sont telles que ces deux segments continueront probablement à dominer les stratégies d'investissement des clients pendant encore quelques années, voire des dizaines d'années. Ainsi, en 2016, la consommation et l'investissement en Asie (hors Japon) ont respectivement contribué à hauteur de 3,4% et de 2,0% à la croissance de la région, qui s'est établie à 5,9% (contre 0,1% pour les exportations nettes).

Il est évidemment risqué de trop miser sur la consommation, surtout si elle est financée par l'endettement. Entre 2008 et 2015 par exemple, d'après l'Institute of International Finance,

la hausse des prix immobiliers, les achats d'automobiles et les produits acquis par les emprunts et le crédit, notamment, ont fait grimper le crédit à la consommation de 38% à 55% du PIB.

Ces proportions ne sont pas particulièrement élevées d'après les normes des marchés développés, mais elles masquent de grandes disparités selon les pays de la région. À titre d'exemple, en 2015, l'Inde et l'Indonésie ont affiché des ratios endettement des ménages/PIB respectifs de 10% et de 15%. À l'inverse, la même année, ces ratios s'élevaient à 88% pour la Corée et à 83% pour Taïwan, des chiffres élevés présentant un risque pour la croissance si les taux d'intérêt augmentent et/ou si les ménages décident ou sont forcés de se désendetter. En particulier, la Malaisie (71%) et la Thaïlande (70%) constituent un risque important, car leurs chiffres ont doublé entre 2008 et 2015.

Cela étant, nos études pour 2017 n'indiquent pas de désendettement forcé de la dette des ménages, des entreprises et/ou des États. Il est fort probable que le pic de cette flambée du crédit en Asie soit derrière nous et que l'accumulation de dettes se lisse au fil du temps. Par conséquent, nous pensons que les afflux de capitaux resteront significatifs, témoignant des liquidités importantes en dollar américain et de la stabilité de l'écart entre les taux d'intérêt réels de l'Asie et des États-Unis. Nous pensons par ailleurs que les attentes liées à la dépréciation des devises restent raisonnables.

Les dépenses d'infrastructures de l'Asie

Le deuxième pilier de l'initiative de l'Asie en matière de croissance, les investissements dans les infrastructures (ou « dépenses d'infrastructures »), est considéré comme complémentaire des dépenses de consommation et comme un moyen efficace de relancer la croissance, de créer des emplois et d'accroître la productivité. En 2017, les dépenses dans les infrastructures devraient se traduire par une augmentation de 1,5% de la croissance régionale (contre 0,5% en 2016), notamment grâce à la Chine et à son ambitieuse initiative de créer la nouvelle route de la soie dite « One Belt, One Road » (OBOR), un investissement de 160 milliards de dollars américains. Ces dépenses devraient se poursuivre pendant plusieurs années. Par exemple, dans son rapport sur le développement du troisième trimestre 2016, la Banque asiatique de développement indique que les pays d'Asie investiront, d'ici à 2020, >

8000 milliards de dollars américains dans des projets d'infrastructure.

Au-delà de la nécessité d'entretenir et de moderniser les infrastructures existantes de la région, ces dépenses s'expliquent également par le mouvement incessant des populations vers les villes. La pression que ces mouvements exercent sur les infrastructures existantes, désuètes, déclenche des dépenses massives dans les réseaux de transport, le système social et les services publics. Les investisseurs internationaux sont à la recherche de rendements dans un contexte de faiblesse record des taux d'intérêt, et les partenariats public-privé constituent un mode de financement de plus en plus courant. Les dépenses et les investissements dans les projets d'infrastructures permettront sans doute de financer et de mener à bien plus de projets.

Les dépenses d'infrastructures ne sont pas sans risques et sans coûts, comme en témoigne la propension légendaire de la Chine pour la construction. Les capitaux subventionnés (par les banques d'État) peuvent entraîner de mauvaises décisions d'investissement, créer des surcapacités, des gaspillages colossaux et, inévitablement, la création de prêts douteux dans le système bancaire. Toutefois, la demande est telle dans toute l'Asie en matière de dépenses d'investissement que leur part globale devrait augmenter par rapport à la croissance, à l'instar de leur importance stratégique, comme en témoigne l'ouverture de la Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures à Pékin en 2016.

Perspectives chinoises en amélioration

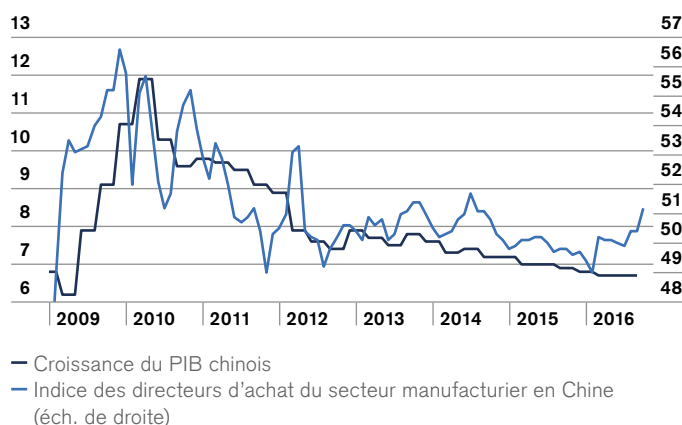
Notre positionnement positif mais prudent sur l'Asie témoigne de l'amélioration de notre opinion à propos de la Chine. Après six années d'apparent ralentissement économique continu, l'économie chinoise montre des signes de stabilisation, ce qui nous a encouragés à revoir à la hausse notre prévision de croissance du PIB à 6,6% en variation annuelle (contre 6,5%) pour 2016, et à 6,3% en variation annuelle (contre 6%) pour 2017. Nous pensons en particulier que l'économie chinoise des nouveaux services continuera à compenser le recul qu'accuse l'économie manufacturière traditionnelle.

Ainsi, même s'il est possible que le secteur extérieur chinois éprouve des difficultés, l'économie intérieure, en particulier le secteur des services, devrait surprendre par sa vigueur. La remontée progressive des prix mondiaux des matières premières devrait stimuler les bénéfices industriels, lesquels devraient à leur tour soutenir le marché du travail et les dépenses de consommation. Le secteur immobilier devrait également rester dynamique, faisant baisser les stocks et progresser les investissements en immobilisations corporelles. Dans un tel contexte, une volatilité marquée du yuan est improbable, même si nous nous attendons toujours à une dépréciation modeste et maîtrisée à 7.00 yuans pour un dollar américain d'ici à la fin de 2017.

Graphique 1 **Signes de stabilisation de la croissance**

PIB de la Chine et indice des directeurs d'achats (en glissement annuel, en %)

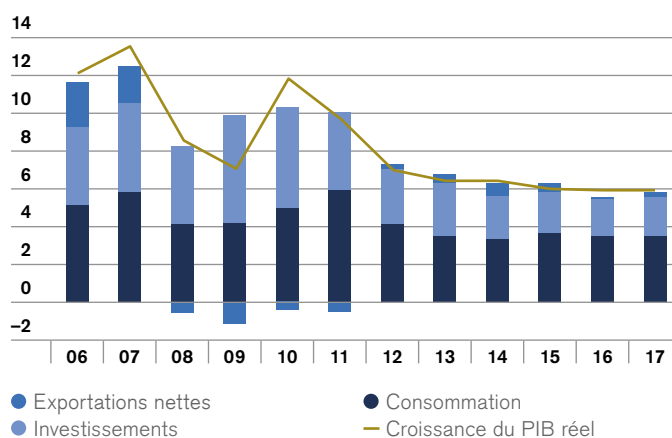
Sources : Bloomberg, Credit Suisse. Dernier point des données : 31.10.2016



Graphique 2 **Réorientation vers une consommation plus axée sur les services**

Contribution au PIB réel de l'Asie (en glissement annuel, en %)

Source : Credit Suisse. Dernier point des données : 2017 (prévisions)

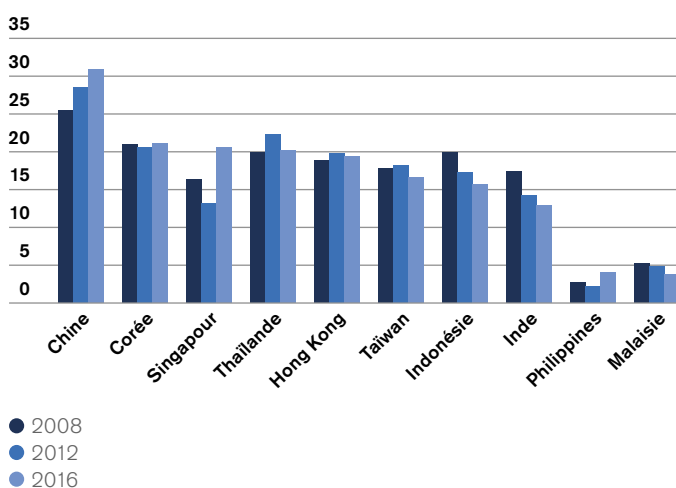


Graphique 3 Les infrastructures, un puissant moteur de croissance pour 2017

Dépenses consacrées aux infrastructures dans différents pays (en % du PIB)*

Sources : FMI, Credit Suisse. Dernier point des données : 30.09.2016

*Les chiffres de 2016 sont des estimations du FMI et des Etats.



Stratégie sur l'Asie

La convergence favorable d'une croissance économique qui se raffermirait, de valorisations raisonnables et d'une rentabilité améliorée devrait, selon nous, permettre aux actions asiatiques émergentes d'afficher de belles performances en 2017, voire de surperformer leurs homologues mondiales. Étant donné que la liquidité mondiale est depuis longtemps le facteur de fixation des prix marginal des actions asiatiques, leur performance pourrait même être plus solide en cas d'augmentation des entrées de capitaux.

Le consensus des prévisions, qui table sur une croissance de 12,3% des bénéfices par action de l'indice MSCI Asia ex-Japan (contre -5% en 2016), témoigne de l'optimisme des analystes, avec une sur-performance des valeurs cycliques (finance, technologie et matières premières). Nous prévoyons que la Chine et Hong Kong prendront la tête des marchés d'actions de la région en 2017, la reprise des bénéfices, les valorisations attractives et la liquidité abondante accélérant les flux entre le sud et le nord. Les facteurs macroéconomiques positifs de l'Inde sont intacts, et une reprise de la croissance des bénéfices devrait continuer à faire grimper le marché. Les actions sud-coréennes et taïwanaises devraient mieux se comporter que leurs homologues du Sud-Est asiatique, aux prises avec des bénéfices ternes ou avec des valorisations trop élevées.

Dans l'univers obligataire, malgré la hausse probable des taux d'intérêt aux États-Unis et des valorisations relativement

raisonnables, les obligations investment grade asiatiques libellées en dollar américain devraient afficher des rendements totaux d'environ 4% en 2017, soit une nette baisse par rapport au taux de 8% enregistré en 2016. Si l'on prend pour référence de portefeuille l'indice JACI Investment Grade, nos prévisions de rendement total reflètent un rendement courant de 3,8%, et un creusement des spreads de 45 points de base compensant la hausse de l'ordre de 30 points de base des rendements des bons du Trésor américain à cinq ans.

Les rendements se situant à des niveaux historiquement bas, nos prévisions de rendement misent davantage sur les facteurs techniques que sur les valorisations, en particulier sur les investisseurs étrangers en quête d'opportunités de rendements corrigés du risque supérieurs. Nous pensons cependant que des risques existent, notamment les répercussions sur les spreads si la solvabilité des États et des entreprises recule en raison d'une hausse des niveaux d'endettement et des taux de défaillance. Notre scénario d'étude de la croissance – et de la solvabilité – de l'Asie indique que ce ne sera pas le cas. Néanmoins, nous continuons de surveiller de près la situation pour nous assurer que les expositions que nous recommandons demeurent prudentes et avisées. ■

Conclusions pour les investisseurs

- L'Asie peut envisager une croissance stable en 2017, étayée par une transition structurelle des exportations manufacturières vers la consommation fondée sur les services.
- Notre opinion de l'Asie s'est améliorée dans la lignée de celle de l'économie chinoise qui devrait, selon nous, réserver de bonnes surprises, notamment dans le secteur des services.
- La convergence favorable d'une croissance économique qui se raffermirait, de valorisations raisonnables et d'une rentabilité améliorée devrait, selon nous, permettre aux actions asiatiques émergentes d'afficher de belles performances en 2017, voire de surperformer leurs homologues mondiales.



Joe Prendergast, Head of Financial Markets Analysis

Une nouvelle équipe

Malgré quelques incertitudes politiques, la stabilité de la croissance américaine et le léger resserrement de la politique de la Fed devraient soutenir les rendements américains en 2017, plafonnant ainsi aussi bien les rendements des obligations que ceux des actions, mais ouvrant la voie à une hausse du dollar.

Les marchés financiers américains n'ont, jusqu'à présent, pas été très sensibles au fait que le président du pays soit démocrate ou républicain, mais l'arrivée de Donald Trump à la Maison Blanche en 2017 pourrait s'avérer différente. D'une part, l'incertitude politique s'est accrue, avec des risques notamment sur les relations commerciales et avec les pays étrangers en général. D'autre part, la croissance ayant été stable fin 2016, le Congrès a de fortes chances d'accueillir favorablement l'an prochain les propositions de Trump en matière d'expansion budgétaire, de réductions d'impôts et d'allègement de la fiscalité en cas de rapatriement des bénéfices réalisés à l'étranger. Si, d'après nous, le marché d'actions américain ne devrait dégager que des rendements modestes, les actions devraient néanmoins afficher une performance supérieure à celle des bons du Trésor américain à mesure que la Fed resserrera sa politique et que les rendements augmenteront.

Augmentation probable des rendements obligataires américains

L'économie américaine devrait afficher un taux de croissance d'environ 2% et la Réserve fédérale (Fed) devrait procéder à un prudent resserrement monétaire. Nous misons donc sur une hausse des taux des bons du Trésor américain et une pentification de la courbe des taux aux États-Unis. Le sentiment que la Fed agit avec prudence pour assurer que le risque de déflation se mue en risque d'inflation devrait être soutenu par l'augmentation des salaires et des prix du pétrole. Ces hausses devraient stimuler une reprise des attentes en matière d'inflation et de la confiance à l'égard d'une normalisation plus significative des taux à moyen terme. Le désaccord apparent entre banques centrales quant aux conséquences d'une poursuite des programmes d'assouplissement quantitatif pourrait également influencer le marché américain. Les mesures visant à réduire progressivement ces programmes soutiennent en effet plus généralement les hausses de taux. Nous pensons que les taux

américains à dix ans augmenteront en 2017 pour s'établir au-dessus de 2%.

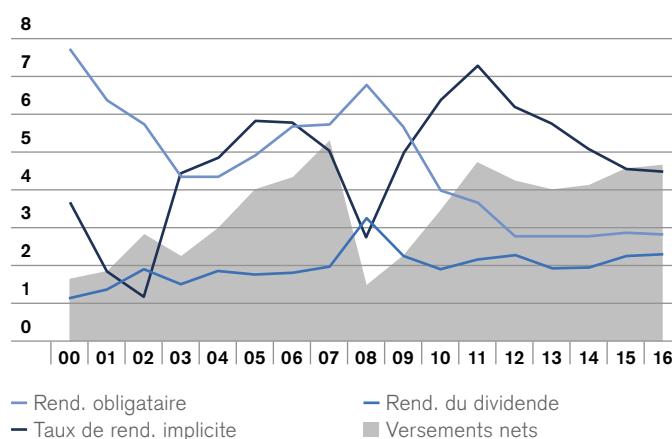
La tendance baissière des bénéfices entrave le potentiel des actions américaines

Étant donné les perspectives de croissance économique modérée aux États-Unis, les prévisions tablant sur une hausse de 13% des bénéfices des titres du S&P 500 en 2017 seront probablement inférieures aux attentes du consensus. Il est réaliste d'espérer qu'un regain d'intérêt pour les titres énergétiques ouvre la voie d'une reprise, mais il semble excessivement optimiste de se fonder sur une croissance, hors secteur énergétique, de 9%. Les avantages dont ont bénéficié les entreprises américaines en matière de baisse des coûts de financement et de mesures d'optimisation fiscale ont certainement atteint leur point le plus haut, d'un point de vue concret et politique. De plus, le coût de la main-d'œuvre est en hausse et des risques demeurent pour le commerce et la croissance. Même avec un modeste stimulus budgétaire par des dépenses d'infrastructures et une possible réforme des impôts des sociétés, y compris en cas de gain fortuit associé à un rapatriement fiscal de l'étranger, nous prévoyons des bénéfices, hors secteur énergétique, de

Graphique 1 **Convergence entre le taux de rendement implicite et les versements nets aux États-Unis**

Obligations notées A Rendement des obligations d'entreprise américaines ; versements nets = dividendes + rachats d'actions – émissions d'actions (% par an)

Sources : Bloomberg, Credit Suisse. Dernier point des données : 2^e trimestre 2016 (annualisé)



l'ordre de 4% à 7%. D'après les évaluations effectuées fin 2016, avec un ratio cours-bénéfice au-dessus de 17, le potentiel des titres du S&P 500 est limité. En outre, l'activité de rachat d'actions devrait ralentir parallèlement à l'augmentation des rendements obligataires, et la baisse des versements aux actionnaires totaux devrait perturber les valorisations boursières. Comme l'indique le graphique 1, la tendance des taux de rendement implicites et des dividendes converge à un point inférieur, car les bénéfices peinent à garder le rythme. À défaut d'une croissance des bénéfices plus rapide, nous envisageons des plus-values limitées pour les actions américaines en 2017 et tablons sur un rendement total de 3% à 5%. Les secteurs défensifs tels que les télécommunications et les services aux collectivités pourraient subir des pressions relatives en cas de hausse des rendements. La santé et les technologies de l'information affichent des perspectives de croissance du chiffre d'affaires très encourageantes et risquent moins d'enregistrer une baisse des bénéfices et des paiements. Le secteur financier américain a sous-performé en 2016 mais pourrait profiter d'un climat de hausse graduelle de rendement. Sa surperformance potentielle offre une certaine protection contre la hausse des taux des bons du Trésor américain.

