

Investment Outlook 2020



Résilients malgré tout.



De mon point de vue

Tidjane Thiam
CEO Credit Suisse Group AG

J'ai le plaisir de vous présenter notre Investment Outlook 2020. Finalement, l'année 2019 s'est avérée meilleure que prévu pour la plupart des investisseurs, eu égard à l'incertitude géopolitique qui régnait durant cette période et affaiblissait la dynamique économique.

Qu'est-ce qui nous attend donc en 2020? Il est peu probable que tous les problèmes qui nous accompagnent depuis le début de 2018 appartiendront au passé, que ce soit le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine ou les incertitudes politiques en Europe. Les investisseurs devront également continuer à faire face à des taux d'intérêt extrêmement bas (voire parfois négatifs) sur les marchés des obligations. Voici quelques-uns des sujets principaux évoqués dans mes discussions avec les clients et autres parties prenantes.

Placer tous ces problèmes dans un contexte plus large et distinguer ce qui est plus ou moins pertinent aussi bien pour les entreprises que pour les investisseurs, telle est la tâche capitale et ardue qui incombe aux économistes, analystes financiers et stratèges de notre banque. La somme de ces efforts constitue un élément central de la House View de notre organisation.

Les principaux résultats de notre analyse et nos visions essentielles relatives à l'économie et aux marchés sont présentés dans les pages qui suivent. Je suis persuadé que vous trouverez notre analyse aussi intéressante qu'utile lorsque vous établirez vos plans pour l'année à venir.

Dans cet esprit, je vous souhaite une année 2020 prospère et résiliente.

Tidjane Thiam



Sommaire

- 04 Lettre du CEO
- 08 Éditorial
- 10 Revue 2019
- 12 Nos perspectives pour 2020
- 60 Information importante
- 64 Impression



14

L'économie mondiale

- 16 Vue d'ensemble
- 18 Régions

26

Principales classes d'actifs

- 28 Vue d'ensemble
- 30 Revenu fixe
- 34 Actions
- 42 Monnaies

44

Investissements alternatifs

- 46 Immobilier
- 48 Private equity
- 50 Hedge funds
- 52 Matières premières

54

Stratégie d'investissement 2020

- 56 Vue d'ensemble
- 58 Prévisions

Résilients malgré tout

Michael Strobaek Global Chief Investment Officer

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

L'année 2019 a été marquée par des événements imprévisibles et étonnants, et nous sommes presque certains qu'ils auront aussi un impact sur le monde en 2020. Dans ce contexte, il est de la plus haute importance pour les investisseurs de se constituer des portefeuilles résilients.



Même si la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis et l'incertitude autour du Brexit devaient s'atténuer, l'année 2020 ne se présente guère comme un «long fleuve tranquille»: la campagne présidentielle polarisée aux États-Unis, la pression sur les marges, un fort endettement des entreprises et moins de réductions des taux d'intérêt par les principales banques centrales, sans oublier les évolutions politiques inattendues, vont plus d'une fois jouer avec les nerfs des investisseurs.

Néanmoins, nous pensons que, dans l'ensemble, l'économie mondiale et les actifs à risque continueront de faire preuve d'une grande résilience face à ces nombreux défis. C'est le message que le titre de l'édition de cette année, «Résilients malgré tout», cherche à exprimer.

Alors que nous prévoyons une croissance économique plutôt modeste en 2020 et des rendements en général moins élevés qu'en 2019, nous estimons toutefois qu'un sérieux basculement du marché voire une crise financière sont improbables. Nous observons un certain nombre de

déséquilibres dans plusieurs économies et secteurs, mais aucun d'eux ne nous paraît assez sérieux pour déclencher une telle crise. En revanche, le progrès technologique bat son plein et, autre élément important, les décideurs politiques continueront d'apporter leur soutien.

Les pages qui suivent exposent les principaux éléments de la House View du Credit Suisse pour 2020. Nous nous sommes efforcés d'élaborer un guide cohérent et clairement structuré qui traite les classes d'actifs, les marchés et les sous-segments principaux. Il en ressort que les investisseurs qui possèdent des portefeuilles suffisamment diversifiés, résolument orientés vers des domaines de rendements supplémentaires, devraient continuer à enregistrer des performances saines. De surcroît, la durabilité devient un facteur de plus en plus pertinent, notamment parce qu'il revêt une importance croissante pour les électeurs et les consommateurs dans le monde.

Nous espérons que cette publication vous sera utile, et vous souhaitons beaucoup de succès pour l'année à venir.

Les marchés défient le ralentissement de la croissance

La Fed change de cap face à l'affaiblissement de l'industrie mondiale

La croissance mondiale et le sentiment dans l'industrie accusent un ralentissement depuis la mise en place des droits de douane américains sur les importations en provenance de Chine et d'autres pays. Les problèmes survenus dans le secteur automobile allemand n'ont fait qu'empirer la situation. Sous l'effet des réductions d'impôts accordées en 2018, l'économie américaine a toutefois pu se maintenir, poussant ainsi la Réserve fédérale américaine (Fed) à prévoir de nouvelles hausses des taux jusqu'en 2019. C'est suite à la forte correction du marché des actions fin 2018 que la Fed a changé de cap vers un assouplissement de sa politique monétaire.

Les fluctuations des taux suivent le secteur industriel



Les actions sont au sommet

Avantagés par l'assouplissement de la politique monétaire de la Fed, les principaux marchés des actions ont fortement rebondi début 2019, après le recul qui a sévi fin 2018. Mais les inquiétudes croissantes au sujet de l'économie mondiale ont finalement eu raison des marchés vers le milieu de l'année. Les actions des marchés émergents ont aussi rebondi, mais la tendance baissière qui a accompagné le conflit commercial sino-américain début 2018 ne s'est toujours pas inversée.

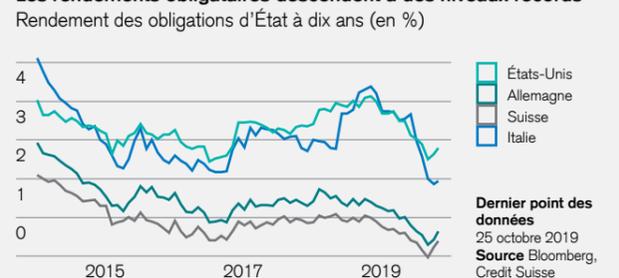
Les marchés émergents sont à la traîne derrière les marchés développés



Les rendements obligataires suivent partout la même tendance

Avec la crainte associée à une récession économique mondiale, les rendements des bons du Trésor américains ont fortement diminué, sans pour autant atteindre les niveaux qui ont suivi la dernière crise financière. Les rendements en Allemagne et en Suisse sont à leur plus bas niveau historique, se plaçant derrière le Japon. Malgré une dette bien plus élevée, cette tendance a maintenant atteint l'Italie dont le gouvernement a abandonné sa position hostile à l'euro et à Bruxelles. Les rendements obligataires des marchés émergents ont également chuté, dans une moindre proportion.

Les rendements obligataires descendent à des niveaux records



Les secteurs des marchés boursiers: des gains au-delà des frontières

L'ensemble des principaux secteurs cotés en bourse a participé à la reprise de ce début d'année, mais seules les technologies de l'information sont parvenues à capitaliser sur leurs gains de manière décisive. À l'inverse, les inquiétudes liées à la demande et les prix faibles du pétrole ont pénalisé le secteur de l'énergie, tandis que les discussions autour des prix des médicaments aux États-Unis ont altéré les performances du secteur de la santé. Compte tenu de la baisse de la demande dans le secteur industriel, les performances des valeurs industrielles sont surprenantes. Les valeurs financières ont légèrement sous-performé le MSCI World, étant donné les courbes de rendement plates, voire inversées, qui ont affecté les revenus.

Les technologies de l'information sont toujours en tête



Matières premières: des directions opposées

Les droits de douane américains imposés à la Chine et le ralentissement de l'industrie mondiale ont affecté les prix des métaux industriels comme le cuivre. Le pétrole, lui, a vu ses prix remonter début 2019 quand l'Organisation des pays exportateurs de pétrole a cherché à freiner la production avec le ralentissement de la demande. Les prix sont tout de même restés sous pression avec le ralentissement de la demande. Pendant ce temps, les prix de l'or ont remonté en raison d'une baisse des taux d'intérêt.

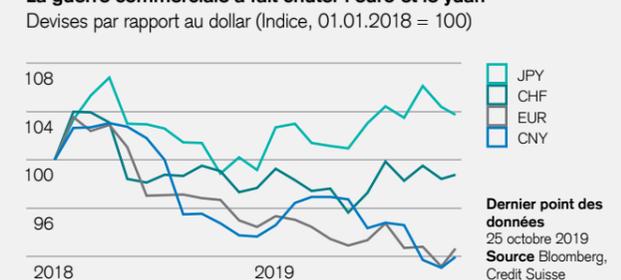
L'or surpasse la conjoncture



Un dollar toujours fort

Après la situation positive en 2018, le billet vert a continué à s'apprécier par rapport à la plupart des principales devises, soutenu par une croissance américaine en progression et des taux d'intérêt (ce qu'il en reste) avantageux. La Banque du Japon n'ayant pas baissé ses taux d'intérêt, seul le yen a vu son cours monter de nouveau face au dollar. La Chine a permis une dévaluation du yuan afin de contrer dans une certaine mesure la pression induite par les droits de douane. Ceci a pesé sur les autres monnaies des ME, en plus de la pression causée par les baisses des taux locaux; seul le peso mexicain s'est maintenu grâce au nouvel accord commercial conclu avec le Canada et les États-Unis.

La guerre commerciale a fait chuter l'euro et le yuan



Credit Suisse House View en bref

“ Une récession est peu probable étant donné le soutien continu apporté par des politiques monétaires favorables, l'accès au crédit facilité, un certain assouplissement budgétaire et le niveau faible des prix du pétrole.