Une hausse de l'endettement qui pourrait poser problème

Tout porte à croire que 2017 sera une année plus difficile pour les obligations d'entreprises américaines. Les émetteurs du secteur des matières premières pourraient faire exception et contribuer à la stabilité et au rendement du marché. Le secteur de l'énergie a enregistré une baisse importante de l'endettement en 2015-2016, car il s'est ajusté à la baisse des prix du pétrole. Il pourrait donc entamer une reprise, les prix du pétrole étant désormais plus élevés et le programme de Trump prévoyant une augmentation de la production d'énergies fossiles. Cela devrait se traduire par une baisse des taux de défaillance et une amélioration des taux de recouvrement, faibles durant ce cycle. Toutefois, beaucoup d'autres secteurs affichent actuellement un taux d'endettement en augmentation. Par conséquent, après la forte baisse des rendements courants en 2016, une nouvelle compression significative des spreads des obligations américaines à haut rendement semble peu probable, à moins que la croissance économique ne soit meilleure que prévu. En 2017, le segment à haut rendement devrait cependant encore surperformer les obligations investment grade américaines (hors finance), principalement en raison de son portage plus élevé et de sa durée plus faible. Les obligations financières américaines devraient aussi surperformer les obligations non financières.

À l'échelle internationale, la forte augmentation des spreads entre les obligations américaines et les obligations étrangères indique que les afflux de capitaux étrangers vers les grandes valeurs investment grade américaines devraient

repandre instead of s'accélérer en 2017, limitant les hausses de rendement. De même, en matière d'investissement à durée longue, les entreprises américaines sont préférées aux autres grands marchés.

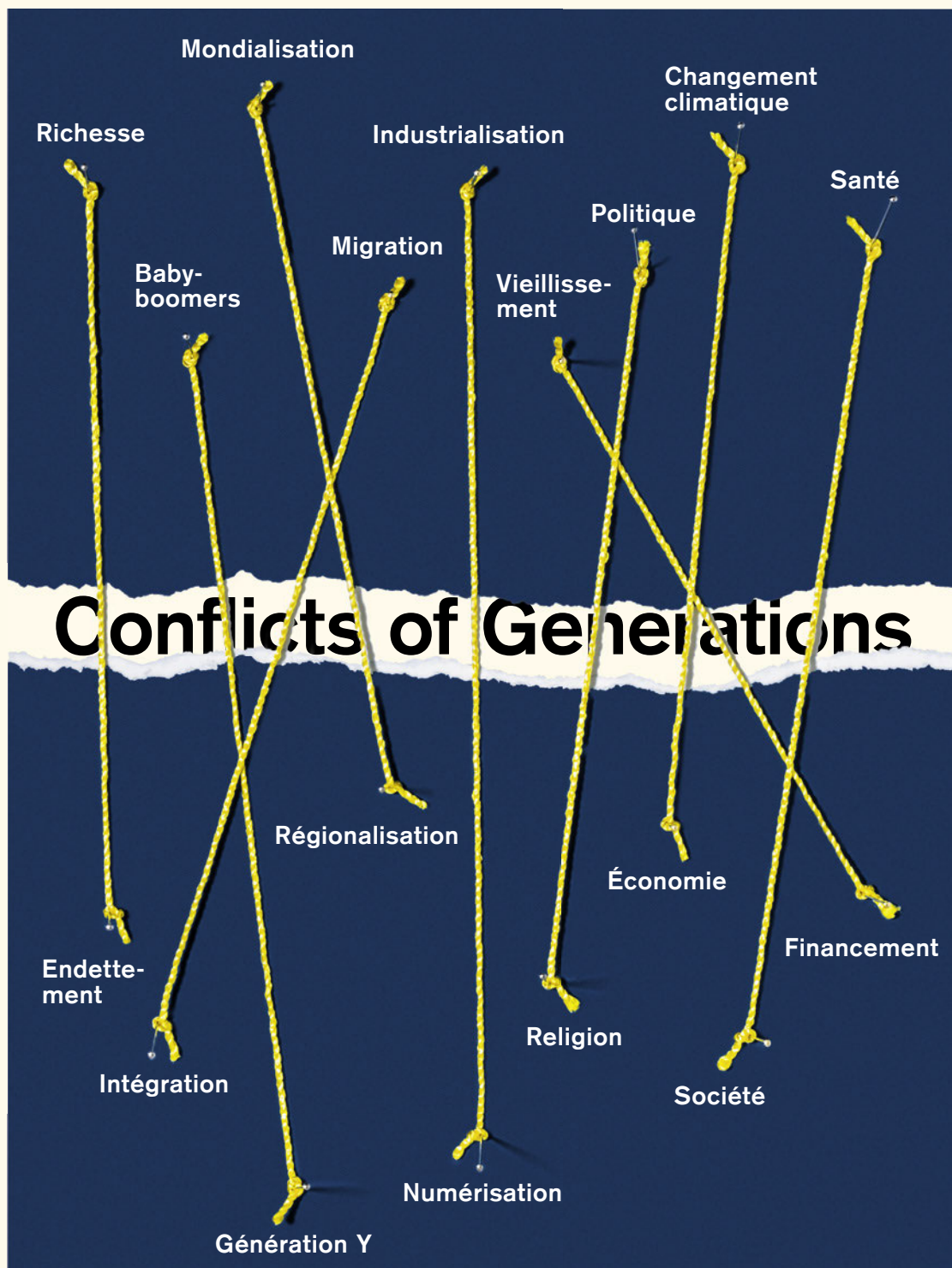
Changement de cap en vue pour le dollar américain


Les conditions devraient devenir favorables au dollar à mesure que la Fed resserrera sa politique monétaire et que les spreads entre les obligations américaines et des obligations étrangères s'élargiront. Depuis 2015, après avoir molli face à l'euro, au franc suisse et au yen, le billet vert devrait toucher un plancher et se raffermir par rapport aux principales devises en 2017. Son recul en 2016 s'explique en partie par la révision en profondeur du rythme du resserrement monétaire attendu pour 2017 et la réaction naturelle aux premiers stades du resserrement par la Fed. En effet, alors que le dollar cédait du terrain en 2016, les mesures de politique monétaire des autres banques centrales, imposant notamment des taux d'intérêt très négatifs, ont provoqué un élargissement des différentiels de taux d'intérêt aux États-Unis, comme durant un cycle économique ordinaire. Nous pensons donc que le dollar devrait connaître une belle embellie en 2017. Les investisseurs hors États-Unis devraient ainsi profiter de toute baisse du dollar américain pour accumuler du billet vert et s'exposer davantage aux actifs susceptibles de générer du rendement et bénéficier des gains de change potentiels. ■

Conclusions pour les investisseurs

- La hausse des valorisations boursières est tributaire de l'augmentation des bénéfices des sociétés. Les rachats se raréfient, les taux augmentent et les prévisions de bénéfices pourraient être inférieures aux attentes. Dans ce contexte, nous pensons que les rendements totaux du S&P 500 seront de l'ordre de 3% à 5% en 2017.
- Les paramètres de crédit se détériorent aux États-Unis. Cependant, une reprise soutenue du marché de l'énergie devrait permettre d'abaisser les taux de défaillance et d'augmenter les taux de recouvrement en 2017. La hausse des taux d'intérêt devrait soutenir les obligations américaines à haut rendement.
- Les investisseurs hors États-Unis devraient profiter de toute baisse du dollar américain pour accumuler du billet vert et accroître l'exposition aux actifs susceptibles de générer du rendement et bénéficier des gains de change potentiels.







Conflits de générations

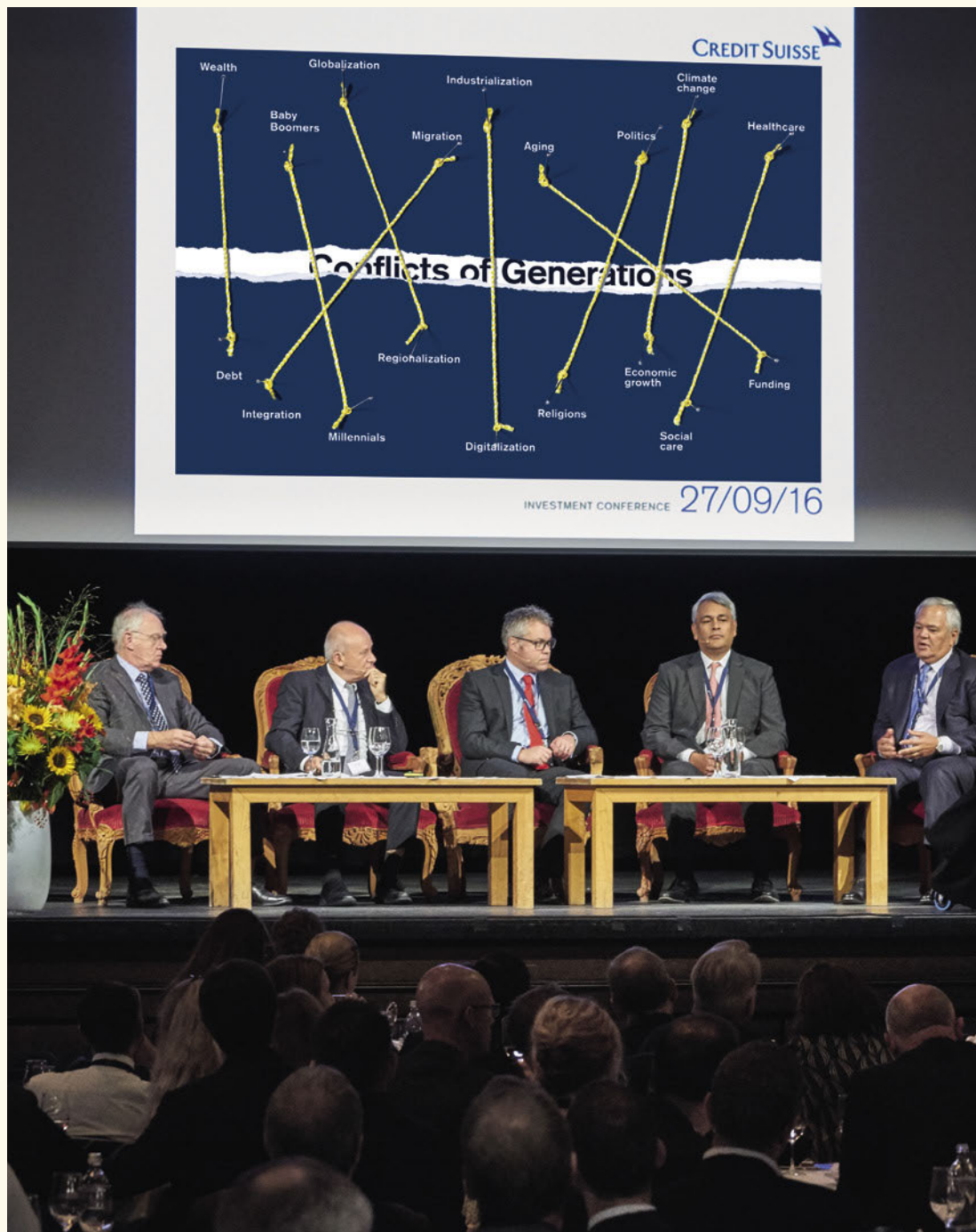
Un monde en polarisation croissante

Pendant les quelques cinquante ans qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale, la plupart des pays développés ont connu une période de prospérité et de paix croissantes, tant en termes économiques que sociaux, religieux et politiques. Aujourd'hui cependant, des tensions présentant un risque d'escalade en partie inquiétant se font sentir à plusieurs niveaux.

La mondialisation et les échanges internationaux étaient considérés pendant de nombreuses années comme une source de croissance pour les pays où les coûts sont faibles et de pouvoir d'achat pour les pays où les coûts sont élevés : une situation mutuellement bénéfique. La technologie promettait : des conditions de travail meilleures et une productivité accrue, bénéfiques tant pour les travailleurs que pour les entreprises. Les migrants constituaient une source bienvenue de croissance et d'enrichissement mutuel. Les conflits se résumaient essentiellement à des événements se déroulant dans des pays lointains, moins développés, comme en témoignaient les primes de risque sur les actifs de ces pays. On sent cependant depuis quelque temps qu'un virage est en train de s'opérer. Depuis la crise financière et la crise de la dette européenne, le chômage reste obstinément élevé parmi les jeunes et les travailleurs peu qualifiés des marchés développés. De plus, la mondialisation, le commerce international et la

technologie sont considérés comme des menaces croissantes pour l'emploi. L'accumulation simultanée d'immenses richesses et de dettes publiques phénoménales conjuguée à des inégalités de revenu croissantes aux États-Unis et en Europe alimente la frustration et le mécontentement parmi d'importantes tranches de la population américaine et européenne et réaffirme le souhait d'une redistribution fiscale. La migration massive en provenance de pays en guerre et des pouvoirs politiques dépassés et incapables de réagir adéquatement alourdissent un contexte socioéconomique déjà chargé. Les citoyens mécontents se mobilisent au sein de mouvements politiques capables de réinitialiser les orientations politiques, de façon parfois radicale. Les forces populistes auparavant plus présentes sur les marchés émergents, traditionnellement plus touchés par l'inégalité et la lutte des classes, sont en progression dans les pays développés. Cela dit, ces mouvements reflètent souvent les préoccupations légi-

times croissantes des citoyens du monde entier en matière de justice sociale, de sécurité, de santé et d'environnement. Quels sont les vrais enjeux ? Quels en sont les effets sur l'économie et les marchés financiers ? Quelles solutions les investisseurs et les banques peuvent-ils envisager ? Nous avons posé ces questions, entre autres, à des spécialistes en placement de Credit Suisse et à des leaders d'opinion à l'occasion d'une conférence interne sur l'investissement organisée à Zurich le 27 septembre 2016 et animée par Bob Parker, Senior Advisor du Credit Suisse. Dans le présent rapport à l'intention de nos investisseurs et de nos clients, nous exposons les principaux points à retenir de cette journée. Notre publication Investment Outlook s'appuie sur cette analyse et propose, à partir des conclusions tirées, les points concrets à retenir.



De gauche à droite: Bob Parker, Strategic Advisor, Investment Strategy, Credit Suisse; Oliver Adler, Head of Economic Research, Credit Suisse; Neville Hill, Global Economics & Strategy, Credit Suisse; John Woods, CIO Asia Pacific, Investment Strategy, Credit Suisse; Joseph G. Carson, Global Economic Research, AllianceBernstein

► **Quelles sont les principales tensions et polarisations les plus préoccupantes ?**

Michael Strobaek, Global CIO and Head of Investment Solutions & Products, Credit Suisse

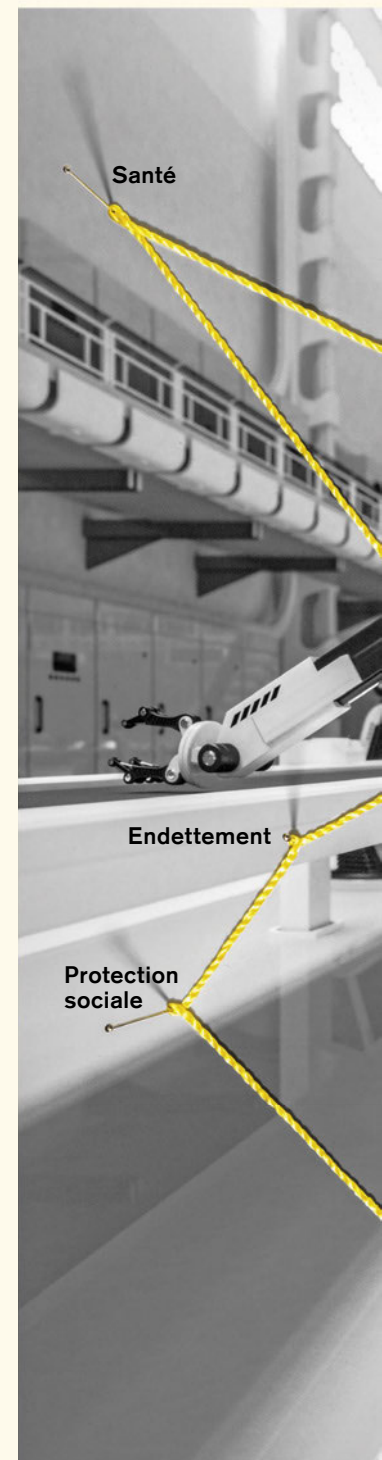
Migration et intégration

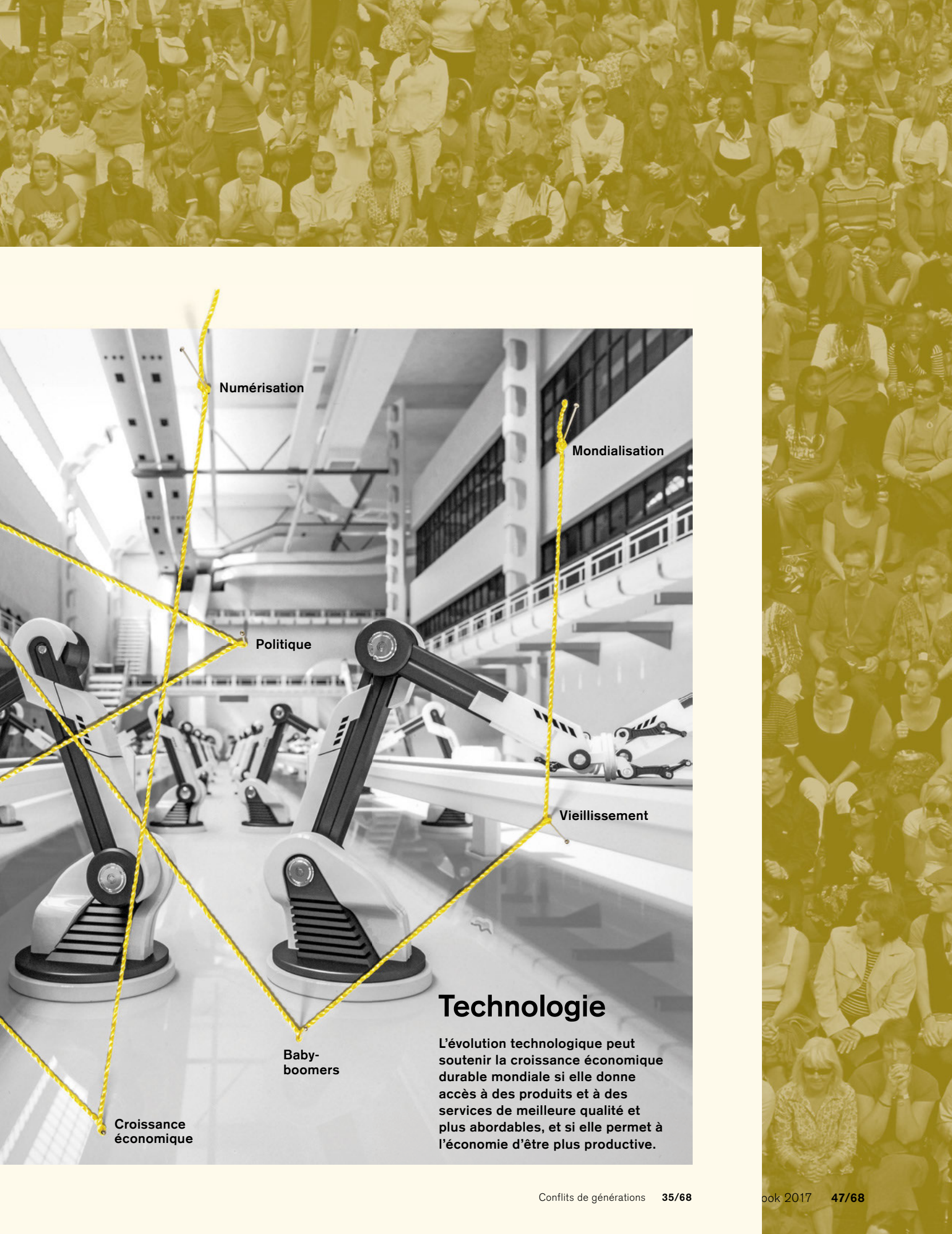
La tension entre migration et intégration tient actuellement un vrai rôle de vecteur de mécontentement et de populisme. Les mouvements migratoires ont augmenté en flèche ces dix dernières années. Entre 2000 et 2015, la population mondiale a augmenté de 17 %, mais le nombre de migrants a augmenté de 30 %. Parmi ces personnes, un grand nombre sont en âge de travailler, mais possèdent un niveau d'éducation faible qui pose d'énormes problèmes d'intégration aux pays hôtes. La barrière de la langue et les différences culturelles exacerbent leur difficulté à s'intégrer dans leur pays de destination.

Vieillesse et financement

L'une des plus grandes réalisations économiques et financières suivant la Seconde Guerre mondiale a été la mise en œuvre des systèmes de retraite, qui ont permis d'éradiquer la pauvreté parmi les personnes âgées. Nous sommes cependant parvenus à un point où les systèmes de retraite ne sont tout simplement

plus viables financièrement. Ainsi, on comptait 7 personnes actives pour un retraité en 2015, et ils ne seront plus que 3,5 en 2050. Certes, le vieillissement de la population est un signe de progrès considérable en matière de santé publique et la preuve que le monde est en paix. En effet, le nombre de conflits armés a considérablement baissé depuis la Seconde Guerre mondiale. Cependant, quelque 30 % des émissions mondiales d'emprunts d'État offrent un rendement négatif. La fonction publique comme les fonds de pension vont donc avoir de plus en plus de mal à honorer leurs obligations. Si les taux d'intérêt restent bas cinq années supplémentaires, les entreprises dont la structure des âges du personnel est défavorable (c'est-à-dire qui comptent un nombre trop faible d'employés actifs par rapport au nombre de retraités) pourraient faire faillite, à moins que les prestations de retraite ne diminuent ou que les charges sur les employés actifs n'augmentent. Si ce sont les charges qui augmentent, la population active risquerait de s'insurger de plus en plus vivement contre l'idée de payer pour ceux qu'ils considèrent comme des retraités fortunés. ►





Numérisation

Mondialisation

Politique

Vieillesse

Baby-boomers

Croissance économique

Technologie

L'évolution technologique peut soutenir la croissance économique durable mondiale si elle donne accès à des produits et à des services de meilleure qualité et plus abordables, et si elle permet à l'économie d'être plus productive.

Richesse et santé

Plus une économie croît et prospère, plus son empreinte écologique a tendance à augmenter. À titre d'exemple, le PIB mondial a augmenté de 13% entre 2008 et 2013, et la pollution atmosphérique urbaine mondiale a enregistré une hausse de 8% durant la même période.

« La distribution/redistribution de la richesse est le plus grand problème de notre époque. »

Michael Strobaek

Cette corrélation est particulièrement visible dans les économies émergentes comme la Chine et l'Indonésie, et a un coût mondial : l'Organisation mondiale de la santé estime que, en 2013, 5,5 millions de personnes sont mortes de maladies liées à la pollution atmosphérique et à la pollution de l'air à l'intérieur des habitations. Ces décès et d'autres morts prématurées représentent un coût de 5000 milliards de dollars américains pour l'économie mondiale. Autre polarisation planétaire, les pays riches sont confrontés au problème de l'obésité et aux problèmes de santé connexes comme le diabète, l'arthrite et les maladies coronaires, pour n'en citer que quelques-unes, tandis que les pays pauvres luttent toujours contre la malnutrition. La triste



Michael Strobaek Global CIO and Head of Investment Solutions & Products, Credit Suisse



Magnus Lindkvist TED speaker, Author, Speakersnet

vérité est que les pays riches gaspillent 1,3 milliard de tonnes de nourriture par an, quantité qui permettrait de nourrir 868 millions de personnes. Il va sans dire que ces contrastes marqués alimentent d'autant le mécontentement, la frustration et le conflit.

Homme et machine

La technologie est devenue partie intégrante de nos vies privées et professionnelles. Il est désormais difficile de concevoir de travailler sans ordinateurs ni logiciels, et les smartphones sont aujourd'hui omniprésents. En 2003, 500 millions d'appareils étaient connectés à Internet pour une population mondiale de 6,3 milliards d'êtres humains. D'ici 2020, 50 milliards d'appareils seront connectés à Internet pour une population mondiale de 7,6 milliards d'êtres humains. Pourtant, même si la technologie facilite notre vie et nous permet d'acquérir plus de connaissances et de communiquer plus efficacement, à l'instar de services comme WhatsApp, Instagram et Twitter, elle n'a pas empêché

« L'une des angoisses existentielles du monde financier est qu'il ne soit plus possible de monétiser efficacement les services que l'on considère comme essentiels. »

Magnus Lindkvist

la productivité du travail de baisser. L'inégalité de la diffusion de la technologie pose de vraies questions.

► Dans quelle mesure ces tensions se reflètent-elles dans les facteurs macroéconomiques ?

Oliver Adler, Head of Economic Research, Credit Suisse Il est probable que la croissance économique sera à peine plus forte en 2017 qu'en 2016. Outre les tendances démographiques sous-jacentes, la faiblesse des investissements réalisés par les entreprises devrait continuer à restreindre la croissance. Les grandes transformations technologiques en cours ne participent pas encore à la hausse de la productivité du travail au niveau macroéconomique. Cependant, avec le désendettement des ménages et les progrès considérables des banques dans les économies les plus avancées, le risque de récession induit par les difficultés financières a diminué. Pourtant, l'endettement important du secteur public limite fortement la marge de manœuvre des États. Le support de la politique monétaire reste donc indispensable, même s'il faut que les banques centrales abandonnent



Oliver Adler Head of Economic Research, Credit Suisse



Nannette Hechler-Fayd'herbe Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse

« Les polarisations vont croissant, ce qui nécessite d'intégrer des éléments de protection aux stratégies d'investissement. »

Nannette Hechler-Fayd'herbe

les méthodes mécaniques au profit d'outils plus souples.

John Woods, CIO Asia Pacific Investment Strategy, Credit Suisse

Les perspectives de l'Asie sont favorables, aidées, dans de nombreux pays, par des données démographiques positives. L'Inde, qui affiche une prime démographique élevée grâce à une population jeune et de plus en plus instruite, devrait enregistrer la plus forte croissance économique d'Asie en 2017. De plus, les perspectives de la Chine semblent également encourageantes, malgré une démographie faiblissante. L'un des points que les pays de la région Asie-Pacifique ont en commun est la difficulté, de manière générale, à licencier les travailleurs, ce qui explique le taux de chômage relativement bas dans nombre d'entre eux. Cette situation >

« Les grandes transformations technologiques en cours ne participent pas encore à la hausse de la productivité du travail au niveau macroéconomique. »

Oliver Adler



représente une opportunité pour ces marchés, en plus d'être favorable à la consommation, également portée par la technologie. Sur le plan des inconvénients, toutefois, le niveau de la dette des ménages a fortement augmenté, en particulier en Asie du Sud-Est. Ce redémarrage de la croissance porté par le crédit est assez typique mais doit être surveillé de près. En passant de 55% du PIB avant la crise financière de 2008 à 85% aujourd'hui, la dette des ménages présente un risque en cas de hausse des taux d'intérêt.

► **La polarisation politique pourrait-elle faire dérailler la croissance en Europe et aux États-Unis ?**

[Neville Hill](#), [Global Economics & Strategy](#), [Credit Suisse](#) Lorsqu'on envisage l'année 2017 du point de vue européen et britannique, les élections qui vont avoir lieu en France, en Allemagne et aux Pays-Bas présentent d'éventuels risques. En effet, la droite politique attire les électeurs désenchantés par la crise des migrants et l'austérité durable, mais aussi par les inégalités croissantes et le chômage persistant, en bref, par le bilan décevant de l'Union européenne en tant que projet économique.

En France, Marine Le Pen marque des points avec des arguments contre l'immigration, tandis que, en Allemagne, Angela Merkel est défiée par l'AfD (Alternative für Deutschland), parti eurosceptique et antimigrants. Même si ces élections peuvent toujours créer une surprise aussi étonnante que les résultats du référendum britannique sur le Brexit, les effets réels devraient rester bénins. Le processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE) est en cours, et Theresa May a indiqué que l'article 50 du Traité de Lisbonne sera déclenché d'ici la fin du mois de mars 2017, avant les élections présidentielles françaises. D'un point de vue européen, les Français seront un partenaire de négociation important dans les discussions sur ce retrait. On ne s'attend toutefois pas à ce que François Hollande, actuel président français, exerce un nouveau mandat. Un changement de président pourrait être profitable aux Britanniques, sauf surprise totale si Marine Le Pen remportait le deuxième tour des élections. Un tel résultat jetterait le doute sur l'engagement du peuple français dans le projet européen.

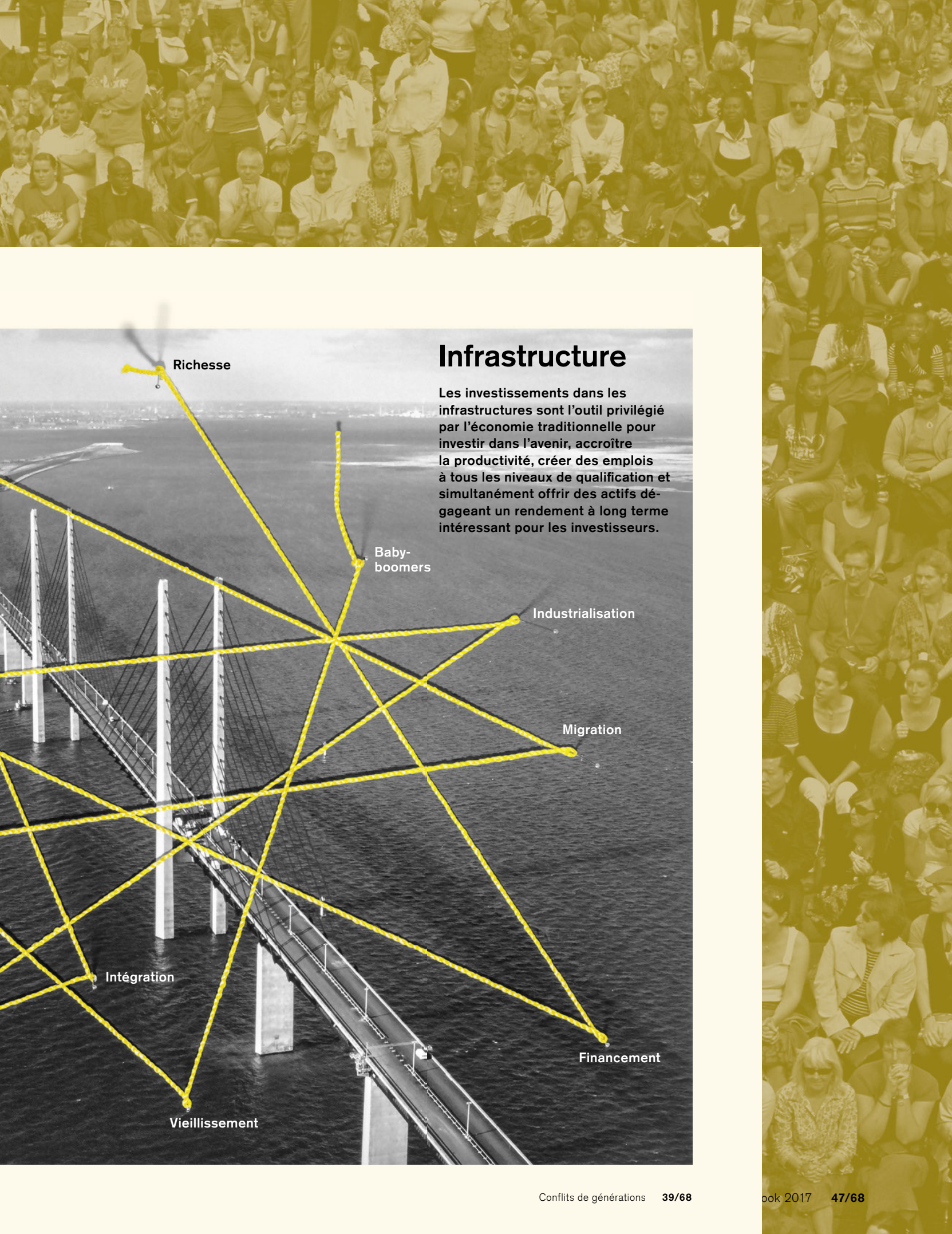
[Oliver Adler](#) L'expérience du référendum suisse limitant l'immigration de masse en vue de restreindre la mobilité de la >

Politique

Croissance économique

Financement

Régionalisation



Infrastructure

Les investissements dans les infrastructures sont l'outil privilégié par l'économie traditionnelle pour investir dans l'avenir, accroître la productivité, créer des emplois à tous les niveaux de qualification et simultanément offrir des actifs dégageant un rendement à long terme intéressant pour les investisseurs.