Aspects géopolitiques

Notre scénario de base prévoit que le conflit sino-américain devrait se désamorcer, mais le niveau d'incertitude reste élevé. La campagne présidentielle américaine devrait être fortement polarisée et ainsi affecter l'humeur des investisseurs. Les risques politiques en Europe devraient s'apaiser avec l'amoinissement de l'incertitude autour du Brexit.



Croissance économique

La croissance économique mondiale devrait rester léthargique comme en témoignent une reprise mineure de la production industrielle, des dépenses d'investissement (capex) et du commerce international. Toutefois, une récession est peu probable étant donné le soutien continu apporté par des politiques monétaires favorables, l'accès au crédit facilité, un certain assouplissement budgétaire et le niveau faible des prix du pétrole.



Inflation

L'inflation devrait se maintenir en dessous de l'objectif des 2% en Europe et au Japon, tandis qu'elle devrait décliner en Chine et sur d'autres marchés émergents (ME). Toutefois, l'inflation est susceptible de dépasser les 2% aux États-Unis, du moins temporairement.



Taux d'intérêt

Nous anticipons que la Réserve fédérale américaine (Fed) ne modifiera plus les taux d'intérêt après trois baisses sur le même mois d'octobre 2019. La Banque centrale européenne (BCE) va également maintenir les taux actuels tout en poursuivant une politique d'assouplissement quantitatif (AQ). La Banque nationale suisse (BNS) devrait pouvoir éviter une baisse des taux, mais pourrait être obligée de continuer à intervenir sur le marché des changes. Plusieurs ME devraient encore voir les taux baisser.



Valeurs à revenu fixe

Le rendement de la plupart des obligations d'État devrait être négatif, à l'exception des États-Unis. Des spreads serrés se traduisent en rendements anémiques pour les obligations investment grade des marchés développés (MD). Des rendements solides sont attendus sur une grande partie de la dette des ME à devises fortes, accompagnés de rendements forts, mais volatils sur une partie de la dette des ME en monnaie locale, ainsi que sur les marchés voisins. Les prêts financiers subordonnés sur les MD restent attrayants.



Actions

Sur fond de croissance des revenus limitée et de rendements obligataires stables à élevés, les rendements des principaux marchés des actions devraient se contenir à un seul chiffre. Un apaisement des conflits commerciaux devrait faciliter la reprise du marché des actions des ME et les valeurs financières devraient également être avantagées si les courbes des taux poursuivent leur ascension. Dans ce contexte de rendements faibles, les valeurs à dividende stable s'en sortiraient bien.



Immobilier

La majorité des rendements immobiliers devraient poursuivre leur tendance positive modérée. Nous favorisons les acquisitions directes de biens immobiliers dont les prix n'ont pas encore répercuté totalement les taux d'intérêt faibles.



Matières premières

Les prix du pétrole devraient conserver leur tendance à la baisse, à moins d'une escalade importante des conflits avec l'Iran et l'Arabie Saoudite. L'or devrait continuer d'être soutenu par des taux d'intérêt extrêmement bas.



Devises

Le dollar devrait se maintenir dans un premier temps, tandis que le deuxième semestre se montrera propice pour l'euro qui profitera de l'effet de la reprise en zone euro. Le yuan pourrait connaître une dépréciation plus importante par rapport au dollar en raison de la faiblesse du marché domestique. La livre sterling devrait quant à elle profiter d'une sortie de la crise du Brexit. Notre scénario de base est un négoce latéral du franc suisse et du yen.

L'économie mondiale



Une croissance modérée, mais pas de récession

Nous prévoyons que la croissance mondiale sera au mieux morose en 2020, de l'ordre de 2,5%, sans changement par rapport à 2019, mais une récession nous semble toujours peu probable, eu égard aux politiques macroéconomiques de soutien en place. Une désescalade au niveau de la guerre commerciale sera décisive.

Au cours de l'année dernière, nous avons observé un ralentissement significatif de l'industrie et du commerce au niveau mondial, avec une chute des volumes d'exportations d'environ 2% par rapport au sommet de 2018, la plus importante baisse des dernières décennies, à l'exception des périodes de récession.

Bien plus que du commerce

L'imposition de droits de douane par les États-Unis à la Chine et la riposte chinoise ont sans aucun doute contribué à cette chute, mais le ralentissement du marché domestique en Chine, dû à la plus grande prudence des ménages et à la croissance limitée des crédits, a également joué un rôle capital. La faiblesse du secteur automobile allemand a encore accentué le marasme industriel. Comme conséquence de cette incertitude accrue, les dépenses d'investissement des entreprises (capex) dans le monde ont, elles aussi, fortement baissé.

En même temps, le secteur des services a également perdu de sa vigueur mais continué à progresser dans la plupart des pays. Grâce au secteur des services, le plus grand employeur dans les pays développés, tout comme dans de nombreux pays émergents, la demande sur le marché du travail a poursuivi sa croissance, et les salaires ont augmenté, bien que peu à peu.

Par conséquent, le moral des consommateurs et leurs dépenses sont restés relativement solides.

Le chemin vers la reprise en 2020

Selon nos prévisions, la baisse dans l'industrie atteindra son niveau le plus bas au cours du premier semestre 2020, ne serait-ce qu'en raison d'un cycle naturel des stocks. Puisque le ralentissement dans l'industrie s'atténue, le risque de «contamination» du secteur des services devrait également diminuer. La politique d'assouplissement menée par la Réserve fédérale américaine (Fed) durant l'année 2019 a contribué à stimuler les crédits, notamment pour les ménages américains. Ce soutien devrait perdurer en 2020, bien que nous ne nous attendions pas à de nouvelles baisses de taux, et favoriser, par exemple, l'acquisition immobilière et d'autres dépenses de la part des consommateurs.

Les réductions des taux d'intérêt par la Fed ont également diminué la pression pesant sur les marchés émergents dépendant de financements en dollar américain. Dans un certain nombre de pays, les banques centrales devraient pouvoir réduire les taux d'intérêt encore davantage, ne serait-ce que parce que l'inflation diminue. En Europe, nous prévoyons un assouplissement progressif de la politique budgétaire, ce qui devrait maintenir le taux de croissance dans

cette région. Toutefois, l'élément clé d'une éventuelle reprise serait une résolution, du moins partielle, de la guerre commerciale. Une baisse des droits de douane serait bénéfique et susceptible d'améliorer le moral, aussi bien aux États-Unis qu'en Chine, contribuant ainsi à relancer les dépenses en immobilisations.

Les principaux risques macroéconomiques

Le principal risque réside dans l'éventuelle poursuite de la guerre commerciale en 2020. D'autres risques géopolitiques, notamment un embrasement potentiel au Moyen-Orient, persistent, mais sont moins probables. En particulier, nous n'envisageons pas que l'économie mondiale souffre d'un choc pétrolier, mais plutôt que la pression sur les prix du pétrole persiste en raison de l'offre excédentaire.

Même dans l'éventualité d'un accord commercial, il semble probable que l'économie chinoise continue à ralentir, du moins au premier semestre 2020. Des dettes hypothécaires élevées, associées à une plus grande incertitude sur le marché de l'emploi, devraient freiner les dépenses des consommateurs, tandis que les décideurs

politiques resteront prudents en termes de mesures incitatives. Le ralentissement de la croissance en Chine continuera à peser sur le potentiel de reprise de ses principaux partenaires commerciaux dans la région. Une escalade des tensions à Hong Kong aggraverait le risque d'une détérioration.

En même temps, les États-Unis devraient se trouver en face d'une élection présidentielle particulièrement polarisée, ce qui pourrait avoir un impact négatif sur le sentiment des entreprises et des consommateurs. L'inflation constitue un autre risque, car si elle devait s'avérer plus importante que prévue, elle pourrait attiser les craintes d'une stagflation. Dans un tel cas de figure, la Fed serait limitée dans ses moyens d'action. Les rendements obligataires pourraient alors augmenter considérablement, et déclencher un durcissement général des conditions financières.

Dans les pages ci-après, nous regarderons les perspectives pour 2020 pays par pays et aussi par région, avec une appréciation tant du scénario de base que des risques.

Ralentissement de l'industrie et du commerce mondiaux

Variations d'année en année (en %, moyenne mobile sur 12 mois)

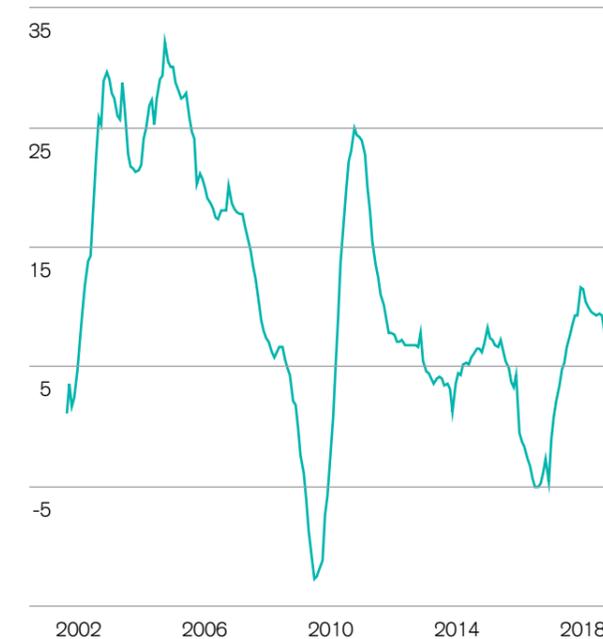


■ Volume des échanges commerciaux
■ Production industrielle

Dernier point des données août 2019
Source Datastream, Credit Suisse

Baisse nette des importations américaines en provenance de la Chine

Variations d'année en année (en %, moyenne mobile sur 12 mois)



Dernier point des données août 2019
Source Datastream, Credit Suisse

États-Unis

Éviter la récession

Croissance: Nous prévoyons pour l'économie américaine une croissance très faible du produit intérieur brut (PIB) en 2020 (1,8%), allant de pair avec un risque élevé de récession (probabilité de 20% à 30% au cours de douze prochains mois) et une inflation de base en hausse, du moins au début de l'année. Tandis que le marché de l'emploi n'augmentera que modérément, la hausse du coût salarial continuera à affecter les bénéfices des entreprises. Une bonne nouvelle pourrait venir d'une reprise dans l'activité industrielle si les États-Unis et la Chine baissaient leurs

droits de douane. Toutefois, leur suppression pure et simple paraît improbable et la guerre commerciale pourrait s'aggraver dans d'autres domaines. Si, par exemple, les États-Unis appliquaient des droits de douane sur les automobiles européennes et que l'Europe ripostait, tant les fabricants européens que les consommateurs américains en souffriraient.