Richesse

Baby-boomers

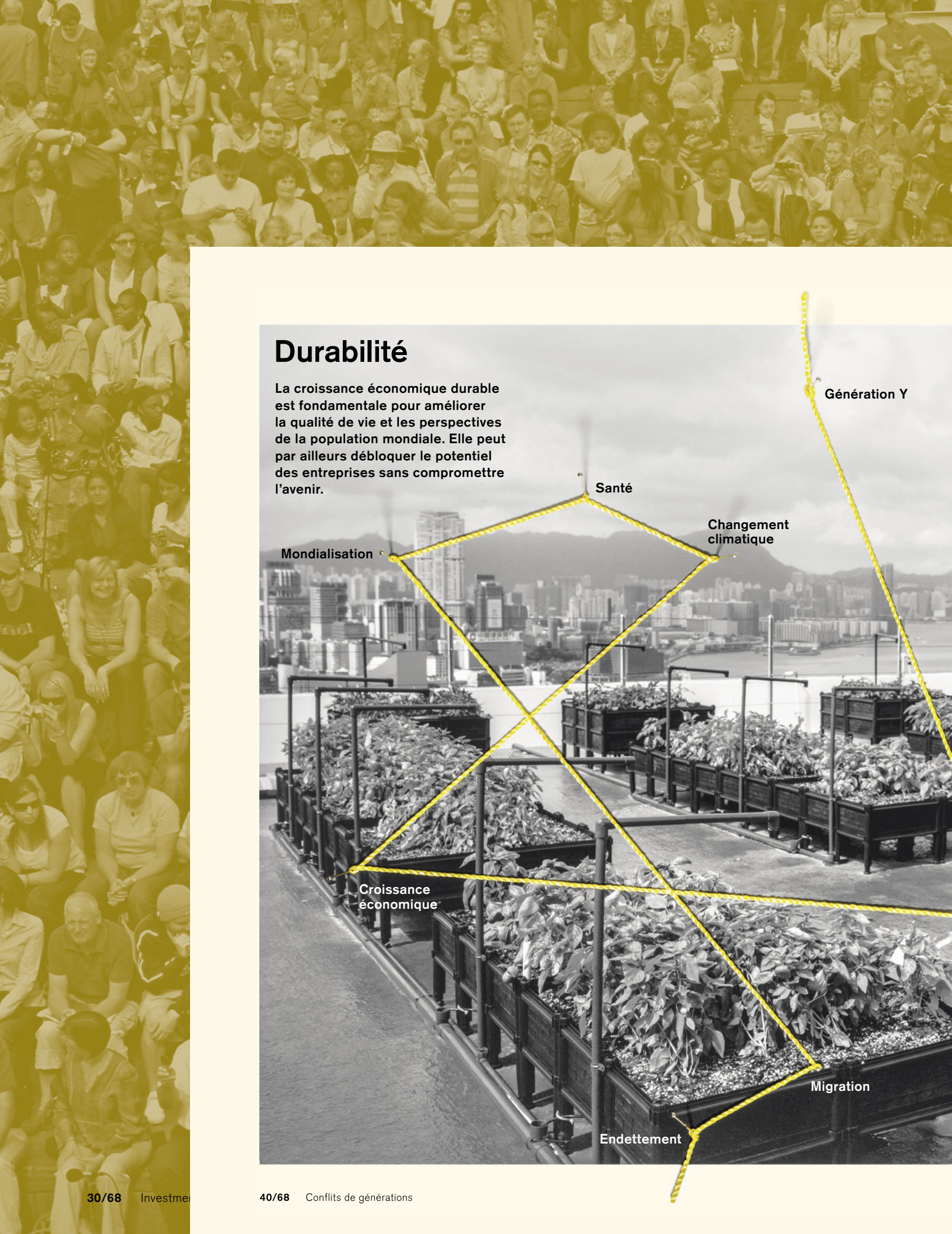
Industrialisation

Migration

Financement

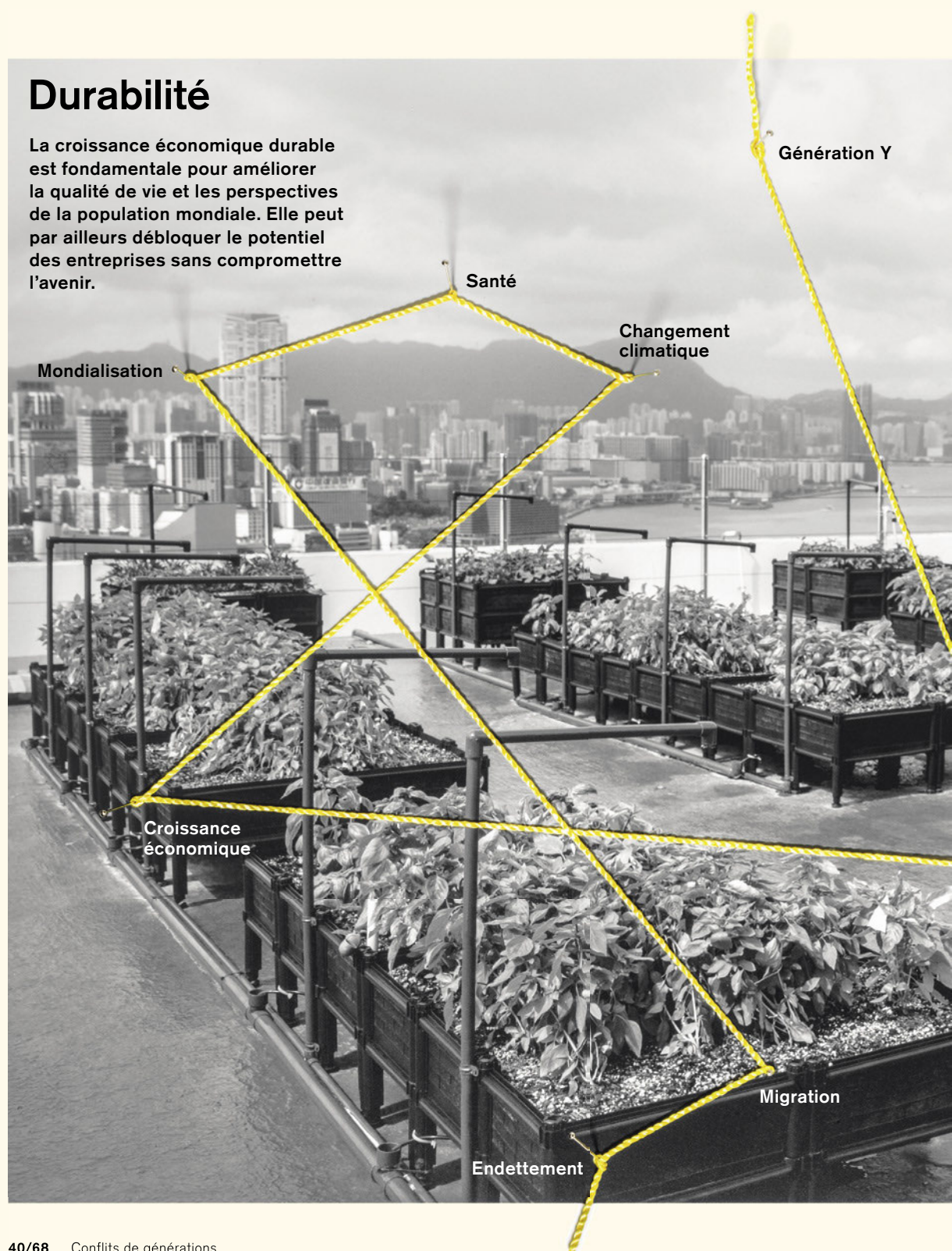
Intégration

Vieillesse



Durabilité

La croissance économique durable est fondamentale pour améliorer la qualité de vie et les perspectives de la population mondiale. Elle peut par ailleurs débloquer le potentiel des entreprises sans compromettre l'avenir.





Politique

main-d'œuvre entre l'UE et la Suisse a montré, également, que les votes radicaux finissent par être implémentés de manière beaucoup moins brutale que beaucoup ne le craignent. Le Parlement suisse devrait opter pour une version allégée et moins directe du contrôle de l'immigration en donnant une préférence limitée aux nationaux dans les cas où les taux de chômage sectoriel et régional sont élevés.

[Joseph G. Carson,](#)
[Global Economic Research,](#)
[AllianceBernstein](#)

Aux États-Unis, où les élections présidentielles et, à l'instar de l'Europe, les frustrations populaires et la polarisation de la société font les grands titres des quotidiens, l'économie se porte finalement plutôt bien. Portée par la hausse des salaires et la vigueur du marché du travail, la consommation résiste bien et se combinera efficacement avec de nouvelles dépenses publiques. Les espoirs de changements portés par une nouvelle administration devraient relancer la croissance. Les intentions des candidats à la Maison-Blanche d'accroître les dépenses d'investissement pourraient également réserver de bonnes surprises pour la croissance.

► **Les marchés financiers négligent-ils le risque d'un changement politique radical ?**

[Nannette Hechler-Fayd'herbe,](#)
[Global Head of Investment](#)
[Strategy, Credit Suisse](#)

Actuellement, les prix des actifs européens, qu'il s'agisse de titres de créance émis par les pays périphériques de la zone euro ou des marchés d'actions européens orientés vers l'exportation, n'intègrent pas le risque politique potentiel lié au soutien croissant que recueillent les partis politiques opposés à l'UE. Les élections à venir pourraient donc réserver des surprises et générer une forte volatilité sur les marchés financiers, mettant temporairement en péril les actifs risqués. Les corrélations entre les actifs risqués, tels les actions, les titres de créance et les matières premières, sont actuellement plus fortes que d'habitude. Il existe donc des risques de propagation considérables dans des segments importants des marchés financiers. Ces risques engendrent la nécessité d'inclure des actifs non corrélés aux portefeuilles, tels des hedge funds, et de profiter des périodes de faible volatilité pour protéger les portefeuilles (en acquérant des options de vente, par exemple).

>



Ulrich Keller, Alternative Funds Solutions, Credit Suisse

Il est vrai qu'investir dans des hedge funds triés sur le volet peut se révéler bénéfique si les risques mentionnés se concrétisent. Dans l'ensemble, les résultats des hedge funds ont déçu en 2016, mais leur sous-performance masque le fait que

« Dans de nombreux pays développés, la politique s'engage vers le populisme, alors que les marchés émergents désignent des gouvernements réformistes. »

Andrew Balls

certaines stratégies se sont relativement bien comportées (par exemple, valeur relative et stratégies tactiques). Il est donc important de distinguer les sources de (sous-)performance, car les facteurs qui ont pesé négativement sur les rendements ces derniers mois pourraient très bien devenir des facteurs de performance à l'avenir, par exemple les attentes à l'égard des taux et la performance des marchés d'actions. En fait, ces facteurs cycliques offrent une opportunité d'investissement. De façon plus générale, les hedge funds devraient rester une source de rendements non corrélés. Il est intéressant de constater que l'on trouve de plus en plus de gérants générateurs de valeur



Andrew Balls CIO Global Fixed Income, PIMCO

dans les petites sociétés d'investissement spécialisées, plus agiles, et en dehors des grands centres financiers, par exemple en Australie ou en Scandinavie. Les actifs illiquides sous la forme de capital-investissement et d'infrastructure présentent également de bonnes opportunités.

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Toute grande surprise politique irait de pair avec la décision des banques centrales de poursuivre une politique d'assouplissement monétaire active et d'aider à limiter l'instabilité des marchés. Avec des rendements réels bas, les pics de volatilité resteraient probablement temporaires, et le recul des actifs risqués pourrait bien en faire de bonnes occasions d'achat. Toutefois, le problème du rendement persisterait pendant une période prolongée. Il est donc de la responsabilité des conseillers en portefeuille d'orienter les investisseurs vers les sources de rendement des actifs traditionnels présentant un degré de risque acceptable, mais l'industrie doit également générer des sources de rendement synthétique au moyen de produits structurés par exemple.



Andrew Garthwaite Global Equity Strategist, Credit Suisse

► On a toujours associé le risque politique aux marchés émergents. Comment la situation de ces marchés se présente-t-elle dans ce nouveau contexte d'incertitude politique dans les pays développés ?

Andrew Balls, CIO Global Fixed Income, PIMCO Les marchés émergents ont retrouvé la confiance des investisseurs en 2016 et cela sera également le cas en 2017. Après avoir expié leurs « péchés » économiques antérieurs, un certain nombre de marchés émergents ont entrepris de grandes réformes de gouvernance et se sont ouverts aux entreprises. En outre, même si les mouvements politiques s'engagent vers le populisme et que l'extrême droite gagne du terrain dans de nombreux pays développés, des marchés émergents comme l'Argentine et le Pérou ont de leur côté élu des gouvernements plutôt orientés vers la réforme, tendance favorable à un bon climat d'investissement. Enfin, les marchés émergents bénéficient d'un contexte de tendances démographiques

« Les actions des marchés émergents pourraient se trouver dans un cycle de sur-performance de cinq ans. »

Andrew Garthwaite



Loris Centola Global Head of Research, Credit Suisse



Richard Kersley Global Thematic Research, Credit Suisse

« L'investissement thématique consiste à identifier les tendances au point d'investissement idéal, avant qu'elles se manifestent. »

Loris Centola

fondamentalement positives (à l'exception de la Chine), c'est-à-dire une population jeune, plus instruite, qui préfigure une continuité dans le développement de la consommation des marchés émergents. On trouve des possibilités d'investissement intéressantes dans les dettes émergentes en devises locales ou en devises fortes. Ces titres jouent un rôle d'autant plus important que les rendements des obligations généralistes mondiales demeurent peu attrayants.

Richard Kersley, Global Thematic Research, Credit Suisse

Les rangs de la classe moyenne s'étoffent dans les pays émergents, et les schémas de consommation qui accompagnent cette évolution changent. Ces thèmes restent parmi les plus intéressants en matière d'investissement dans les actions mondiales. Lorsque nous recherchons des opportunités d'investissement spécifiques, nous nous intéressons aux schémas de dépenses des jeunes consommateurs, dont le pouvoir d'achat est élevé, en Chine particulièrement. Le « mode de vie » est une variable prépon- >



dérante des tendances de dépenses de la génération Y, qui aime les voyages, la santé et le sport. De la même manière, il est important de comprendre comment se comportent les jeunes consommateurs et à quoi ils consacrent leur argent. Le commerce électronique et la connectivité continuent à présenter des opportunités d'investissement intéressantes.

« Le « mode de vie » est une variable prépondérante des tendances de dépenses de la génération Y, qui aime les voyages, la santé et le sport. »

Richard Kersley

Andrew Garthwaite, Global Equity Strategist, Credit Suisse

Les actions des marchés émergents pourraient se trouver dans un cycle de sur-performance de cinq ans. La hausse des salaires est désormais inférieure à celle de la productivité, ce qui induit une augmentation des marges et de la rentabilité des fonds propres. Les bénéfices affichent une dynamique positive ; mieux encore, d'après nos modèles, les devises des marchés émergents, à l'exception du yuan, semblent dans l'ensemble sous-évaluées d'environ 30%. De plus, les marchés émergents disposent d'une plus grande souplesse que les marchés développés en matière de

politique monétaire et budgétaire. Les coefficients de capitalisation des résultats après ajustements sectoriels affichant une décote de 15% par rapport à ceux des marchés développés, les valorisations ne constituent pas une contrainte. Il est toutefois indispensable de faire preuve de sélectivité. Nous visons la Corée, la Chine et l'Inde, et privilégions les bénéficiaires d'une chute des rendements souverains sur les marchés émergents, comme les financières.

► Quels sont les nouveaux thèmes d'investissement intéressants et les avantages de l'investissement thématique ?

Loris Centola, Global Head of Research, Credit Suisse

Les thèmes constituent une excellente manière d'intégrer des idées ou des composantes non corrélées à un portefeuille, autrement dit, de dénicher des idées lucratives lorsque plus rien ne fonctionne. Il faut cependant identifier ces tendances suffisamment tôt et en faire des propositions d'investissement concrètes.

Magnus Lindkvist, TED speaker, Author, Speakersnet Il existe deux modèles de sociétés. Celles qui concurrencent leurs homologues et celles qui innovent. Les investisseurs doivent établir cette distinction. Le vrai progrès vient du second modèle, mais l'innovation ne peut pas toujours être monétisée. Par exemple, toutes les tentatives de monétiser les services Twitter ont échoué.

Stuart O'Gorman, Director and Head of Global Technology Equities, Henderson Si elle

permet de créer de nouveaux marchés passionnants, la technologie est un processus de destruction créative. Le secteur de la technologie usurpe très rapidement des pans entiers de l'économie traditionnelle, et la liste des secteurs de l'économie traditionnelle en danger ne cesse de s'allonger. Internet a déjà sévèrement grignoté le secteur de la presse et des journaux, et est en train d'en faire autant avec l'industrie télévisuelle.

Richard Kersley La question de la concurrence est très présente dans d'autres secteurs, concurrencés par la Chine par exemple. La Chine est un marché de destination très intéressant pour les entreprises des pays développés, qui commencent à être concurrencées par les sociétés



chinoises, lesquelles gravissent peu à peu les échelons de la valeur ajoutée. Pendant un temps, les sociétés chinoises ont exercé une influence très perturbante sur les marchés des matières premières. Aujourd'hui, le niveau élevé des capacités de recherche et développement, le soutien public aux producteurs locaux et le transfert de savoir-faire permettent aux entreprises chinoises de satisfaire une part plus importante de la demande intérieure et d'exporter leurs capacités à un niveau de prix inférieur. La politique industrielle chinoise « Made in China 2025 » indique que cette tendance devrait se maintenir.

Loris Centola Au fil du temps, la durabilité attirera un nombre croissant d'investisseurs, en tant que thème d'investissement mais aussi comme une manière d'affirmer ses convictions. La durabilité porte sur l'environnement, les questions sociales et la gouvernance d'entreprise, mais inclut aussi de plus en plus la question du financement des régimes de retraite. Ainsi, nous pensons que les entreprises dont les fonds de pension sont sous-financés présentent un risque pour les investisseurs. Les investisseurs ont tout intérêt à éviter les sociétés dont les fonds de pension présentent des anomalies irrésolues, pour les inciter

à renouer avec la durabilité et la stabilité.

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Concernant les investissements visant à éperonner la productivité, nous sommes favorables aux investissements dans les infrastructures, outil privilégié par l'économie traditionnelle pour investir dans l'avenir, accroître la productivité, créer des emplois à tous les niveaux de qualification et simultanément offrir des actifs dégagant un rendement à long terme intéressant pour les investisseurs. La priorité majeure de l'industrie dans les années à venir devrait être de faciliter l'accès à cette classe d'actifs et d'améliorer les profils de risque associés pour attirer les particuliers comme les institutionnels. ■

La période est aux investissements affirmatifs

À l'instar de n'importe quel citoyen, les investisseurs exercent une influence à travers leurs décisions d'investissement. La confiance (ou le manque de confiance) que les citoyens accordent aux différents États, secteurs ou entreprises déterminera la rentabilité des actifs. Au Credit Suisse, nous sommes donc convaincus que les investisseurs ont un rôle important à jouer. Choisir d'investir activement dans des actifs et des produits peut permettre d'atténuer certains problèmes abordés durant notre conférence. Le fait d'éviter les actifs d'entreprises ou de secteurs qui sont la source de ces problèmes ou qui les aggravent devrait permettre à l'économie et à la société de prendre la bonne direction, par un jeu de pression ascendante. En tant que banque, nous pouvons également contribuer à ce mouvement, par l'analyse, en facilitant l'accès aux investissements et en apportant des éléments de réponse aux défis contemporains.

Conférence sur l'investissement Conflits de générations

Les participants à la conférence interne sur l'investissement organisée à Zurich le 27 septembre 2016 ont débattu des sujets suivants : les effets des tensions et des polarisations croissantes sur les perspectives économiques et d'investissement, les points à prendre en considération par les investisseurs et les moyens d'influence à leur disposition, notamment en investissant dans des actifs et des produits qui contribuent à atténuer certains problèmes.

Panélistes

- *Michael Strobaek*, Global CIO and Head of Investment Solutions & Products, Credit Suisse
- *Oliver Adler*, Head of Economic Research, Credit Suisse
- *Neville Hill*, Global Economics & Strategy, Credit Suisse
- *Joseph G. Carson*, Global Economic Research, AllianceBernstein
- *John Woods*, CIO Asia Pacific Investment Strategy, Credit Suisse
- *Nannette Hechler-Fayd'herbe*, Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse
- *Andrew Garthwaite*, Global Equity Strategist, Credit Suisse
- *Andrew Balls*, CIO Global Fixed Income, PIMCO
- *Ulrich Keller*, Alternative Funds Solutions, Credit Suisse
- *Loris Centola*, Global Head of Research, Credit Suisse
- *Richard Kersley*, Global Thematic Research, Credit Suisse
- *Stuart O'Gorman*, Director and Head of Global Technology Equities, Henderson
- *Magnus Lindkvist*, TED speaker, Author, Speakersnet
- *Bob Parker*, Strategic Advisor, Investment Strategy, Credit Suisse

Rédaction

Nannette Hechler-Fayd'herbe, Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse

Sources des données :
Organisation des Nations Unies, Rapport du Credit Suisse sur la richesse mondiale, Analyse McKinsey Global Institute, IBM, Forbes, Cisco IBSG, Organisation mondiale de la santé, Banque mondiale, Credit Suisse

Sources des illustrations :
Mathias Hofstetter (cover, p. 35, 39, 40), Thomas Eugster (p. 33, 36, 37, 42, 43); 3alex, gettyimages (p. 35), Øresundsbron, Pierre Mens (p. 39); Bloomberg, gettyimages (p. 40)



Informations

Pour obtenir des informations sur la conférence, veuillez visiter le site Internet.credit-suisse.com/investmentoutlook





« Les actions ont deux rôles au sein d'un portefeuille : elles sont à la fois une source de rendement complémentaire via les dividendes versés et une source potentielle de plus-value. »

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Nannette Hechler-Fayd'herbe, Global Head of Investment Strategy

Poursuite de la répression financière

Les investisseurs se demandent si la belle performance de ces dernières années ne va pas prendre fin en 2017. Étant donné le calendrier politique chargé et le contexte sociopolitique tendu qui prévaut dans les pays occidentaux, les événements susceptibles de secouer les marchés ne devraient pas manquer. Les banques centrales devraient maintenir des politiques monétaires qui neutralisent le risque de marché. L'expérience montre que dans de telles conditions, les corrections ponctuelles que subit le marché offrent l'occasion de procéder à des investissements sélectifs.

En 2017, le principal défi pour les investisseurs sera de dégager du rendement tout en prenant des risques raisonnables. Les spreads des obligations investment grade sont relativement faibles au regard de l'endettement que les entreprises bien notées sur le crédit ont accumulé ces dernières années. Les spreads des obligations d'entreprises pourraient s'élargir un peu l'an prochain. Notre préférence serait donc de réinvestir les obligations arrivées à échéance dans des obligations financières. Les obligations financières subordonnées européennes devraient, selon nous, avoir le plus à gagner du renforcement des fonds propres des banques et de l'assouplissement des conditions monétaires.

Obligations : opportunités sélectives sur la dette des marchés émergents

Les obligations libellées en devises fortes des marchés émergents (ME) pourraient également constituer une bonne source de rendement et de diversification. Toutefois, après la forte hausse enregistrée en 2016, il est indispensable de faire preuve de sélectivité, au niveau des pays et des secteurs. À cet égard, les obligations argentines, brésiliennes et indonésiennes ainsi que certaines obligations bancaires des marchés émergents sont parmi nos titres favoris. Les investisseurs tolérants au risque de change peuvent également miser sur les obligations des marchés émergents libellées en devises locales qui offrent des rendements de plus de 6%. Le Brésil est l'un de nos marchés préférés – le réal nous semble solide et le portage est très attractif. C'est en Colombie que les chances de baisse des rendements locaux et, partant, d'augmentation des prix des

obligations, sont les plus fortes. Face à la faiblesse des rendements, les gestionnaires obligataires ont adopté des stratégies de rendement absolu. Les valorisations des obligations longues en monnaie locale des marchés émergents étant désormais mitigées, notre approche en matière de gestion du risque de taux d'intérêt sera sélective et opportuniste.

Actions : actions suisses, secteur de la santé et de la technologie

Pour ce qui est de l'amélioration du rendement du portefeuille, c'est le secteur des télécommunications et, dans une moindre mesure, celui des services aux collectivités qui offrent les perspectives les plus intéressantes du côté des actions. Le potentiel d'augmentation du capital des entreprises de ces secteurs est certes limité, mais la régularité de leurs cash-flows rend leur rendement du dividende, de 5% et 4% respectivement, particulièrement attractif. Pour ce qui est des plus-values potentielles, le moment où l'investissement est réalisé est particulièrement important pour les rendements totaux. L'un des moyens de contrer cet effet (favorable ou défavorable) de calendrier est de mettre l'accent sur les thèmes et les régions de forte conviction dès le début de l'année et de saisir ensuite les opportunités à mesure qu'elles se présentent. Au niveau sectoriel, notre conviction la plus forte porte sur les secteurs de la santé et de la technologie. Le secteur de la santé présente des fondamentaux particulièrement solides. De plus, vu l'importante prime de risque accumulée avant les élections américaines, le secteur pourrait regagner du terrain en 2017. Quant au secteur technologique, certains de ses segments comme la sécurité informatique, la robotique et la réalité virtuelle sont toujours en croissance. Au niveau des régions, nous apprécions le marché suisse pour ses qualités défensives et son exposition sectorielle. Pour leur part, les actions des marchés émergents ont un potentiel de rattrapage par rapport à leurs homologues des marchés développés. Elles font donc partie intégrante de notre portefeuille diversifié d'actions. Toutefois, nous ne les surpondérerons pas après les résultats des élections américaines. En Europe, le risque de sous-performance persiste.

Résistance des marchés immobiliers

L'immobilier commercial reste soutenu par la bonne santé des finances des ménages, le bas niveau des taux d'intérêt et le risque limité de récession. Nous sommes plutôt positifs sur cette classe d'actifs. La dynamique devrait rester solide

>

aux États-Unis ainsi que dans la plupart des pays d'Europe continentale et au Japon. L'activité de location se maintient dans ces régions, mais elle s'essouffle au Royaume-Uni et en Chine. Les rendements de l'immobilier britannique devraient être pénalisés par le vote en faveur du Brexit. Dans la région Asie-Pacifique, le ralentissement de la croissance chinoise freine le marché de la location et entraîne une augmentation des taux de vacance. Toutefois, les agglomérations japonaises et les villes australiennes axées sur les activités de services, comme

Sydney ou Melbourne, devraient échapper à cette tendance en raison du bas niveau des taux d'intérêt et de la robustesse du marché du travail. Par ailleurs, en Asie Pacifique, les marchés de l'immobilier résidentiel sont soutenus par des taux de croissance absolue du PIB relativement élevés. Même en Suisse où l'offre excédentaire pèse de plus en plus sur les résultats opérationnels, les rendements totaux devraient résister, les prix étant dopés par des intérêts faibles et une forte demande des investisseurs.

Tab. 1 **Encore une belle performance en 2017 ?**

Les accès de volatilité sur les marchés financiers sont sources de risques temporaires, mais aussi d'opportunités

Sources : Bloomberg. Dernier point des données : 09.11.2016

Actions*

	Clôture au 9 novembre 2016	Prévisions pour fin 2017
S&P 500	2 163	2 230
EuroStoxx 50	3 056	3 175
SMI	7 898	8 320
FTSE 100	6 912	7 000
TOPIX	1 376	1 430
MSCI Emerging Markets	10 1518	108 000

Rendements obligataires

	Clôture au 9 novembre 2016	Prévisions pour fin 2017
Bons du Trésor américain à 10 ans	2,04%	2,40%
Bunds allemands à 10 ans	0,22%	0,40%
Eidgenossen suisses à 10 ans	-0,35%	-0,10%

Spreads de crédit

	Clôture au 9 novembre 2016	Prévisions pour fin 2017
Investment grade**	130	150
Haut rendement**	470	550
Obligations Marchés émergents en devises fortes***	333	360

Devises & matières premières

	Clôture au 9 novembre 2016	Prévisions pour fin 2017
EUR/USD	1.0910	1.05
USD/CHF	0.9844	1.04
USD/JPY	105.67	96.00
GBP/USD	1.2406	1.23
Gold (USD/once)	1 276	1 250
WTI Pétrole (USD/baril)	45.27	55.00

* Tous les indices d'actions sont des indices de cours à l'exception du MSCI Emerging Markets qui inclut aussi les dividendes. Cours de clôture du TOPIX au 10 novembre

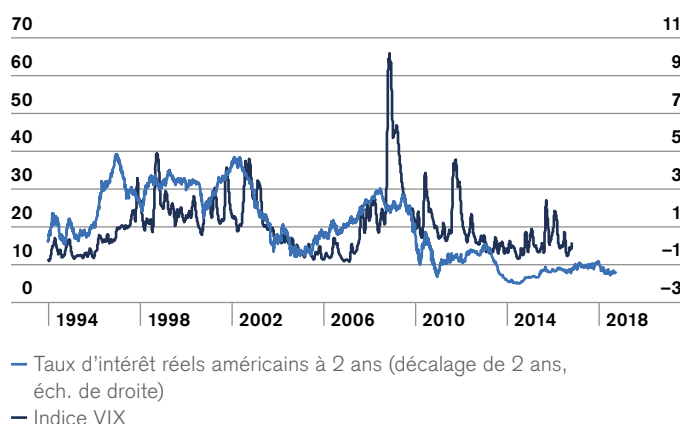
** Indices Barclays Global Agg Corporate et Global High Yield

*** JP Morgan EMBIG Div. (Indice titres souverains)

Graphique 1 **Taux d'intérêt réels et volatilité appelés à rester faibles sous l'effet de la répression financière**

VIX et taux réels américains à 2 ans avec un décalage de 2 ans (en %).

Source: Bloomberg. Dernier point des données : 04.11.2016



Graphique 2 **Potentiel de rattrapage pour les marchés émergents**

MSCI AC World et MSCI EM, indice = 100 en 2010.

Sources : Datastream, Credit Suisse. Dernier point des données : 04.11.2016



Rééquilibrage laborieux pour les matières premières

Les matières premières poursuivent leur processus de rééquilibrage, mais les progrès sont inégaux et les stocks restent pléthoriques. La situation devrait néanmoins s'améliorer dans la deuxième moitié de 2017. Notre préférence va au secteur des matières premières énergétiques, où la diminution des investissements a déjà permis un net ralentissement de la dynamique de production tandis que la demande reste relativement solide. Les stocks commençant à renouer avec des niveaux normaux, le prix du pétrole pourrait remonter vers les 55 dollars. Pour les métaux industriels, l'ajustement est plus laborieux et son succès dépendra de la discipline dont feront preuve ou non les producteurs et de la volonté de relance de la Chine. Quant à l'or, il passe pour un bon moyen de diversifier les portefeuilles du fait de sa faible corrélation avec les principales classes d'actifs. La légère hausse des taux d'intérêt réels et l'appréciation du dollar américain devraient néanmoins jouer contre le métal jaune.

Rendements modestes pour les hedge funds ; croissance du capital-investissement (private equity)

Depuis la crise financière, les hedge funds privilégient les transactions moins risquées et plus liquides. Si ce changement d'attitude a pesé sur leur potentiel de performance, il les a aussi rendus nettement moins volatils. En 2017, les hedge funds devraient dégager des rendements modestes à un chiffre dans un contexte de faible volatilité et de croissance modérée, mais robuste. Par ailleurs, des événements liés par exemple aux négociations du Brexit ou à un changement de politique monétaire pourraient offrir de belles occasions aux gestionnaires. Contrairement aux hedge funds, le capital-investissement continue à enregistrer une croissance rapide. La classe d'actifs est liée à la performance des actions cotées, mais elle se caractérise surtout par une absence de liquidités, les fonds étant généralement fermés pendant dix ans. En contrepartie, les investisseurs bénéficient d'une prime d'illiquidité substantielle. Le secteur a en partie recours à l'endettement pour financer ses opérations. L'environnement actuel de faibles taux d'intérêt lui est donc particulièrement favorable. Il bénéficie également de l'évolution actuelle des restructurations d'entreprises. Le capital-investissement devrait donc offrir des rendements intéressants aux investisseurs prêts à accepter l'illiquidité inhérente à ce type de placements et les risques liés à l'endettement.