À surveiller: Après trois baisses des taux d'intérêt en 2019, notre scénario de base prévoit le maintien des taux par la Fed. Une autre

baisse serait toutefois plus probable qu'une hausse en 2020, et la Fed pourrait augmenter les achats d'actifs. Alors qu'un éventuel rebondissement de l'industrie, associé à un manque de travailleurs, qui tous deux stimulent l'inflation, seraient en principe un argument en faveur d'une hausse des taux, toute modification de taux semble très peu probable à l'approche des élections.

Chine

Des consommateurs prudents

Croissance: Le gouvernement devrait ramener son objectif de croissance à 5,9%, et les chiffres réels pourraient s'avérer un peu inférieurs à cet objectif. Mis à part l'impact persistant des droits de douane américains, la charge de la dette immobilière, l'insécurité des emplois ainsi que la faiblesse des marchés financiers locaux affecteront probablement la consommation domestique. L'efficacité limitée des allocations de crédits reste un des soucis majeurs, et le secteur industriel restera sous pression en raison des surcapacités constantes et des désavantages concurrentiels

dans certains secteurs. Cependant, si l'on suppose une désescalade du conflit commercial avec les États-Unis et des mesures incitatives modérées, la baisse de la croissance économique devrait être limitée.

À surveiller: À la fin du premier trimestre, le gouvernement chinois pourrait annoncer des dépenses budgétaires supplémentaires pour l'année 2020. Avec une meilleure marge de manœuvre fiscale, les autorités devraient moins compter sur des obligations affectées et plus sur les dépenses immédiates afin de soutenir la croissance, du

moins jusqu'à ce qu'il y ait une meilleure visibilité quant aux élections américaines en 2020 et à la future politique commerciale des États-Unis. Sauf escalade de la guerre commerciale, les autorités chinoises devraient limiter toute dépréciation du yuan.

Zone euro

Soutien financier supplémentaire

Croissance: Nous prévoyons une croissance du PIB de 1%. La désescalade du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine devrait réduire la pression subie par la zone euro et par l'Allemagne en particulier, mettant ainsi fin au recul des exportations et de la production industrielle. Eu égard à la résilience de la demande intérieure et au puissant marché du travail dans la zone euro au cours de 2019, la fin de ce vent contraire devrait permettre à la zone euro d'améliorer progressivement la croissance de son PIB. Une croissance résiliente des

crédits devrait également soutenir l'expansion économique actuelle. Il semble peu probable que la zone euro connaisse d'autres assouplissements de la politique monétaire, mais les décisions prises par la Banque centrale européenne (BCE) en septembre 2019 (baisse des taux et achats d'actifs renouvelés) lui ont déjà donné un peu d'élan.

À surveiller: Le nouveau leadership de l'Union européenne (UE) et de la (BCE) devrait donner une nouvelle impulsion politique. Plus concrètement, l'année 2020 pourrait bien être la première année où

la zone euro enregistre une expansion budgétaire depuis plus de dix ans. De plus, nous pourrions également envisager une interprétation plus généreuse du Pacte de stabilité et de croissance par la Commission européenne, ce qui permettrait à l'Italie et à d'autres pays d'assouplir encore leur politique budgétaire. La poursuite de la guerre commerciale et son extension éventuelle à l'Europe, tout comme un Brexit sans accord, constitue le plus gros risque.

Japon

La dynamique des Jeux Olympiques

Croissance: L'économie japonaise devrait ralentir quelque peu en 2020 (PIB à 0,4%), mais le revirement attendu dans l'industrie mondiale devrait freiner ce ralentissement. La hausse de l'impôt sur la consommation en octobre 2019 pourrait également continuer à peser lourdement. Cependant, dans l'hypothèse qu'une récession mondiale soit évitée, l'économie japonaise sera capable de surmonter les turbulences domestiques. Entre-temps, les Jeux olympiques

de l'été 2020 seront générateurs d'un élan en stimulant le tourisme réceptif. Les investissements publics devraient également conserver leur niveau élevé dans le premier semestre de l'année.

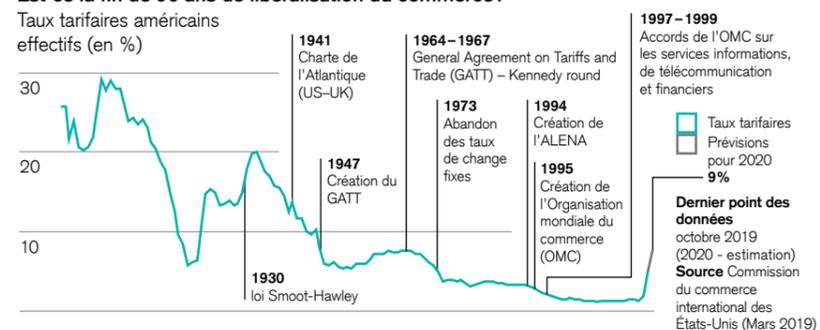
À surveiller: La politique monétaire restera souple en 2020 et au-delà. En effet, la Banque du Japon (BdJ) pourrait éventuellement relever son objectif en termes d'inflation. L'augmentation de l'impôt sur la consommation sera

compensée dans une certaine mesure par des dépenses gouvernementales accrues. Eu égard à sa sensibilité au commerce mondial et à l'économie chinoise, le résultat de la guerre commerciale et l'évolution de la demande chinoise compteront également pour beaucoup. De nouveaux accords commerciaux avec l'UE et les États-Unis seront bénéfiques à long terme.

La guerre commerciale en détail

De la paix commerciale à la guerre commerciale

Est-ce la fin de 90 ans de libéralisation du commerce?

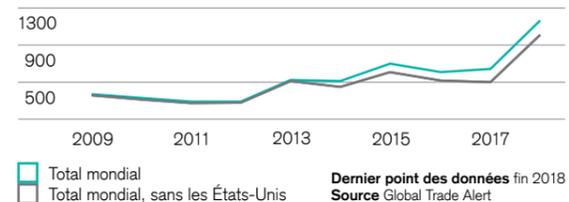


“ Les guerres commerciales sont bonnes et faciles à gagner.

Président Donald Trump
Président des États-Unis,
2 mars 2018 sur Twitter

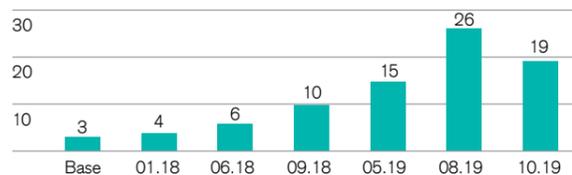
Renforcement des barrières non douanières depuis la crise financière

Nombre de distorsions commerciales rapportées à la fin de l'année (valeur absolue)



Les États-Unis ont accentué leur guerre commerciale...

Taux tarifaire moyen sur les importations en provenance de Chine (en %)



Dernier point des données octobre 2019
Source Peterson Institute for International Economics (2019)

...mais la Chine riposte aux États-Unis en favorisant d'autres pays

Moyenne pondérée par les échanges des droits de douane sur les importations chinoises (en %)



“ Je ne crois pas qu'un quelconque pays va riposter [contre nous].

Peter Navarro
Conseiller de la Maison Blanche pour le commerce,
2 mars 2018 sur Fox News

Beaucoup de perdants...

Les droits de douane affectent les consommateurs, soit directement...

Hausse du prix des lave-linge après les droits de douane américains imposés en février 2018

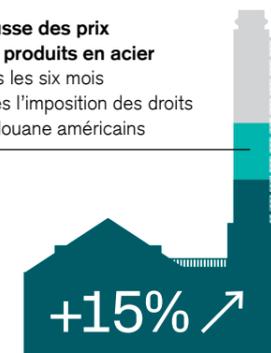
+9%



...soit indirectement, par les prix des intrants plus élevés

Hausse des prix des produits en acier dans les six mois après l'imposition des droits de douane américains

+15%



“ ...c'est moins d'emplois. C'est moins de travail. C'est plus d'incertitude. Cela pèse comme un gros nuage noir sur l'économie mondiale.

Christine Lagarde
Nouvelle présidente de la BCE
Entretien du 23 septembre 2019 sur CNBC

Les droits de douane pèsent sur les plans d'affaires...

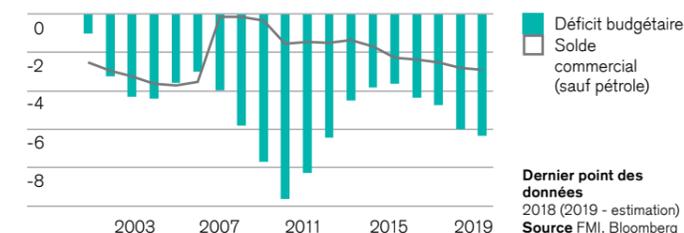
Sondage sur les intentions capex des entreprises américaines (Empire State and Philly Fed), indiciel



Dernier point des données octobre 2019
Source Datastream, Credit Suisse

...sans résoudre les problèmes structurels

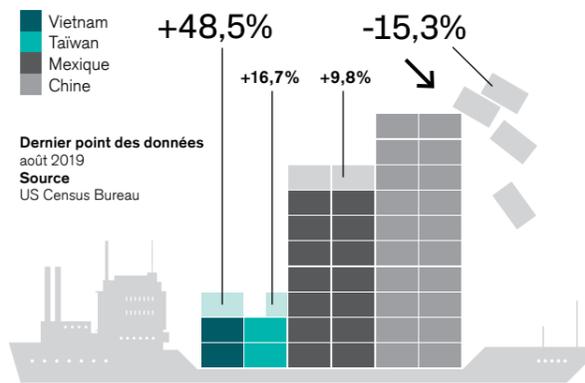
Solde structurel de l'administration publique américaine et solde commercial (en % du PIB)



...et quelques gagnants chanceux

Quelques pays tirent un bénéfice de la guerre commerciale...

Parts et variations des importations américaines entre 2015 et 2019 depuis...



...tout comme les cultivateurs de soja brésiliens

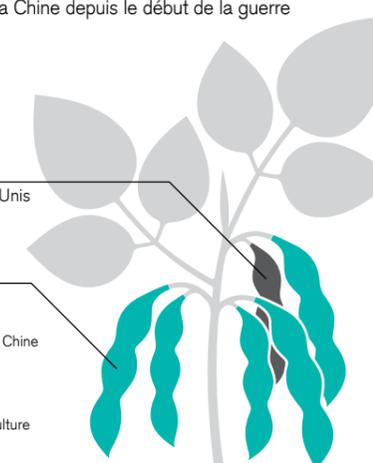
Importations de soja par la Chine depuis le début de la guerre commerciale

■ Brésil 78%*
■ États-Unis 5%*

-83% États-Unis
+30% Brésil

* Part des importations de soja en Chine d'octobre 2018 à février 2019

Dernier point des données février 2019
Source Département de l'Agriculture des États-Unis, IHS



Royaume-Uni

Tout tourne autour du Brexit

Croissance: En supposant un Brexit sans entrave, selon nos principales prévisions pour 2020, la croissance du Royaume-Uni devrait être légèrement supérieure par rapport à 2019. Une majorité conservatrice serait prête à autoriser le Royaume-Uni à quitter l'Union européenne (UE), tandis que le gouvernement travailliste (majoritaire ou en coalition) serait favorable à un deuxième référendum. Un parlement sans majorité

pourrait entraîner un blocage et davantage d'incertitude. Étant donné que, de notre point de vue, un Brexit sans accord est peu probable, un tel scénario provoquerait une récession significative, avec une baisse du PIB réel de l'ordre de 1 à 2%, même si la Banque d'Angleterre (BaA) venait à répondre par un assouplissement de la politique monétaire et si le gouvernement décidait d'assouplir sa politique budgétaire.

À surveiller: L'approche «attendre et surveiller» de la BaA devrait continuer aussi longtemps que l'incertitude autour du Brexit reste élevée. Si le Royaume-Uni devait quitter l'UE avec un accord ou si le Brexit venait à être annulé, il en résulterait une importante hausse des investissements d'entreprises et de la croissance globale. La BaA pourrait alors commencer à augmenter les taux d'intérêt dans le courant de l'année 2020.

Suisse

Le commerce détient les clés de la reprise

Croissance: Nous prévoyons une croissance modérée en 2020, d'environ 1,4%, eu égard à la conjoncture mondiale toujours modérée. La poursuite de l'immigration devrait contribuer au maintien de la demande intérieure, de même qu'un marché de l'emploi solide et une légère hausse des salaires. Les exportations pharmaceutiques conserveront probablement leur nette tendance à la hausse. Le secteur des industries mécaniques et électriques (IME) devrait rester

sous pression en raison de la demande toujours faible de ses principaux marchés d'exportations, dont l'Allemagne et la Chine.

À surveiller: La Banque nationale suisse (BNS) fera tout son possible pour éviter une revalorisation du franc suisse. Alors que nous n'envisageons pas une baisse des taux dans notre scénario de base, elle pourrait néanmoins intervenir si l'économie mondiale restait plus morose que prévue et si d'autres

banques centrales réduisaient leurs taux. Les droits de douane américains sur les exportations pharmaceutiques ou la classification de la Suisse en tant que manipulateur de devises représentent un risque. L'aggravation des tensions géopolitiques présenterait le risque accru d'un nouvel afflux des fonds dans la monnaie refuge qu'est le franc suisse.

ME asiatiques (sans la Chine)

Faible au Nord, plus fort au Sud

Croissance: Les perspectives pour les pays plus évolués en Asie du Nord, c'est-à-dire la Corée du Sud et le Taiwan, restent modestes en raison de la faiblesse du commerce chinois, avec une croissance attendue à peine supérieure à 2%. Quant à Hong Kong, les prévisions dépendent fortement de l'évolution politique locale. Entre-temps, la croissance économique reste nettement plus élevée dans une grande partie de l'Asie du Sud-Est, où le potentiel de reprise est meilleur et l'intégration dans les chaînes d'approvisionnement basées en Chine

moindre. Certains pays, surtout le Vietnam, sont censés en profiter, étant donné que la production se tourne dans leur direction. Singapour a subi un important revers en 2019, en partie à cause de la baisse du commerce mondial et de celui ciblant la Chine; un léger rebond d'environ 1,7% paraît probable en 2020 si les tensions commerciales s'atténuent. La croissance en Inde devrait rester élevée en valeur absolue, autour de 6%, mais toujours bien inférieure à son potentiel, en raison de la faiblesse actuelle dans les secteurs bancaire et immobilier.

À surveiller: Une désescalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine devrait significativement profiter aux pays qui sont étroitement liés aux chaînes d'approvisionnement basées en Chine. Plus important encore est l'évolution de la demande intérieure en Chine et son impact sur les importations de la région. En Inde, qui dépend beaucoup moins du commerce mondial, la stabilité financière et monétaire dans le pays même est une condition essentielle à une reprise réussie.

Australie

Garder un œil sur l'endettement des ménages

Croissance: Alors que la lente augmentation des revenus des ménages, des conditions du marché du logement moins sévères et un important endettement des ménages ont pesé sur la consommation en 2019, la croissance économique a été soutenue par les dépenses publiques. Les investissements en infrastructures devraient continuer à soutenir la conjoncture en 2020. Après une année 2019

plutôt modeste sur le plan économique, nous pensons que l'Australie connaîtra une reprise avec un taux de croissance estimé à 2,8%.

À surveiller: Bien que les prix des maisons aient déjà été légèrement revus à la baisse, l'accessibilité des logements reste toujours faible. C'est pour cela que le secteur immobilier figure en bonne place sur l'agenda politique et que d'autres réformes de l'offre de

logements sont très probables. La Banque de Réserve d'Australie (RBA) a baissé son taux d'intérêt par paliers en 2019, afin de soutenir l'économie du pays, et elle pourrait bien faire de même en 2020. En même temps, le contrôle financier restera une priorité eu égard aux risques de stabilité liés au secteur immobilier.

EMEA

Assumer les revers

Croissance: La Turquie semble avoir été sortie de la récession au deuxième trimestre 2019, et atteindra probablement une croissance de l'ordre de 2 à 3% en 2020. Le taux d'inflation globale, prévu à 12% pour la fin de l'année 2019, pourrait continuer de ralentir après de premier trimestre 2020. La croissance en Russie devrait rester anémique, autour de 1 à 2% seulement, en raison des contraintes démographiques et bureaucratiques peu favorables et de la faible efficacité de l'investissement public. La faiblesse des prix des métaux ainsi que des problèmes structurels tels que la rigidité du marché du travail et un manque d'investissements publics continueront à empêcher une reprise en Afrique du Sud. Un certain nombre d'économies des pays de l'Est ont subi des revers en raison de leur lien

étroit avec l'industrie automobile allemande, mais la croissance devrait rester relativement solide en raison de la forte demande intérieure et de la forte position concurrentielle de ces pays dans d'autres secteurs commerciaux.

À surveiller: En Turquie, la mauvaise gestion politique demeure le principal risque face à l'objectif du président Recep Tayyip Erdogan d'atteindre des taux d'intérêt à un chiffre ainsi qu'une croissance du PIB réel de 5% pour l'année prochaine. L'évolution du paysage politique turc et les risques géopolitiques persistants (quoique ténus) compliquent selon nous également les perspectives. En Russie, une inflation faible (pour les raisons mentionnées précédemment) pourrait préparer la voie à une baisse des taux

d'intérêt. Une reprise en Allemagne serait bénéfique à l'Europe de l'Est. Des risques significatifs d'une baisse de l'inflation sont présents en Afrique du Sud. S'ils parviennent à être surmontés, l'Afrique du Sud sera probablement l'un des rares pays à présenter un vaste potentiel en matière de politique d'assouplissement pour 2020. Les investisseurs vérifieront également de près si Moody's dégrade sa notation de l'Afrique du Sud une fois le budget 2020 présenté.