Devises : lente appréciation du dollar

Constatée en 2016, la faible performance du dollar américain par rapport aux autres grandes devises ne devrait pas se répéter. Si la Réserve fédérale américaine (Fed) continue à resserrer prudemment sa politique monétaire, le billet vert pourrait toucher un plancher et entamer une phase haussière. Étant donné le niveau attrayant des rendements américains, les investisseurs en

euros et en yens pourraient accroître leur exposition aux actifs non couverts en dollars à mesure que ce processus se poursuit et que le billet vert est au plus bas. Pour les investisseurs en francs suisses, la bonne santé de l'économie helvétique pourrait se traduire par une diminution des interventions de la Banque nationale suisse et, éventuellement, une augmentation des risques. Parmi les devises des pays développés, notre préférée est la couronne norvégienne. Pour les monnaies des marchés émergents, nous nous attendons à une performance mitigée. Ainsi, si le resserrement de la politique de la Fed devrait affecter la région Asie-Pacifique, il ne devrait en revanche guère avoir d'impact sur les devises d'Europe, du Moyen-Orient, d'Afrique ou d'Amérique latine, dans la mesure où les rendements y sont plus élevés et les valorisations toujours relativement attrayantes. Pour 2017, le rouble russe est notre devise préférée tandis que la livre turque est la monnaie sur laquelle nous sommes le moins positifs.

Les produits structurés peuvent combler les failles

Des risques événementiels pourraient certes provoquer des accès de volatilité, mais de courte durée. Il y a donc là des opportunités pour les instruments dérivés et les produits structurés. Les accès de volatilité peuvent en effet être l'occasion de vendre la volatilité de manière à générer un rendement synthétique. Dans les périodes plus calmes, il est possible d'acheter des options (call) pour s'exposer aux marchés tout en limitant les risques baissiers. Par ailleurs, nous continuons à croire aux stratégies de dérivés jouant la courbe des prix à terme du pétrole pour dégager des rendements synthétiques de l'ordre de 6% grâce à des produits structurés. ■

Conclusions pour les investisseurs

- L'année à venir risque de connaître de nouveaux accès de volatilité, alimentés par les événements politiques, mais les banques centrales devraient continuer à neutraliser le risque de marché et les corrections du marché sont sources d'opportunités.
- Les obligations financières et celles des marchés émergents nous paraissent être les meilleures sources de rendement, mais la sélection des émetteurs reste primordiale.
- Le secteur de la santé et de la technologie offrent les meilleures perspectives au sein des actions. Private equity peut offrir des rendements attractifs pour les investisseurs qui peuvent tolérer l'illiquidité.

Georg Stillhart, Asset Allocation Advisory/Investment Strategy



A la base d'un portefeuille prometteur

La détermination de la composition d'un portefeuille d'actifs est la première étape essentielle pour la réussite d'un placement. En effet, plus de 80% du rendement et du risque d'un portefeuille dépendent de la politique d'investissement, ou allocation stratégique des actifs, ainsi choisie. Les décisions tactiques de plus court terme et la sélection des instruments de placement jouent également un rôle important, mais elles n'interviennent qu'après la définition de la structure fondamentale du portefeuille.

Les dernières années, la baisse continue des taux d'intérêt s'est traduite par des gains substantiels sur la plupart des marchés obligataires des pays développés. Cette baisse a conduit à l'environnement de marché actuel, caractérisé par des taux historiquement bas, voire négatifs. En l'absence de crise économique majeure ou de déflation, toutes deux fort improbables dans l'année à venir, les rendements des obligations traditionnelles de premier ordre devraient rester très faibles. Dans ces conditions, les investisseurs sont contraints de chercher d'autres sources de rendement. Ceci est difficile, car les interventions des banques centrales de ces dernières années ont affecté non seulement les rendements et les prix des obligations, mais aussi ceux d'autres classes d'actifs, ainsi que la relation entre ces dernières (corrélation plus forte).

Perspectives pour les cinq prochaines années

Nos hypothèses sur les marchés des capitaux (Capital Market Assumptions, CMA), qui portent sur cinq années, représentent nos meilleures prévisions de rendements et de risques pour les principales classes d'actifs, constituant ainsi le socle pour la construction d'un solide portefeuille multi-actifs diversifié. Dans nos dernières CMA, l'une des hypothèses centrales est que les actions devraient continuer à surperformer les obligations. Les actions des marchés émergents devraient faire mieux que celles des pays développés, cela en raison de marges plus élevées et de valorisations plus attrayantes. Au sein des obligations, les perspectives de rendement restent meilleures pour les obligations à plus faible notation, la dette des marchés émergents et les obligations convertibles. Les hedge funds devraient consti-

tuer de précieux moyens de diversification tandis que le capital-investissement apparaît comme une source alternative intéressante de rendements ajustés du risque.

Étant donné les anticipations en matière de risques et de rendements, nous continuons à privilégier les obligations d'entreprises, la dette des marchés émergents et les titres à haut rendement dans le cadre de l'allocation obligataire. Nous ne pensons pas pour autant qu'il faille écarter complètement les emprunts d'État des principaux pays. Ils permettent en effet de stabiliser les portefeuilles en cas de survenance d'événements porteurs de risque. Ces emprunts représentent donc environ 22% de l'ensemble de notre allocation obligataire. Les investisseurs dont les portefeuilles sont constitués essentiellement d'obligations du fait d'une propension limitée au risque ou pour une question de préférence personnelle doivent, selon nous, diversifier leur portefeuille en y incluant une bonne dose d'obligations convertibles et d'obligations indexées sur l'inflation.

Investir sur les marchés internationaux d'actions

Privilégier le marché domestique est une attitude classique et parfaitement compréhensible des investisseurs. Les actifs nationaux constituent donc une composante clé de tous les portefeuilles. Toutefois, investir exclusivement ou essentiellement sur le marché domestique peut se traduire par un biais sectoriel indésirable au sein du portefeuille. De plus, le portefeuille peut se retrouver trop exposé à un cycle monétaire ou économique donné. À l'inverse, investir à l'échelle internationale permet de réduire l'exposition à un risque d'un pays spécifique tout en élargissant la gamme des opportunités. La preuve en a de nouveau été apportée en 2016, et nos prévisions pour les rendements des actions dans les années à venir continuent à suggérer qu'investir sur les marchés internationaux des actions permet de bénéficier des avantages de la diversification. L'introduction d'actions des marchés émergents (ME) dans les portefeuilles devrait s'avérer judicieuse en 2017 et au-delà. De fait, les actions des ME représentent environ 15% de notre allocation globale d'actifs.

Les investissements alternatifs, une composante clé

Les investissements alternatifs s'imposent de plus en plus comme une composante essentielle des portefeuilles diversifiés, en particulier dans l'environnement actuel de faiblesse persistante des taux d'intérêt et des rendements. Au Credit Suisse,

nous avons toujours eu largement recours à cette classe d'actifs pour diversifier nos portefeuilles, qu'ils soient gérés dans le cadre de mandats discrétionnaires ou de conseil. Les investissements alternatifs représentent généralement 17,5% d'un portefeuille équilibré. Si notre allocation aux produits alternatifs est supérieure à celle des autres gestionnaires de patrimoine, elle est globalement conforme à celle des fonds de pension à travers le monde. Elle est en revanche nettement inférieure à celle des investisseurs plus spécialisés positionnés dans une perspective de très long terme, comme les fonds de dotation ou les family offices. L'univers des investissements alternatifs recouvre une vaste gamme d'instruments très différents, parmi lesquels l'immobilier, les matières premières et le capital-investissement. Ces investissements réagissent généralement à des facteurs différents de ceux qui tirent les actifs traditionnels tels que les obligations et les actions. Par ailleurs, ils offrent une protection dans les périodes d'augmentation de l'inflation et, à l'inverse, profitent de la baisse des rendements lors des périodes de recul de l'inflation. Ils sont donc particulièrement intéressants à des fins de diversification, de stabilisation et d'optimisation des portefeuilles. Nous continuons à inclure systématiquement des hedge funds (10% d'un portefeuille équilibré), des matières premières (5%) et des actifs immobiliers (2,5%) dans nos portefeuilles.

Au cours de la dernière décennie, le capital-investissement s'est progressivement imposé auprès des investisseurs. Le montant des actifs sous gestion relevant du capital-investissement a plus que triplé entre 2005 et 2015, passant de 1200 milliards à 4200 milliards USD. Même si le capital-investissement est réservé aux investisseurs qualifiés en raison de la faible liquidité et du prix élevé du ticket d'entrée qui le caractérisent, notre analyse montre que son apport est souvent intéressant dans le cadre d'un portefeuille contenant déjà des produits alternatifs dans la mesure où il donne accès à d'autres sources de rendement à long terme. Le capital-investissement se caractérise par une très grande illiquidité, généralement compensée par une belle surperformance à long terme. Le capital-investissement est exclu des principaux portefeuilles discrétionnaires du Credit Suisse, l'illiquidité inhérente à la classe d'actifs la rendant inappropriée pour des portefeuilles qui se veulent liquides. En revanche, dans les portefeuilles sous mandat de conseil des investisseurs qualifiés à long terme, 5% des fonds sont alloués au capital-investissement dans le cadre de notre allocation d'actifs recommandée pour les portefeuilles d'un montant supérieur à 5 millions de francs suisses (ou de USD).

Le niveau de risque de change est-il adéquat ?

Sans couverture de change, investir à l'échelle internationale s'accompagne généralement de risques de change. Certains investisseurs estiment que le risque de change doit être complète-

ment neutralisé puisqu'il ne donne lieu à aucune rémunération sur le long terme. Le problème est que la couverture des risques de change est devenue plus chère pour les investisseurs basés en monnaies de pays dont les banques centrales ont adopté des taux négatifs. Et si la Réserve fédérale américaine (Fed) s'engage dans une normalisation progressive de ses taux d'intérêt, ces coûts pourraient encore augmenter. Il convient donc d'évaluer les risques de change acceptables à l'aune des rendements espérés compte tenu des coûts. Au Credit Suisse, nous couvrons le risque de change lorsque ce dernier se traduit par un risque accru pour une classe d'actifs. Nous estimons ainsi que les placements obligataires doivent systématiquement faire l'objet d'une couverture du risque de change, car celui-ci augmente nettement le risque pour cette classe d'actifs. Il en est de même pour l'immobilier et les hedge funds. Pour les actions la diversification sur le plan international nous semble suffisante pour contrebalancer le risque de change. Par conséquent, nous ne procédons pas systématiquement à une couverture de ce risque. Quant aux matières premières, elles ne font l'objet d'aucune couverture contre le risque de change dans les portefeuilles non libellés en USD. En effet, cette couverture ne ferait qu'accroître le risque pour de nombreux investissements dans les matières premières. ■

Conclusions pour les investisseurs

- Au sein des portefeuilles obligataires, il convient d'assurer un bon équilibre entre les obligations d'entreprises, la dette des pays émergents et les titres à haut rendement, une part d'obligations convertibles pouvant également s'avérer pertinente.
- Les portefeuilles d'actions doivent être diversifiés sur le plan international, avec notamment une exposition suffisante aux actions des marchés émergents.
- Les investissements alternatifs s'imposent de plus en plus comme un moyen de diversification, de stabilisation et d'optimisation des portefeuilles multi-actifs.

Christine Schmid, Global Equity and Credit Research



Le pouvoir d'innovation au centre de l'attention

Notre scénario central pour 2017 repose sur la poursuite de la convalescence de l'économie mondiale, soit une croissance faible mais tenace sur fond de répression financière. Des accès de volatilité sont possibles et devront être considérés comme l'occasion d'acheter des titres dans nos secteurs favoris. Quel que soit le secteur, les facteurs clés de réussite dans ce contexte de faible croissance seront la capacité à améliorer la productivité, l'aptitude à saisir les chances offertes par l'innovation et la solidité de la trésorerie.

La croissance mondiale demeurant modeste, les entreprises exposées à une forte croissance structurelle, capables de générer une telle croissance ou de réaliser des économies de coûts, devraient bénéficier de primes de valorisation. L'un de nos thèmes centraux au niveau sectoriel est donc la capacité à réduire les coûts et à se désendetter. Les entreprises présentant une trésorerie confortable et peu endettées sont particulièrement bien positionnées. Par ailleurs, comme les entreprises disposent encore d'importantes liquidités, de nouvelles fusions et acquisitions sont possibles, d'autant que les coûts de financement sont faibles. La capacité d'innovation de chaque secteur sera également primordiale ces prochaines années.

Notre opinion sur les différents secteurs

- *Nécessité d'un rebond de la consommation dans les pays émergents pour les biens de consommation* : les bénéfices à long terme du secteur des biens de consommation dépendent du rétablissement complet de la consommation des classes moyennes des marchés émergents (ME) et de la croissance réelle dans les pays développés. Les producteurs européens devraient profiter de la dépréciation de l'euro face au dollar américain. Par ailleurs, la plupart des entreprises doivent relever le défi du numérique et des contraintes réglementaires qui imposent des investissements supplémentaires.

- *Secteur de l'énergie : baisse des structures de coûts et stabilisation des prix du pétrole* : la stabilisation des prix du pétrole et l'amélioration des structures de coûts devraient entraîner une légère augmentation des bénéfices dans le secteur de

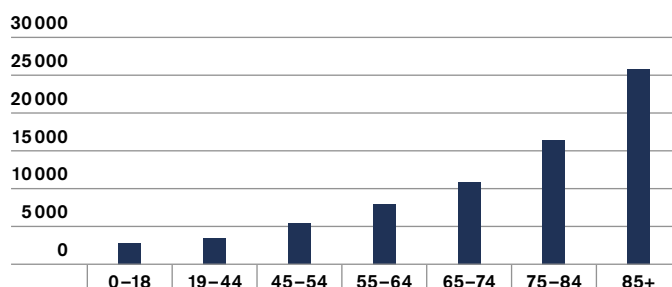
l'énergie. Les défaillances et la baisse des investissements dans le gaz de schiste aux États-Unis ont permis de réduire la surproduction et augmenter les prix. Les déficits de trésorerie et l'augmentation de l'endettement pourraient toutefois continuer à plomber les paramètres de crédit et les dividendes des entreprises. Les perspectives de bénéfices et de cash-flows pourraient aussi être affectées par des augmentations d'impôts.

- *Dans le secteur financier, focalisation sur les banques centrales et la maîtrise des coûts* : les facteurs plombant les revenus des banques européennes devraient encore jouer en 2017, d'autant que des économies s'imposent. L'an prochain, les banques américaines devraient pour leur part commencer à bénéficier des effets de la hausse (attendue) des taux d'intérêt. Sur les marchés émergents, notamment au Brésil, la situation des banques s'est récemment améliorée du fait de la stabilisation des créances en souffrance. L'assurance vie pourrait rester sous la pression des taux historiquement bas. Au sein de l'assurance, nous continuons donc à privilégier le secteur non vie, notamment les sociétés aptes à dégager des dividendes réguliers. Nos prévisions pourraient être remises en cause en cas de nouvelles réductions des taux des banques centrales, ou de hausse trop rapide qui générerait un cycle de défaillances.

- *La santé à l'aube d'un nouveau cycle d'innovation* : l'innovation est à la base du modèle économique du secteur de la santé et de sa croissance à long terme. La question des prix des médicaments a été largement débattue pendant la campagne

Graphique 1 L'innovation et les facteurs démographiques dopent les revenus du secteur de la santé

Dépenses totales de santé par habitant et par classe d'âge (en USD).
Source : Centers for Medicare and Medicaid Services



présidentielle aux États-Unis. Or, nous pensons que le pouvoir de fixation des prix devrait être soutenu par l'innovation. En effet, la meilleure compréhension de la biologie humaine, associée à une baisse des coûts du séquençage génétique, aboutit à des approbations de produits. Le secteur semble être engagé dans un nouveau cycle d'innovation qui devrait voir arriver de nombreux nouveaux produits.

De plus, la classe moyenne en plein développement sur les marchés émergents exige des thérapies de pointe et, dans les pays développés, ce sont les personnes âgées qui tirent la demande pour les produits et services de santé. Conjuguées à l'innovation, ces deux tendances augmentent les revenus du secteur. Les principaux risques de la santé sont la non-validation d'études cliniques et de nouvelles contraintes réglementaires.