Taux d'emploi élevé et en croissance constante

Taux d'emploi total aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon (en millions)



Dernier point des données T2 2019
Source Datastream, Credit Suisse

Confiance des consommateurs proche du sommet

Confiance des consommateurs aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon (moyenne pondérée du PIB, standardisée)



Dernier point des données septembre 2019
Source Datastream, Credit Suisse

Amérique latine

La sortie du creux de la vague

Croissance: Le Brésil et le Mexique, les deux plus importantes économies de la région, n'ont enregistré qu'une croissance marginale en 2019. Ceci est dû en partie au ralentissement de l'industrie à l'échelle mondiale, mais l'impact des incertitudes politiques intérieures était bien plus important. Cependant, les perspectives pour le Brésil se sont améliorées avec le vote de la réforme des retraites qui consolidera la stabilité budgétaire à long terme et aura un impact positif sur les privatisations et la poursuite du processus d'assainissement budgétaire. Nous prévoyons une croissance du PIB

de 2,7% en 2020. La croissance devrait également s'améliorer légèrement au Mexique (1,6% en 2020) suite à l'assouplissement de la politique monétaire. En même temps, certains risques intérieurs ont perdu en importance, y compris l'incertitude relative au budget 2020 et aux pressions liées au financement de la compagnie pétrolière Pemex appartenant à l'État. Ceci dit, il faut s'interroger si des investissements supplémentaires par le gouvernement dans le secteur pétrolier auront les rendements escomptés, eu égard à la baisse mondiale des prix du pétrole.

À surveiller: Au Mexique, d'autres réformes telles que la réforme fiscales semblent probables, malgré les tensions politiques. De plus, l'approbation du nouvel accord de libre-échange, connu sous le nom de United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA), par le congrès américain devrait stimuler la confiance, mais cela reste au conditionnel. L'inflation au Mexique est descendue jusqu'à l'objectif de 3% fixé par la banque centrale et devrait rester relativement stable au Brésil (moins de 4%).

Regions

En résumé

Nos analyses région par région donnent une image hétéroclite de la de croissance mondiale. Tant aux États-Unis qu'en Chine, la croissance sera probablement un peu inférieure à 2019. En même temps, la reprise attendue dans la zone euro et dans certains ME devrait compenser quelques faiblesses. Un recul majeur de la croissance mondiale semble peu

probable, à notre avis, étant donné la persistance de politiques monétaires accommodantes, la grande disponibilité des crédits bancaires dans la plupart des régions ainsi que le niveau modéré des prix du pétrole. Mises à part les tensions liées au commerce mondial, nous ne prévoyons aucun choc prévisible susceptible d'entraîner une récession. À noter toutefois que

l'économie mondiale n'était pas loin de la récession en 2019, mesurée par le ralentissement du commerce mondial, par exemple, ce qui doit nous avertir que même des chocs limités, que ce soit de nature géopolitique ou économique, pourraient transformer un recul en quelque chose de bien plus sérieux.



Principales classes d'actifs

Davantage de rendements moins élevés

La plupart des classes d'actifs ont affiché une bonne performance en 2019. Les investisseurs devraient se préparer au fait que ce ne sera pas le cas en 2020, bien que les actifs financiers continueront à profiter de rendements généralement faibles.

Malgré l'intensification de la guerre commerciale et la détérioration de l'économie mondiale, la plupart des classes d'actifs ont affiché une bonne performance en 2019. Nous le devons en grande partie au tournant radical vers un assouplissement opéré par la Réserve fédérale américaine (Fed), qui a stimulé la confiance des investisseurs. Nous prévoyons pour 2020 des rendements inférieurs à ceux de 2019, et ce pour la majorité des classes d'actifs. Bien que nous anticipions une stabilisation dans l'industrie et une atténuation des tensions commerciales, un certain nombre de facteurs pèsera probablement sur les performances.

Les moteurs qui avaient joué un rôle clé sur les marchés financiers en 2019 (la géopolitique, la dynamique économique et la politique de la banque centrale) conserveront sans doute leur influence en 2020, mais certains parmi eux changeront très probablement de cap. D'autres facteurs, comme les fondamentaux des entreprises et le sentiment des investisseurs, auront également leur importance.

La dynamique économique devrait se stabiliser

Alors que nous estimons que la croissance du produit intérieur brut (PIB) devrait s'affaiblir un peu par rapport à 2019, nous anticipons une légère accélération au niveau de la production industrielle (PI). Nos investigations ont montré un lien étroit entre la dynamique de la PI et les marchés financiers. Une meilleure dynamique

de la PI tend à soutenir les actifs à risque tout en mettant les obligations highgrade sous pression.

Les banques centrales montrent plus de retenue

Notre scénario de base pour l'économie mondiale suppose un soutien moins accentué de la police monétaire qu'en 2019. Nos économistes estiment que la Fed et la Banque centrale européenne (BCE) maintiendront les taux d'intérêts en l'état, bien que le programme d'assouplissement quantitatif (QE) de la BCE se poursuive. Une politique monétaire moins accommodante limitera probablement les rendements de la plupart des actifs.

Les jokers de la (géo)politique

Les prévisions en termes de géopolitique sont marquées par une forte incertitude, mais selon notre scénario de base, l'administration américaine tentera de conclure certains accords commerciaux avec la Chine. En cas de succès, un tel résultat profitera aux actifs à risque, notamment les actions asiatiques. Toutefois, il se peut que les États-Unis doivent faire à une campagne présidentielle inhabituellement polarisée en 2020, qui pourrait avoir un impact négatif sur le sentiment des investisseurs. En revanche, la fin de l'incertitude autour du Brexit serait bénéfique aux actifs à risque européens et à la livre sterling. De nouvelles flambées au Moyen-Orient ne sont pas à exclure, bien qu'un conflit militaire majeur semble peu probable.

La pression sur les marges s'intensifie

Les entreprises américaines ont réalisé une rentabilité élevée au cours de ces dernières années: grâce à des salaires modérés, les ventes ont augmenté et le bénéfice s'en est trouvé boosté. Des coupes dans les impôts sur les sociétés aux États-Unis ont également contribué aux profits. Pourtant, ce «conte de fée» touche à sa fin et, à notre avis, les marges seront de plus en plus soumises à une pression vers le bas. Tandis que les coûts des intérêts devraient rester modérés, le coût du travail en revanche devrait augmenter. Un autre élément susceptible de peser sur la rentabilité sont les droits de douane sur les importations en provenance de Chine qui ont entraîné une hausse des coûts de production d'un grand nombre d'entreprises.

Les valorisations privilégient toujours les actions

Cependant, les valorisations relatives sont toujours nettement en faveur des actions. Bien que le rapport cours/bénéfice (C/B) des actions mondiales a affiché une légère tendance à la hausse au cours de l'année passée, a valorisation des obligations highgrade a

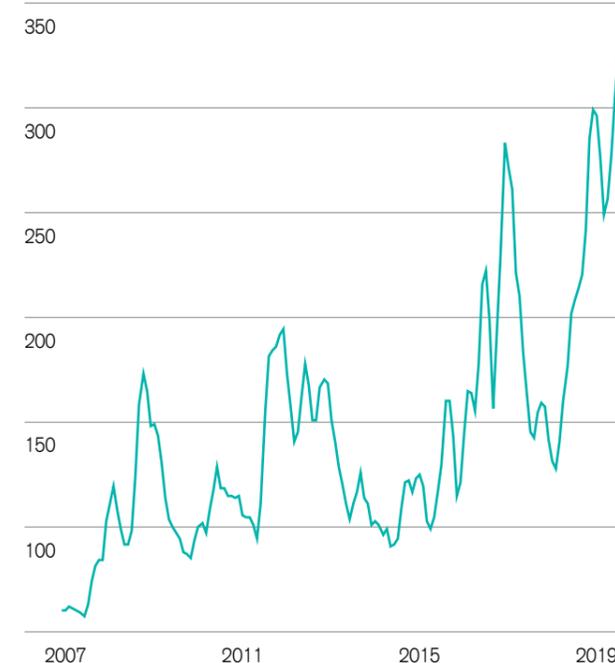
augmenté de façon encore plus marquée alors que les rendements réels ont baissé. Ceci dit, eu égard aux différentes turbulences, nous nous attendons à une baisse des rendements absolus sur les principaux marchés des actions par rapport à 2019.

Le niveau d'endettement des entreprises présente le risque de crédits de faible qualité

Au cours des dernières années, le taux d'endettement des entreprises non financières s'est accru et, d'après certaines mesures effectuées, a dépassé les niveaux qui existaient avant la crise financière mondiale de 2008. Toutefois, les très faibles taux d'intérêts facilitent aujourd'hui grandement le recours à l'endettement. Or, à notre avis, les risques sur les crédits de faible qualité ont augmenté. Nous plaidons donc pour un risque de crédit moyen, qui incite différents segments de la dette des marchés émergents.

L'incertitude de la politique économique a augmenté fortement...

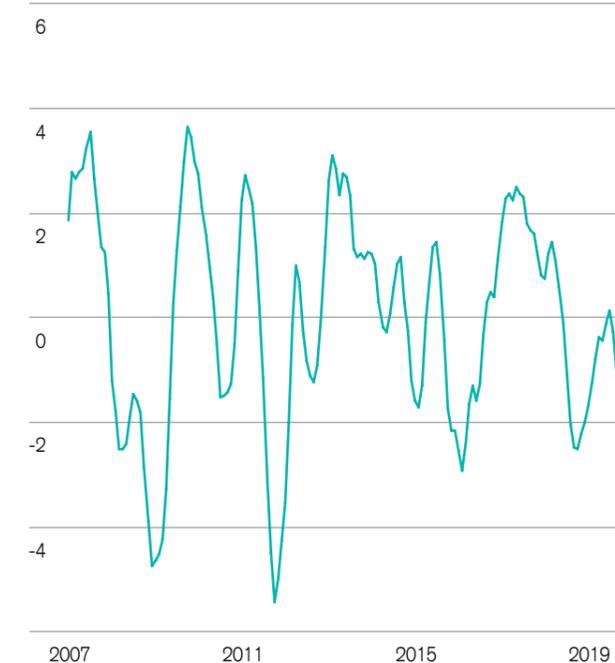
Indices de l'incertitude des politiques économiques



Dernier point des données septembre 2019
Source Datastream, Credit Suisse

...mais les investisseurs ont su garder leur calme

L'indice de l'appétit du risque du Credit Suisse



Dernier point des données 15 octobre 2019
Source Datastream, Credit Suisse

Le juste milieu en matière de crédit

Tandis que les performances des obligations de la meilleure qualité seront probablement négatives en 2020, il existe toujours des opportunités, y compris dans le secteur BB des obligations high yield.



Dans le cadre du ralentissement de l'économie mondiale avec des tensions commerciales continues entre les États-Unis et la Chine, les rendements obligataires ont diminué durant une grande partie de l'année 2019, générant des gains de capital considérables. Au moment où nous écrivons ces lignes, les obligations gouvernementales et de catégorie investment grade (IG) étaient en voie de réaliser une performance nettement supérieure à celle de 2018, malgré le fait que 35% des obligations d'entreprises IG européennes se négociaient déjà à des taux négatifs début 2019.

Rendements en hausse

Selon notre scénario de base, l'économie mondiale devrait connaître une légère amélioration durant l'année à venir et les rendements des obligations IG et d'État pourraient donc croître. Par contre, une telle hausse ferait perdre du capital. Vu la planéité relative des courbes du rendement, le recul serait plus accentué pour les échéances à long terme. Beaucoup d'obligations risquent donc de réaliser des performances négatives en 2020. Si les rendements initiaux sont très faibles, voire négatifs, il sera pratiquement impossible d'éviter ces performances négatives.

Nous n'envisageons des performances positives que pour quelques marchés highgrade tels que les bons du Trésor américain ou les obligations du gouvernement australien. En revanche, les

performances seront probablement négatives dans une grande partie de la zone euro et en Suisse.

Elles seraient susceptibles d'être positives uniquement dans un cadre de profonde récession ou de crise géopolitique. Les rendements du segment highgrade continueraient alors de diminuer et les gains en capital pourraient même dépasser les rendements négatifs initiaux.

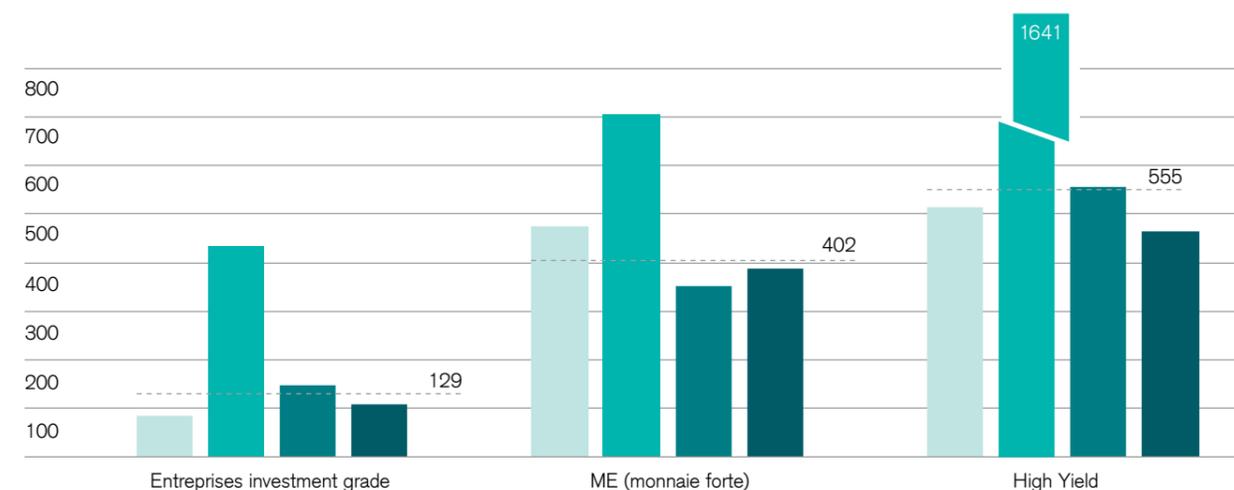
Temps plus durs pour le crédit

Les écarts (ou différences de rendement entre les obligations plus risquées et les obligations gouvernementales) ont également diminué en 2019 dans la plupart des segments de crédit. Par conséquent, les rendements absolus ont fortement chuté dans la plupart des segments. Dans certains secteurs, les rendements paraissent désormais inadaptés à compenser le risque de détérioration des fondamentaux et de défaillance de paiement.

Ceci concerne surtout les débiteurs à cotation très basse (simple B p. ex.) très exposés si l'économie mondiale recule encore. S'y ajoute la hausse du taux d'endettement des secteurs cycliquement vulnérables tels que l'acier et énergie. Or, les rendements, même faibles, dans certains segments de crédit, à la fois IG et high yield (HY), semblent suffisants pour compenser ces risques. Les pages qui suivent vous fourniront plus de détails sur les opportunités et les risques que présentent les titres à revenu fixe pour 2020.

Les obligations des marchés émergents offrent un bon compromis en termes de rapport risque/rendement

Écarts des obligations gouvernementales de base en points de base



El: Bloomberg Barclays Global Agg Credit
ME: JPMorgan EMBI
High yield: Bloomberg Barclays Global High Yield

■ Moyenne 2001-2007
■ Moyenne 2009-2018
■ Moyenne depuis 2001

■ Crise financière mondiale (nov-déc 2008)
■ Actuellement

Dernier point des données 25 octobre 2019
Source Bloomberg, Credit Suisse

Approche restrictive de la catégorie investment

Contexte: Bien que les rendements en IG soient très faibles en termes absolus, nous continuons à entrevoir des opportunités intéressantes dans cette catégorie. Pour la plupart de ces obligations, une baisse de leur cote semble improbable, même dans un environnement de croissance économique modérée.

Opportunités: Nous estimons que les obligations d'entreprises investment grade en dollars des marchés émergents (ME) offrent encore des opportunités intéressantes, essentiellement eu égard à certains marchés asiatiques, où les préoccupations par rapport à l'impact du commerce entre les États-Unis et la Chine ont

provoqué une hausse des écarts, même si les fondamentaux des entreprises restent solides. Quelques hybrides européens dans des secteurs non-cycliques, à l'instar des approvisionnements eau/gaz/électricité et de la communication, offrent également des rendements intéressants ajustés au risque.

High yield: accent mis sur les obligations financières subordonnées

Contexte: Les écarts HY pourraient continuer à s'élargir aussi longtemps que les craintes de récession persistent, avec les obligations cotées B plus vulnérables à une hausse des rendements plus nette. Cependant, nous estimons qu'il existe toujours des opportunités dans le secteur BB de qualité légèrement supérieure.

Opportunités: Nous y incluons des obligations financières subordonnées. La pression continue des instances régulatrices sur les banques concernant l'amélioration de leurs bilans et le recul de la tendance aux prêts peu rentables, notamment dans la périphérie de l'Europe, devrait y contribuer. Les obligations HY conformes aux

standards en termes d'environnement, de protection sociale et de gestion des entreprises (ESG) gagnent tant en attractivité qu'en actualité.

Les obligations des ME: bon rapport risque/rendement

Contexte: Les écarts ont moins baissé dans les indices des obligations ME depuis la crise financière de 2008 par rapport à un certain nombre de segments ayant un risque de crédit plus élevé dans des marchés développés où le taux d'endettement est souvent plus élevé. Ces derniers ont peut-être plus bénéficié, bien qu'indirectement, des programmes d'achat d'actifs des banques centrales qui se sont concentrés sur des obligations d'économies développées. Inversement, les obligations ME offrent désormais une meilleure prime de risque dont les investisseurs peuvent profiter.

Opportunités: La position plus qu'accommodante de la Réserve fédérale américaine devrait bénéficier aux ME qui sont tributaires de financements en USD. Les fondamentaux économiques dans certains des pays qui empruntent le plus, comme le Brésil, le Mexique et la Turquie, devraient continuer à s'améliorer en 2020. La baisse des taux d'inflation devrait contribuer à ramener les taux d'intérêts domestiques dans bon nombre de pays, ce qui serait plus particulièrement favorable à des obligations ME en monnaie locale. Toutefois, comme plusieurs monnaies pourraient se trouver sous pression, il convient d'adopter une approche sélective.



Marchés frontières:
La nouvelle donne en matière de haut high yield

En savoir plus:
[credit-suisse.com/
frontiermarkets/fr](https://credit-suisse.com/frontiermarkets/fr)

Attitude conservatrice avec les titres adossés à des actifs

Contexte: Depuis que l'on considère les instruments de crédit structurés, plus communément connus sous le terme de titres adossés à des actifs (TAA), comme ayant été l'un des principaux catalyseurs de la crise financière de 2008, ceux-ci souffrent souvent d'un certain scepticisme. Nous pensons néanmoins qu'il existe diverses opportunités intéressantes dans ce domaine. Il faut toutefois rester prudent dans certains secteurs, y compris pour certains TAA traditionnels sur les marchés américains et européens.

Opportunités: Les obligations sécurisées européennes continuent à offrir des rendements modérés et à bénéficier d'une cote de crédit élevée. Les obligations structurées adossées à des emprunts (CLO), plus particulièrement les tranches senior et mezzanine, sont aussi un bon compromis en termes de rapport risque/rendement. En général, elles sont moins affectées par la hausse des taux de défaut que les obligations HY ou les prêts à effet de levier. De surcroît, leur caractéristique de taux variable offre un tampon contre une

remontée des taux longs. Plus de la moitié des émetteurs de TAA américains, en revanche, proviennent de l'industrie automobile qui est en train de subir un changement structurel.