- *Le secteur industriel entre passé et avenir* : pour l'industrie, long terme rime avec Industrie 4.0, concept qui renvoie au développement de la robotique, de l'impression 3D, et du big data. Au-delà, le secteur industriel devrait bénéficier de hausses budgétaires, surtout dans les infrastructures. Le sous-investissement dans ce segment depuis 2009 a abouti dans de nombreux pays à un déficit d'infrastructures dans les transports, les communications, l'électricité, l'eau et la gestion des déchets. Les sociétés industrielles proposant de nouveaux produits et services visant à améliorer l'efficacité des réseaux électriques et des réseaux à haut débit, par exemple, devraient ainsi bénéficier de l'augmentation des investissements.

L'un des grands risques pour les entreprises établies a trait à l'augmentation du déficit des retraites. Les systèmes de retraite privés et publics sont en effet plombés par la faiblesse de la croissance et des taux. Les taux d'actualisation en vigueur sont trop élevés. Les fonds de pension finissent donc par être sous-capitalisés. Les déficits des retraites, ajoutés au vieillissement rapide des populations, créent des pressions sur les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre, notamment en Europe où les intérêts devraient rester bas encore un certain temps. Les firmes allemandes, notamment celles des secteurs aérien et industriel, sont parmi les plus touchées.

- *L'informatique au cœur de la numérisation* : l'innovation concerne aussi la réalité virtuelle, l'Internet des objets et la sécurité informatique. Ce sont les grands axes de croissance pour le secteur technologique, notamment celle des logiciels. La demande de sécurité informatique a augmenté ces dernières années sur fond d'incertitudes géopolitiques croissantes. Par ailleurs, la plus grande connectivité (Internet des objets, Industrie 4.0, Cloud) s'est accompagnée d'une vulnérabilité accrue des infrastructures informatiques. En 2017, nous miserons donc sur une augmentation encore plus marquée de la demande en services de sécurité informatique. Le risque pour le secteur mondial des technologies serait que de fortes fluctuations des devises créent un décalage entre les devises dans lesquelles sont libellés

les revenus et celles dans lesquelles sont exprimés les coûts («currency mismatch»). Le secteur pourrait également être sensible aux cycles courts de certains produits de consommation tels que smartphones, tablettes et ordinateurs.

- *Matériaux, le frein d'une offre toujours excédentaire* : en 2016, le secteur des matériaux s'est redressé après des années difficiles, soutenu par des facteurs saisonniers, la faiblesse des stocks, le ralentissement de la croissance de l'offre et l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques. Le secteur minier s'est très bien comporté. Quant à la chimie, qui représente l'essentiel du secteur, elle est confrontée à une faible croissance interne des volumes et à un pouvoir limité de fixation des prix, ce qui a donné lieu à d'importantes fusions. Cette tendance devrait se poursuivre.

- *Important free cash-flows dans les télécommunications* : les télécommunications sont un secteur défensif à forte marge, caractérisé par des cash-flows relativement élevés et des dividendes attrayants. Grâce à l'amélioration de la qualité, le secteur devrait obtenir une augmentation des prix d'accès (stratégie du «plus pour plus»). L'augmentation des taux appliqués au secteur l'a rendu vulnérable du fait d'une forte intensité capitaliste et de coûts fixes importants.

- *Les services aux collectivités en difficulté* : la baisse des prix de l'énergie et de l'électricité (sur fond de surcapacités de production et de demande en baisse) pèse sur les activités non réglementées et les fournisseurs de gaz. Notre analyse ne prévoit aucune hausse des bénéfices à court terme. De nouveaux ajustements structurels semblent nécessaires. A plus long terme, énergies renouvelables, réseaux électriques intelligents et marchés émergents devraient stimuler le secteur. ■

Conclusions pour les investisseurs

- L'innovation pourrait se traduire par une croissance structurelle dans la santé et la technologie, mais aussi dans d'autres secteurs comme l'industrie. La technologie devrait voir la demande croître pour les services de sécurité informatique, au vu des risques géopolitiques accrus.
- Pour des cash-flows et des dividendes stables, il faudra se tourner vers les télécommunications et la santé.
- Dans le secteur de l'énergie, efficacité et stabilisation des prix du pétrole laissent présager des bénéfices en hausse. Le secteur financier reste sous pression : il doit gagner en efficacité dans un contexte d'intérêts toujours bas.



« L'investissement thématique permet de réaliser des placements plus ciblés et de réduire le champ de recherche pour trouver de bons investissements. »

Loris Centola

Loris Centola, Global Head of Research

Exploitation des moteurs du marché

L'investissement thématique va au-delà de l'approche régionale ou sectorielle traditionnelle. Il vise à identifier les thèmes et les tendances qui, à l'avenir, devraient tirer les rendements du marché. Il est ainsi possible d'identifier un certain nombre de thèmes qui devraient permettre aux investisseurs de se positionner sur ce que nous estimons être les trois sujets clés pour l'investissement en 2017, à savoir la recherche de possibilités de croissance, de sources de rendement et de moyens pour diversifier les risques.

Dans un contexte où les investissements traditionnels sont de moins en moins attrayants et où la croissance économique s'annonce médiocre, une approche thématique peut aider les investisseurs à identifier des domaines d'investissement porteurs, susceptibles de dégager des rendements élevés. L'investissement thématique associe deux approches : sur la base d'une analyse top-down des tendances macroéconomiques régionales et internationales, nous identifions des classes d'actifs, des régions ou des secteurs où il nous semble intéressant d'investir. Toutefois, au sein d'une même région ou d'un même secteur, la performance peut être influencée par des tendances spécifiques qui ne peuvent être identifiées qu'à l'aide d'une analyse bottom-up des entreprises de la région ou du secteur en question. L'association d'une analyse bottom-up et d'un processus

top-down nous permet d'identifier les tendances et les thèmes susceptibles de tirer les marchés à l'avenir. L'investissement thématique permet donc de réaliser des placements plus ciblés et de réduire le champ de recherche pour trouver de bons investissements. Cette approche permet également de dénicher de nouvelles idées lucratives lorsque plus rien ne fonctionne.

Opportunités de croissance

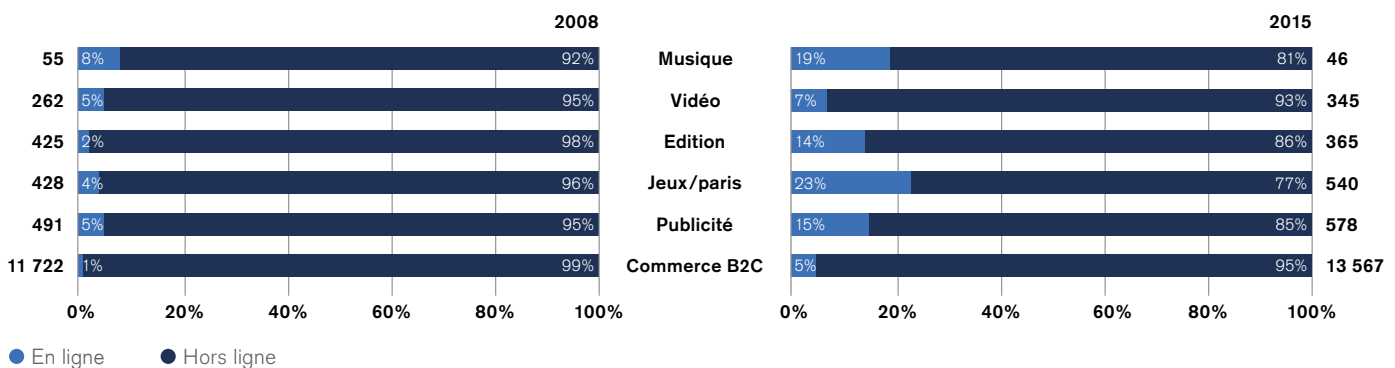
Selon nos prévisions, la croissance économique devrait rester modeste en Europe et aux États-Unis l'an prochain. Il existe cependant des possibilités thématiques qui peuvent permettre aux investisseurs de bénéficier de la forte croissance de certains secteurs de l'économie mondiale.

- Les infrastructures de base ont été négligées au cours de la dernière décennie, tant aux États-Unis qu'en Europe, si bien que les pays occidentaux ont aujourd'hui d'énormes besoins d'investissement dans ce domaine. Rien qu'aux États-Unis, ces besoins sont estimés à 1700 milliards de dollars américains d'ici 2025. Pendant la campagne présidentielle, le nouveau président Donald Trump a fait part de son intention d'investir des centaines de milliards de dollars dans les infrastructures au cours des prochaines années. Dans ces conditions, les titres susceptibles de profiter de l'augmentation des dépenses d'infrastructures en Europe et aux États-Unis deviennent des cibles intéressantes pour les investisseurs.

- La croissance économique des marchés émergents (ME) reste nettement supérieure à celle des pays développés. >

Graphique 1 **Forte croissance des activités en ligne**

Orientation croissante des marchés de la consommation vers la livraison en ligne (en USD mrd). Sources : A. T. Kearney, Credit Suisse.



Si le modèle de croissance chinois s'ajuste en vue de taux de croissance inférieurs à ceux enregistrés par le passé, la croissance du secteur de la consommation reste non seulement forte mais continue même à s'accélérer. En Chine et sur les autres ME, nous privilégions donc les actions du secteur de la consommation, car elles bénéficient de cette dynamique.

- Les habitudes de consommation évoluent partout dans le monde. Par exemple, la numérisation apparaît comme une tendance de fond qui remet de plus en plus en cause les modes de consommation et de production traditionnels, avec notamment une orientation massive vers les activités en ligne. Les entreprises profitant de ce qu'il est convenu d'appeler la « rupture numérique », autrement dit les sociétés qui parviennent à s'imposer sur des marchés traditionnels avec de nouvelles formes de production et de distribution fondées sur le numérique, devraient voir leurs parts de marché s'accroître, ce qui devrait leur valoir une croissance des bénéfices supérieure à la moyenne et une belle performance boursière. La numérisation touche tout autant les entreprises que les utilisateurs finaux à travers l'amélioration de l'efficacité et de l'efficience des plateformes. De plus, elle concerne non seulement le secteur informatique, mais aussi des secteurs tels que la santé (fabricants de matériel médical), les médias (publicité numérique), les loisirs (secteur des jeux) et l'industrie (constructeurs d'équipements agricoles).

Sources de rendement

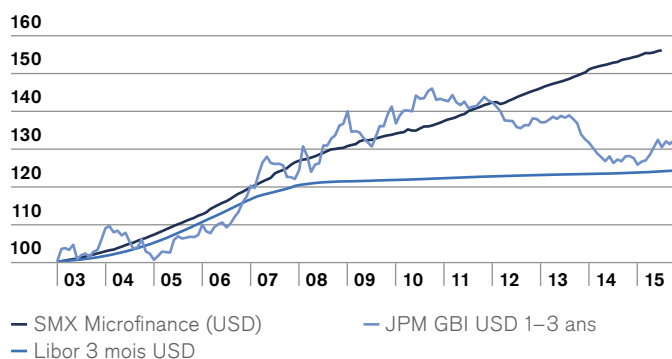
Même si la Réserve fédérale américaine (Fed) s'engage dans la normalisation progressive de ses taux d'intérêt, ces derniers devraient rester très bas, voire négatifs, dans la plupart des pays développés. La quête effrénée de rendement a donc des chances de persister. Les investisseurs peuvent obtenir des rendements en achetant des obligations à plus long terme et en assumant le risque de duration qui leur est inhérent, ou encore en s'exposant au risque de crédit. Notre préférence va clairement au risque de crédit. Deux secteurs peuvent offrir des opportunités intéressantes en termes de risque/rendement.

- Le rendement des obligations émergentes libellées en devise forte conserve un potentiel haussier supérieur à celui de la dette des pays développés. Au vu des flux, les meilleures opportunités sont à rechercher au niveau des obligations souveraines et quasi souveraines des grands pays émetteurs qui ont connu un ralentissement marqué et une baisse des prix des obligations, dans la mesure où leur croissance économique devrait redémarrer. Les gains attendus du côté de la dette des marchés émergents en devises locales sont également plutôt attrayants. En effet, les rendements y sont plus élevés alors que de nombreuses devises sont sous-évaluées et recèlent encore un potentiel haussier face aux principales monnaies.

- En termes de rendement, le secteur financier est également intéressant. Les obligations financières subordonnées

Graphique2 Performance de la microfinance

Les investissements dans la microfinance offrent des rendements supérieurs à ceux des marchés monétaires (Performance Janv. = 100).
Sources : Credit Suisse/IDC. Dernier point des données : 01.10.2016



offrent toujours l'un des rendements les plus élevés, que ce soit dans les pays développés ou sur les marchés émergents. Les obligations hybrides, qui associent certaines caractéristiques des obligations et des actions, peuvent être aussi un bon moyen de stimuler les rendements. Mais dans tous les cas, la clé de la performance réside dans une analyse approfondie de la qualité de l'émetteur et des caractéristiques de l'obligation. La sélectivité est également essentielle, comme l'ont de nouveau montré plusieurs chocs subis par les établissements financiers en 2016.

Diversification des risques

Les perspectives n'étant pas des plus réjouissantes ni pour les actions ni pour les obligations classiques, la diversification des risques reste essentielle. Nous nous positionnons dans un contexte de portefeuille et recherchons donc des thèmes (voir quelques exemples ci-après) permettant de diversifier les risques pour les investisseurs.

- Par exemple, les investisseurs accordent de plus en plus d'importance à la durabilité, non seulement comme thème d'investissement, mais aussi comme moyen d'affirmer leurs convictions. Dans ces conditions, investir au sein d'entreprises impliquées dans la production des batteries utilisées notamment dans les véhicules et les systèmes de stockage électriques, nous semble être un thème particulièrement porteur pour l'année à venir. Cela permet de jouer un marché en croissance rapide tout en diversifiant les portefeuilles traditionnels de titres.

- La microfinance est également un thème d'investissement intéressant. Les investissements dans la microfinance offrent des avantages en termes de diversification du portefeuille, car ils présentent une faible corrélation avec les autres actifs. La microfinance se caractérise en outre par une faible volatilité et des taux d'intérêt relativement élevés, un atout non

négligeable dans un environnement où les taux restent obstinément bas. L'activité de microfinance consiste à octroyer des prêts à court terme dans certains des pays les plus pauvres de la planète afin d'aider les populations à créer une activité ou à vivre de l'agriculture.

Ces exemples, qui sont loin de représenter toutes les possibilités, montrent que les investisseurs à la recherche de bonnes perspectives de placement n'ont pas lieu de désespérer. En effet, même si nos prévisions globales laissent augurer des rendements médiocres pour les principales classes d'actifs, les investissements thématiques peuvent permettre d'améliorer les gains en saisissant certaines opportunités de croissance et de rendement. Et comme toujours, la diversification est essentielle.

Le capital-investissement : une composante intéressante pour l'allocation d'actifs

Bien qu'il ne s'agisse pas d'un thème à part entière, nous tenions à souligner l'intérêt du capital-investissement dans le cadre de l'allocation d'actifs. Comme nous l'indiquons dans notre revue des portefeuilles, le capital-investissement peut permettre d'augmenter les rendements ajustés des risques pour peu que les investisseurs soient disposés à tolérer les contraintes de liquidité associées à ce type de placement et à adopter un horizon de long terme (autrement dit à accepter la longue période d'indisponibilité des fonds qui caractérise les investissements dans cette classe d'actifs). Dans ce cas, le capital-investissement peut générer des rendements avec une corrélation relativement faible, mais positive, avec les marchés d'actions traditionnels. À noter que la sélection des gestionnaires joue un rôle clé. En effet, selon nous, seuls les fonds de capital-investissement du premier quartile dégagent des rendements suffisants pour compenser la faiblesse de la liquidité. ■

Conclusions pour les investisseurs

- Malgré la faiblesse de la croissance économique mondiale, les investisseurs peuvent profiter d'une croissance supérieure à la moyenne en misant notamment sur les investissements dans les infrastructures, la rupture numérique et les titres du secteur de la consommation sur les ME.
- Les obligations émergentes et les obligations financières subordonnées offrent un meilleur potentiel de hausse des rendements que les obligations traditionnelles et les investissements sur le marché monétaire.
- Les thèmes liés à la durabilité (titres des entreprises du secteur en pleine croissance des batteries) et les investissements à impact social (microfinance) peuvent constituer un bon moyen de diversifier un portefeuille.