Accent mis sur les secteurs de croissance et les dividendes

Malgré les nombreux vents contraires, l'indice MSCI World a offert aux investisseurs un rendement total tout juste supérieur à 20% durant les dix premiers mois de 2019, ce qui est largement supérieur au rendement moyen de l'année. Nous prévoyons une performance plus mitigée en 2020, du fait que les banques centrales mondiales reviennent sur les réductions des taux d'intérêt.



En 2019, l'impact négatif de la diminution de la dynamique de croissance sur les actions était plus que contrebalancé par la stimulation significative exercée par les faibles taux d'intérêt. Nous prévoyons une stabilisation de la croissance économique en 2020. Nous nous attendons à ce que les banques centrales n'offrent qu'un soutien supplémentaire limité, mais les conditions de liquidité devraient rester accommodantes. À notre avis, la Réserve fédérale américaine (Fed), notamment, ne baissera pas ses taux d'intérêt ou, dans le meilleur des cas, que très légèrement, à l'inverse de ce que le marché attend actuellement. Il faut de surcroît s'attendre à ce que la pression sur les marges s'accroisse avec la hausse du coût salarial. Des rendements mitigés des actions semblent donc probables.

Un scénario de base positif pour les actions

Notre scénario de base pour les actions reste néanmoins positif. Puisque les tensions géopolitiques faiblissent et que la guerre commerciale s'atténue, du moins dans une certaine mesure, le climat des affaires devrait s'améliorer et contribuer à une reprise de la production industrielle (PI). Des dépenses fiscales supplémentaires, plus particulièrement en Europe, et les effets résultant de l'assouplissement monétaire en 2019 devraient également agir en faveur de la croissance économique et des ventes. En fin de compte, les valorisations relatives continueront à privilégier clairement les actions. Les secteurs axés sur la croissance et les actions qui profitent des changements de la société soutenus à long terme ne semblent pas prêts à abandonner leur surperformance. Les actions qui dégagent des dividendes stables sont également favorisées.

Il faut surveiller les marges

Depuis la crise financière, les bénéfices des entreprises ont généralement été dynamisés par des charges modérées. Tandis que certains inducteurs de coût resteront à l'écart, ce ne sera pas le cas de tous. Le coût des intérêts restera très faible dans un proche avenir et pourrait même baisser, puisque les dettes arrivant à échéance sont refinancées à des taux inférieurs. Les salaires ont cependant connu une augmentation plus accentuée dans les pays développés, notamment aux États-Unis.

La hausse de la part des salaires est un phénomène typique en fin de cycle qui pourrait durer pendant plusieurs années, même si l'économie devait entrer en récession. De plus, même si la hausse de la productivité s'est améliorée, elle ne semble pas hausse de la capacité compenser complètement ces coûts supplémentaires. Des coûts salariaux en hausse pourraient diminuer les flux de trésorerie. Conjugués à des effets de levier financiers déjà importants, ceci pourrait limiter les rachats de titres, ce qui était un moteur important au cours de ces dernières années.

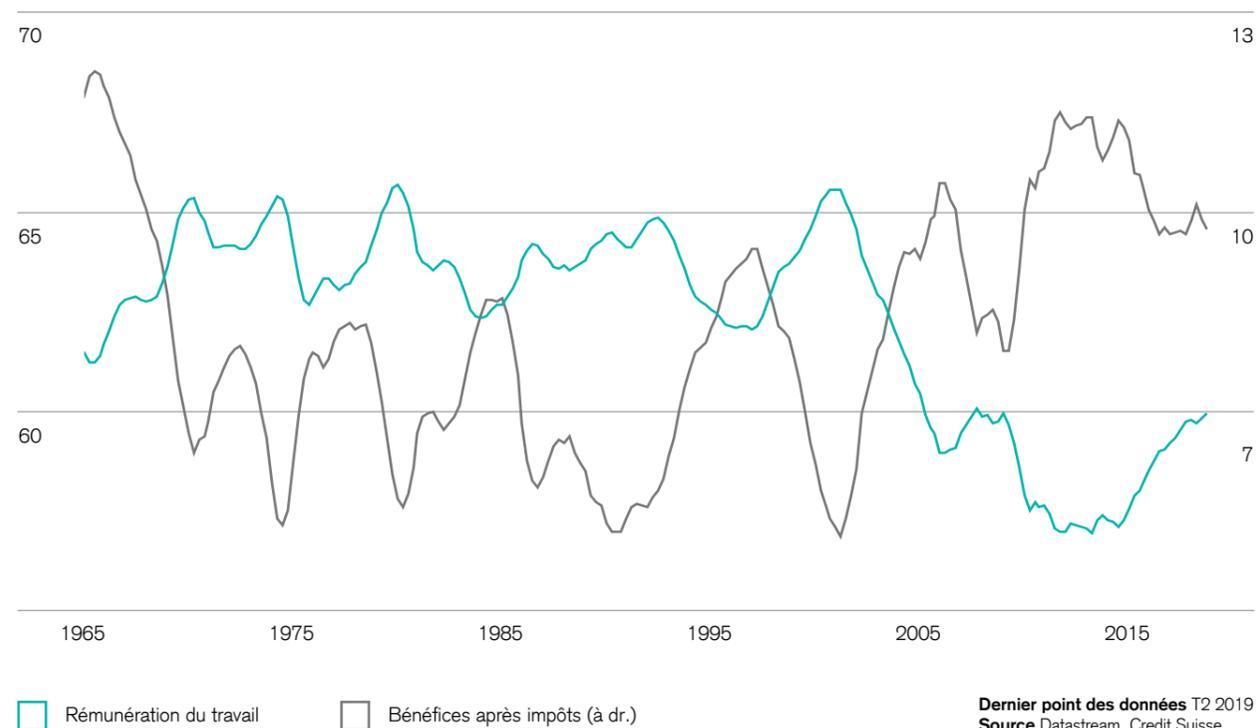
Le facteur X: les élections présidentielles aux États-Unis

La période avant les élections présidentielles et législatives américaines en 2020 pourrait également avoir un impact significatif sur les marchés des actions, bien qu'il n'y ait aucune preuve statistique absolue que les performances des actions dans une année électorale se distinguent des autres années.

Ce qui pourrait changer la donne cette fois-ci, c'est que l'année électorale pourrait être plus mouvementée que d'habitude en raison de la grande fracture qui existe dans l'électorat américain. De plus, si les sondages sont clairement en faveur de l'un des candidats démocrates tendant vers la gauche, plusieurs secteurs qui sont exposés à des interventions futures éventuelles du gouvernement (p. ex. la santé, l'énergie ou les finances) pourraient se trouver sous pression.

La part des bénéfiques risque de baisser

Parts de bénéfices après impôts et rémunération du travail dans le revenu national des États-Unis (en %, moyenne mobile sur 4 trimestres)

**Trouver des recettes dans un environnement à faible rendement**

Malgré nos prévisions de rendements des actions dans la partie moyenne à un chiffre l'année prochaine, les performances seront probablement nettement meilleures que pour les obligations de catégorie investment grade. Les actions des entreprises qui versent des dividendes durables devraient bénéficier d'un soutien solide.

En nous basant sur les cours des actions aujourd'hui, nous estimons que les rendements en dividende de l'indice MSCI World se situeront autour de 2,5%. Dans certains secteurs, comme les services financiers, l'énergie ou l'approvisionnement en eau/gaz/électricité, les dividendes devraient rester supérieurs à la moyenne.

Les pourvoyeurs de croissance

Les investisseurs axés davantage sur la croissance pourraient envisager des secteurs à forte conviction ou des thèmes à fort potentiel de croissance. Parmi ces domaines se trouve les technologies de l'éducation qui s'apprentent à enregistrer une forte croissance, du fait que l'éducation a de plus en plus recours à des outils numériques et, par conséquent, offre davantage d'efficacité et d'impact.

Séparément, la durabilité prend de plus en plus d'importance, non seulement pour les consommateurs et les entreprises, mais aussi pour les investisseurs. Nous sommes persuadés que nous nous trouvons au début d'une transition vers une économie plus durable. Alors que certaines entreprises et branches pourraient se trouver sous pression, de nouvelles opportunités significatives devraient se présenter. Nos cinq Supertrends à grande conviction évoquent ces sujets et d'autres thèmes hautement pertinents. Veuillez vous référer à la page 40 pour plus de détails.

Une vue d'ensemble des principaux marchés

États-Unis: une surperformance attendue malgré des obstacles

Depuis le début du marché haussier en mars 2009, l'indice S&P 500 surpasse d'autres marchés par des marges élevées (autour de 210% par rapport au MSCI EMU et autour de 245% par rapport au MSCI Japan) et ce, grâce à une croissance économique supérieure à celle d'autres pays, stimulée par la demande intérieure, et au fort poids du secteur informatique. Son potentiel est toutefois limité par une pression accrue sur les marges, résultant de la hausse des salaires, de la disparition des effets des réductions de l'impôt sur les sociétés en 2018, du moindre soutien par la Fed et peut-être, de l'incertitude autour de l'élection présidentielle.

Zone euro: le soutien de la BCE contre la guerre commerciale

Eu égard aux préoccupations politiques et à la faiblesse industrielle, les actions de la zone euro ont bien résisté en 2019. Elles ont certainement profité du retour vers un assouplissement monétaire et du recul de l'euro qui l'accompagnait. Toutefois, considéré en USD, le marché a enregistré une sous-performance de 4,3% par rapport à l'indice S&P 500. Quant aux perspectives pour 2020, nous pensons que le marché bénéficiera, entre autres, de la politique monétaire conciliante de la Banque centrale européenne, d'une décision sur le Brexit et d'une évaluation faible. Les principaux risques sont l'éventuelle escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine et les potentiels droits de douane sur les véhicules européens.