Calendrier 2017

Une nouvelle année riche en événements politiques



Transposition de la directive MiFID* II dans les législations nationales des pays membres

Europe

Rapport bisannuel de l'Humphrey-Hawkins Testimony
Washington, D. C., États-Unis

Sommet du G20
Hambourg, Allemagne

Symposium économique de Jackson Hole
Wyoming, États-Unis

31^e sommet de l'ASEAN
Philippines

19^e congrès national du Parti communiste chinois (automne 2017)
Pékin, Chine

Assemblées annuelles 2017 du Groupe de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international
Washington, D. C., États-Unis

Réunion du Conseil européen
Bruxelles, Belgique

Réunion de l'OPEP (4^e trimestre 2017)
Lieu à définir

Sommet de l'APEC
Da Nang, Vietnam

Réunion du Conseil européen
Bruxelles, Belgique

9^e sommet des BRICS
Lieu inconnu, Chine

Juillet

Août

Septembre

Octobre

Novembre

Décembre



Élections présidentielles
Inde



Élections législatives
Norvège



Élections fédérales
Allemagne



Élections présidentielles
Singapour



Élections législative
Argentine



Élections législatives
République tchèque



Élections générales
Nouvelle-Zélande



Élections générales
Chili



Élections présidentielles
Corée du Sud

*Markets in Financial Instruments Directive



**Pour plus d'informations
sur l'Investment Outlook 2017,
veuillez consulter le site**
credit-suisse.com/investmentoutlook

Avertissement sur les risques

Le présent rapport comporte des informations concernant des placements impliquant des risques particuliers. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques particuliers dans le négoce de titres» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers sur http://www.swissbanking.org/en/home/publikationen-link/shop_popup.htm?ID=11308

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

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

Le montant nominal des obligations peut être réduit en fonction du prix de vente, du cours du marché ou des changements affectant les montants de remboursement. La prudence est de mise lorsque vous investissez dans de tels instruments.

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

Les titres structurés sont des instruments complexes comportant de par leur nature un degré de risque élevé; ils sont destinés à être vendus uniquement à des investisseurs avertis capables de comprendre et d'assumer les risques qu'ils impliquent. La valeur de marché d'un produit structuré peut être affectée par des changements induits par des facteurs d'ordre économique, financier et politique (y compris, sans toutefois s'y limiter, les taux de change et les taux d'intérêt au comptant et à terme), la maturité résiduelle, la volatilité et les conditions de marché ainsi que la solvabilité de l'émetteur ou de l'émetteur de référence. Tout investisseur intéressé par l'achat d'un produit structuré doit effectuer sa propre recherche et analyse du produit, et consulter ses propres conseillers professionnels quant aux risques associés à un tel achat.

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

Les performances historiques ne sauraient préjuger des résultats futurs. La performance peut être affectée par les commissions, frais ou autres charges ainsi que par les variations des taux de change.

Analyse de sensibilité

L'analyse de sensibilité porte sur les variations de la valeur de marché (p. ex. le cours) d'un instrument financier à la suite de la variation d'un facteur de risque

et/ou d'une hypothèse du modèle. Plus précisément, la valeur de marché d'un produit structuré peut être affectée par des changements induits par des facteurs d'ordre économique, financier et politique (y compris, sans toutefois s'y limiter, les taux de change et les taux d'intérêt au comptant et à terme), la maturité résiduelle, la volatilité et les conditions de marché ainsi que la solvabilité de l'émetteur ou de l'émetteur de référence.

Risques inhérents aux marchés financiers

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

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

Marchés émergents

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

Placements alternatifs

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

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

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

Le private equity désigne les participations privées au capital propre d'entreprises non négociées publiquement (non cotées en bourse). Les placements en private equity sont généralement illiquides et sont considérés comme des placements à long terme. Les placements en private equity, y compris l'opportunité de placement décrite dans le présent document, peuvent inclure les risques supplémentaires suivants : (i) perte de la totalité ou d'une partie importante du placement de l'investisseur, (ii) les gestionnaires de placement peuvent avoir des intérêts à réaliser des investissements qui sont plus risqués ou plus spéculatifs en raison du modèle de rémunération basé sur la performance, (iii) manque de liquidité étant donné qu'il peut n'exister aucun marché secondaire, (iv) volatilité des rendements, (v) restrictions portant sur le transfert, (vi) manque de diversification, (vii) commissions et frais élevés, (viii) peu ou pas d'exigences de fournir une tarification périodique et (ix) structures fiscales complexes et retards pour la distribution d'informations fiscales importantes aux investisseurs.

Risques de taux d'intérêt de crédit

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

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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

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

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

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL : Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. Toute question relative aux sujets évoqués dans le présent rapport ou à vos investissements devra être posée directement à votre relationship manager local ou à d'autres conseillers. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS :** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS :** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le Credit Suisse, ses sociétés affiliées et / ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes ; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS ; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS :** Ce document ne contient pas toutes les informations que vous pourriez avoir besoin d'examiner et ne tient pas compte de votre situation personnelle ou de vos circonstances individuelles. Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant afin de comprendre les implications de tout investissement sur votre situation financière personnelle. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES :** Les informations et les opinions contenues dans

le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB :** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques.

Distribution des rapports de recherche

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est préparé et distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **AUSTRALIE :** Ce rapport est distribué en Australie par Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) seulement aux clients «Wholesale» comme défini à la section s761G du Corporations Act de 2001. Credit Suisse AG, Sydney Branch est régie par l'Australian Prudential Regulation Authority en tant qu'agence australienne d'un établissement de dépôt étranger autorisé («EDA étranger»). Les dépôts effectués auprès du Credit Suisse en tant qu'EDA étranger ne sont pas couverts par les dispositions de la Division 2 du Banking Act 1959 (Cth) intitulé «Protection of Depositors (Protection des déposants)» et, en conséquence, les dépôts effectués auprès du Credit Suisse ne bénéficient pas des dispositions de protection du déposant figurant dans le Banking Act. **AUTRICHE :** Le présent rapport constitue un document de marketing au sens de la WAG 2007 (loi sur la surveillance des valeurs mobilières) et ne résulte pas d'une analyse financière. Il est distribué en Autriche par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., un établissement de crédit dûment autorisé au Grand-Duché de Luxembourg, sis 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Elle est soumise à la surveillance prudentielle de l'autorité de contrôle luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, ainsi qu'à celle de l'autorité de contrôle autrichienne, la Financial Market Authority (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne. **BAHREÏN :** Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, qui est autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Firm Category 2. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **BRÉSIL :** Les informations contenues dans le présent document sont fournies uniquement à des fins d'informations et ne peuvent en aucun cas être considérées comme un prospectus, une publicité, une offre publique, une offre de vendre les valeurs mobilières décrites dans le présent rapport ou une sollicitation d'offre pour acheter les valeurs mobilières décrites dans le présent rapport au Brésil. Toute offre publique ou vente de valeurs mobilières ne sera faite que si l'enregistrement applicable est obtenu auprès de la Commission brésilienne des valeurs mobilières. Aucune invitation pour proposer, proposition, ou vente, de quelque placement que ce soit ne sera considérée pour le public du Brésil ou ne saurait être considérée comme une offre publique de valeurs mobilières au Brésil, par quelque autre moyen que ce soit. Les informations contenues dans le présent rapport ne peuvent en aucun cas être considérées comme un conseil en placement. La Commission brésilienne des valeurs mobilières n'a pas examiné les présents documents. **EAU/DUBAÏ :** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **FRANCE :** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que prestataire de services d'investissement. Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, est placée sous la supervision et la réglementation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ainsi que de l'Autorité des Marchés Financiers. **ALLEMAGNE :** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) AG, établissement agréé et réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **GRÈCE :** Le présent rapport est distribué en Grèce via CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., succursale grecque, qui est une société enregistrée auprès du Registre du Commerce Général à Athènes (n°126271460001) et supervisée selon les règles de conduite par la Banque de Grèce et la Commission hellénique des marchés des capitaux. CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., succursale grecque, est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. («CSLux»), un établissement de crédit dûment autorisé au Grand-Duché de Luxembourg qui opère sous la supervision prudentielle de l'autorité de contrôle luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 et qui fait partie du Groupe Credit Suisse. La succursale grecque fournit principalement des services de conseil en placement et des activités auxiliaires associées. Tous

les autres services, y compris les services de gestion de portefeuille, sont fournis par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. au Luxembourg. **GUERNESEY** : Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, une entité juridique indépendante enregistrée à Guernesey sous le numéro 15197 et ayant son adresse enregistrée à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés sont disponibles sur demande. **HONG KONG** : Le présent document a été publié à Hong Kong par Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, qui possède une licence en tant que société agréée par la Hong Kong Monetary Authority et qui est réglementée par la Securities and Futures Ordinance (chapitre 571 de la législation du pays). **INDE** : Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai – 18, Inde, T- +91-22 6777 3777. **ITALIE** : Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia, de la CONSOB et est aussi distribué par Credit Suisse AG agissant à titre de banque suisse autorisée à fournir des prestations bancaires et financières en Italie. Les instruments financiers mentionnés dans le présent document peuvent être considérés comme des produits complexes et, à ce titre, ne pas convenir aux clients de détail. **ISRAËL** : Le présent document n'a pas été approuvé par l'Israel Securities Authority et sera exclusivement distribué aux clients israéliens de façon à ne pas constituer une « offre publique » au sens des sections 15 et 15a de la loi israélienne sur les valeurs mobilières, 5728-1968 (« Securities Law ») ou de la section 25 de la loi sur les trusts d'investissement collectif, 5754-1994 (« Joint Investment Trusts Law »), telles qu'applicables. Il est interdit de reproduire ou d'utiliser le présent document à d'autres fins que celles prévues, ou de le remettre à toute autre personne que celles qui en ont reçu des copies. Aucune des informations contenues dans ce document ne saurait être considérée comme un conseil en investissement ou du marketing d'investissement au sens de la loi de réglementation des activités de conseil en investissement, de marketing d'investissement et de gestion de portefeuille, 5755-1995. **JAPON** : Ce rapport est publié uniquement au Japon par Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membre de la Japan Securities Dealers Association, de la Financial Futures Association of Japan, de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association. Credit Suisse Securities (Japan) Limited ne publiera ni ne transmettra ce rapport en dehors du Japon. **JERSEY** : Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, dont les activités d'investissement sont réglementées par la Jersey Financial Services Commission. L'adresse à Jersey de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, succursale de Jersey, est TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **LIBAN** : Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (« CSLF »), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban (« BCL ») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu'à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban (« CMA »). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise. **LUXEMBOURG** : Ce rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., une banque du Luxembourg autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **QATAR** : Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C qui a été autorisée et qui est réglementée par la Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs liquides de plus de 4 millions QR et qui disposent de connais-

sances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Par conséquent, ces informations ne doivent pas être fournies à, ou utilisées par, tout autre type d'individu. **PORTUGAL** : Le présent matériel de marketing est distribué au Portugal par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. - Sucursal Portugal, prestataire de services d'investissement autorisé et réglementé par la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (« CMVM ») et lié au service de gestion discrétionnaire de portefeuille fourni par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., prestataire de services d'investissement autorisé et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF ») au Luxembourg. **ARABIE SAOUDITE** : Le présent document ne peut pas être distribué dans le Royaume, sauf aux personnes qui sont autorisées dans le cadre de la Réglementation sur les Fonds d'Investissement. Credit Suisse Saudi Arabia accepte l'entière responsabilité de l'exactitude des informations contenues dans le présent document, et atteste avoir réalisé toutes les investigations nécessaires et, au mieux de sa connaissance et en faisant preuve de diligence professionnelle, atteste qu'il n'existe pas d'autres faits qui rendraient toute déclaration contenue dans le présent document incorrecte. L'Autorité des Marchés Financiers n'assume aucune responsabilité pour le contenu du présent document, et ne fournit aucune représentation quant à son exactitude ou à sa complétude, et rejette expressément toute responsabilité, quelle qu'elle soit, pour toute perte découlant ou liée à l'utilisation de tout ou partie du présent document. **SINGAPOUR** : le présent document est distribué à Singapour par Credit Suisse AG, Singapore Branch, qui est autorisée par la Monetary Authority of Singapore à effectuer des opérations bancaires en vertu du Banking Act (Chap. 19). Le présent document a été préparé et publié pour être distribué uniquement aux investisseurs institutionnels, aux investisseurs autorisés et aux investisseurs experts de Singapour (chacun tel que défini dans les Financial Advisers Regulations (les « FAR »)); il est aussi distribué par Credit Suisse AG, Singapore Branch aux investisseurs étrangers (tels que définis dans les FAR). En vertu de votre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur autorisé, d'investisseur expert ou d'investisseur étranger, Credit Suisse AG, Singapore Branch est exemptée du respect de certaines obligations de conformité du Financial Advisers Act, Chapitre 110 de Singapour (la « FAA »), des FAR et des Notices and Guidelines s'y rapportant, pour tout service de conseil financier que Credit Suisse AG, Singapore Branch pourrait vous avoir fourni. Cela inclut l'exemption de se conformer à : la Section 25 de la FAA (selon Réglementation 33(1) des FAR); la Section 27 de la FAA (selon Réglementation 34(1) des FAR); la Section de la FAA (selon Réglementation 35(1) des FAR); et les sections 25 à 29 et 36 de la FAA (selon Réglementations 36(1) et (2) des FAR). Les destinataires de Singapour doivent contacter Credit Suisse AG, Singapore Branch pour toute question concernant ou en rapport avec le présent document. **ESPAGNE** : Ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, autorisée sous le numéro 1460 dans le registre de la Banco de España. **ROYAUME-UNI** : Ce document est publié par Credit Suisse (UK) Limited et Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited et Credit Suisse (UK) Limited, toutes deux autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, sont des sociétés associées mais indépendantes du Credit Suisse sur le plan juridique. Les protections offertes par la Financial Conduct Authority et / ou la Prudential Regulation Authority à la clientèle privée ne s'appliquent pas aux placements et services fournis par des personnes situées en dehors du Royaume-Uni. Le Financial Services Compensation Scheme est inapplicable lorsque l'émetteur n'a pas satisfait à ses obligations. Dans la limite communiquée au Royaume-Uni ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une sollicitation financière qui a été approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, entité agréée par la Prudential Regulation Authority et régie par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités d'investissement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, London, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les « demandeurs éligibles » (« eligible claimants ») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir. **ÉTATS-UNIS** : LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS (AU SENS DE LA RÉGULATION S DU US SECURITIES ACT DE 1933, DANS SA VERSION AMENDÉE).

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l'autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG et / ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

16C031A_IO



Nannette Hechler-Fayd'herbe est Global Head of Investment Strategy au Credit Suisse et membre du Comité d'investissement du Credit Suisse. Elle est également rédactrice en chef de l'Investment Outlook 2017, publication phare de la banque. M^{me} Hechler-Fayd'herbe siège au Conseil de fondation de la Caisse de pension du Credit Suisse Group (Suisse) et au conseil d'administration de l'International Capital Market Association. Elle est titulaire d'un doctorat de l'Université de Lausanne (Suisse) et est diplômée de l'École des hautes études en sciences sociales de Paris (France). M^{me} Hechler-Fayd'herbe travaille au Credit Suisse depuis 1999.

Imprint

Rédactrice en chef

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Corédacteur

Oliver Adler

Soutien éditorial

Christa Jenni

Francis Piotrowski

Gestion de produit

Camilla Damm Leuzinger

Sebastian Zeuner

Conception et maquette

C3 Creative Code and Content (Switzerland) Ltd.

Clôture de rédaction

14 novembre 2016

Informations

credit-suisse.com/investmentoutlook

Sources des illustrations :

Mathias Hofstetter (couverture) ; hibrida13/VectorStock (p. 6, p. 62) ; onurdongel/gettyimages, JackF, kalimf/iStock by gettyimages (p. 10) ; thenounproject.com (p. 10, 11, 60, 61) ; Steve Vidler/Alamy Stock Foto (p. 30)

Sources des données :

New York Times, Credit Suisse, federalreserve.gov, Oxford Dictionaries (en.oxforddictionaries.com), Bloomberg (bloomberg.com), Enterprise Risk Management Initiative (erm.ncsu.edu), Credit Suisse (GI 1.14), Global Entrepreneurship Monitor 2014 Women's Report, Blog.oxforddictionaries.com, Financial Times, IMF, New York Times, Financial Times, OECD (www.oecd.org), economist.com, Financial Times, economist.com, Baltensperger and Kugler, The Historical Origins of the Safe Haven Status of the Swiss Franc, Aussenwirtschaft 67.2, Peter Drucker, Fortune Magazine, September 28, 1998, Migration Policy Institute (migrationpolicy.org), OECD (oecd.org), IMF (imf.org), Pew Research Center (pewresearch.org), The Guardian, Credit Suisse (GI 1.16), www.merriam-webster.com, Credit Suisse, Credit Suisse (IO 2016), National Public Radio, Smithsonian Magazine, New York Times, Smithsonian Institution, www.merriam-webster.com, Britannica.com, Oxford English Dictionary, Facebook (newsroom.fb.com), Frost & Sullivan, <http://www.nobelprize.org>



Credit Suisse AG
P.O. Box 100
CH-8070 Zurich
credit-suisse.com

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