Royaume-Uni: les perspectives post-Brexit

Le marché britannique a enregistré une importante sous-performance au niveau des actions internationales en

2019. Ceci n'était toutefois pas en soi dû à l'incertitude autour du Brexit, mais résultait plutôt de la faiblesse du secteur des matériaux qui compte pour une part importante sur le marché britannique. Nous pensons qu'en 2020, ce marché fera partie des plus faibles, du fait que le ralentissement de la croissance impacte les matériaux. Un Brexit doux augmentera paradoxalement la pression sur les secteurs axés sur l'exportation puisque la livre sterling montera très probablement de manière significative. Les entreprises de moindre envergure ciblant le marché domestique devraient toutefois en profiter. Dans le cas peu probable d'un Brexit dur, nous prévoyons d'importants assouplissements par la Banque d'Angleterre et une livre sterling beaucoup moins forte.

Suisse: elle continue sur la bonne voie

Les actions suisses ont poursuivi leur forte performance en 2019, stimulée en partie par le géant des biens de consommation du marché. Nos perspectives pour 2020 prévoient une performance continue, mais non extraordinaire, car le marché défensif qu'est la Suisse devrait réaliser une sous-performance sur les marchés plus cycliques si la production manufacturière mondiale augmente. En cas de succès, la Banque nationale suisse fera des efforts pour empêcher le franc suisse de prendre trop de valeur. Une monnaie suisse moins forte, associée à une courbe de rendement plus accentuée, serait notamment favorable au secteur financier. Un revirement dans la politique de santé aux États-Unis après l'élection présidentielle en 2020 implique un certain risque pour les entreprises pharmaceutiques suisses.

Actions Chine/ME: tout dépend de la désescalade de la guerre commerciale

Les actions des marchés émergents (ME) ont enregistré une nette sous-performance depuis le début 2018 par rapport aux marchés développés. Le durcissement de la politique de la Fed avait affaibli plusieurs marchés qui dépendent de fonds américains à bas prix. La situation s'est encore aggravée lorsque les États-Unis et la Chine ont lancé leur guerre commerciale. À noter que la Chine et d'autres marchés d'Asie du Nord représentent plus de 55% de l'indice MSCI EM. Une désescalade de cette guerre profiterait donc aux actions ME, même si d'autres facteurs, tels qu'une plus faible croissance en Chine, pourraient atténuer la reprise. Une inflation plus faible et une politique monétaire plus souple devraient continuer à bénéficier aux ME tels que le Brésil.

Japon: l'espoir d'une amélioration du cycle PI

L'année dernière était décevante pour ceux qui avaient investi dans des actions japonaises, car l'économie japonaise a aussi souffert du conflit commercial USA-Chine. Nous estimons que la conjoncture du marché japonais devrait s'améliorer en 2020, sachant qu'une reprise du cycle PI mondial et le rétablissement des dépenses d'investissement profitera plus au marché cyclique du Japon qu'à d'autres. Avec un rapport cours-bénéfice prévisionnel supérieur à 13, l'évaluation du marché est attractive. La promesse de la Banque du Japon de maintenir une attitude accommodante et de limiter la hausse du yen est également un élément positif.

Point de vue du secteur

Les indicateurs directionnels illustrent les points de vue stratégiques à compter d'octobre 2019, période de 3 à 6 mois.

Vents arrière

Vents contraires

- Les innovations (comme la 5G, l'Internet des objets, l'intelligence artificielle [IA], la numérisation) constituent un facteur de croissance
- Les logiciels sont porteurs d'une amélioration de la productivité



TI

- La saturation du marché des smartphones limite les ventes de matériel
- L'incertitude provoque un ralentissement des investissements des entreprises

- La hiérarchisation des banques centrales devrait augmenter la rentabilité des banques européennes
- Valorisations attrayantes, amélioration des fondamentaux (comme la rentabilité des fonds propres)



Finance

- Une courbe de rendement plate réduit les marges nettes d'intérêts
- Pressions sur les marges dans le commerce de détail et la gestion de fortune

- Taux de croissance élevés du divertissement sur plateforme mobile (jeux vidéo, streaming de vidéos)
- Remplacer les médias traditionnels par la publicité en ligne offre un important potentiel de revenu



Services de communication

- La pression réglementaire, p. ex. la loi sur les cartels ou les enquêtes relatives à la vie privée, remet en question les modèles d'affaires
- La création de contenus et les pressions liées à la conformité entraînent des dépenses importantes

- Rendements en dividendes attrayants
- Un secteur défensif, l'incertitude économique ou les litiges commerciaux n'ont qu'un impact limité



Services d'utilité publique

- Valorisations élevées
- Des rendements obligataires un peu plus élevés rendraient moins attrayants ces titres comparables aux obligations

- Rendements en dividendes attrayants
- Hormis dans le commerce de détail, les prix de l'immobilier commercial devraient rester stables



Immobilier

- Des rendements obligataires un peu plus élevés rendraient moins attrayants ces titres comparables aux obligations.
- Le commerce électronique rend moins attrayants les objets du commerce de détail

Vents arrière

Vents contraires

- Population vieillissante
- Meilleure couverture de santé et meilleur accès pour les marchés émergents



Santé

- Objectifs des candidats aux élections américaines de 2020: risques politiques élevés, coûts et couverture de santé
- Risque de procès lié au fléau des opiacés

- La résolution, même partielle, des conflits commerciaux a le potentiel de lever l'incertitude économique
- Augmentation potentielle des dépenses d'infrastructure dans plusieurs pays



Industrie

- L'incertitude économique réduit les investissements des entreprises et la production industrielle
- La croissance des revenus pourrait décevoir

- Rendement en dividendes attrayant
- Un secteur défensif, favorable si l'incertitude économique persiste



Biens de consommation

- Valorisations élevées
- L'attractivité du secteur des titres semblables aux obligations s'annule avec la remontée des taux d'intérêt attendue

- Des marchés du travail forts, une hausse des salaires et du bilan des ménages encouragent la demande et la consommation
- Des taux d'intérêt bas encouragent la consommation de biens durables liés au foyer



Consommation discrétionnaire

- Si le conflit sino-américain continue, un ralentissement de la production pourrait contaminer les marchés du travail et la demande
- L'e-commerce, un défi structurel pour le commerce de détail traditionnel

- Les tensions géopolitiques pourraient perturber l'offre et donc augmenter la prix de risque des prix du pétrole
- Rendement en dividendes attrayant



Énergie

- La faible production, une Chine ralentie, réduit la croissance de la demande alors que le pétrole de schiste américain étouffe une offre déjà excédentaire
- La pression face aux défis climatiques pourrait accélérer le passage aux solutions énergétiques durables

- Les taux d'intérêt bas pourraient stimuler la demande liée à la construction
- Valorisation attrayante



Matériaux

- La faiblesse de l'économie mondiale et le dollar fort agissent comme un frein
- Niveau des rendements au plus bas

Supertrends

Quel est le point commun entre l'augmentation du nombre d'animaux domestiques, les grèves scolaires pour le climat et la nouvelle génération de réseaux 5G? Tous témoignent des changements sociétaux profonds que nous avons identifiés lors du lancement de nos cinq Supertrends en 2017.

Notre système Supertrends aborde une large palette de sujets actuels: un monde de plus en plus multipolaire, l'infrastructure, le vieillissement de la population, l'influence de la prochaine génération, la rapidité du progrès technique. Les Supertrends analysent les forces motrices structurelles et sont conçus pour parer à la volatilité des cycles économiques. Ils ont pour objectif d'améliorer le profil risque/rendement d'un portefeuille donné et de surperformer la tendance du marché à long terme. Nos convictions demeurent positives concernant ces tendances et nous confirmons chacun de nos cinq Supertrends et les 20 thématiques associées.

Nouvel ajout: les technologies pédagogiques

En juin 2019, le cadre de nos Supertrends a été doté de nouvelles perspectives pour proposer aux investisseurs davantage d'opportunités d'investissement. Le Supertrend «économie des séniors» montre, par exemple, un nombre croissant de personnes âgées ayant un animal de compagnie. Les besoins alimentaires et vétérinaires des animaux domestiques devraient donc entraîner une croissance du marché de plus de 200 milliards de dollars d'ici 2025. Concernant notre Supertrend «les valeurs des Millenials», le streaming de vidéos et de musique, les jeux en réseau et les réseaux sociaux forment le quotidien de la génération Z. Celle-ci exige à son tour des technologies pédagogiques (l'éducation à l'aide d'outils technologiques), dont les débuts laissent présager une transformation majeure. La croissance de l'éducation numérique est estimée à plus de 400 millions de dollars pour les

cinq prochaines années. Dans notre Supertrend «technologie», nous avons élargie le sous-thème «numérisation» pour inclure la 5G et son impact sur le big data.

De plus, le critère de protection sociale et de gestion des entreprises (ESG) reste un sujet clé, tout comme l'objectif d'investissement, en particulier pour la génération Y dont les voix en faveur d'une consommation responsable deviennent de plus en plus fortes.

Tous les marchés et secteurs comprennent des thèmes d'investissement à long terme

La conception modulaire des Supertrends permet aux investisseurs de choisir des valeurs individuelles, davantage de thèmes de niche ou des Supertrends plus complets. Les cinq Supertrends présentent une large diversification dans la sélection de titres individuels de Crédit Suisse, avec chaque secteur du MSCI World intégré au portefeuille. Les portefeuilles Supertrends sont davantage engagés dans les secteurs des technologies de l'information, de la santé et de l'industrie, qui représentent actuellement presque deux tiers de la sélection de valeurs individuelles. D'un point de vue géographique, les États-Unis comptent pour près de 50% de notre sélection de titres Supertrends, moins que leur part dans le MSCI World. À l'inverse, notre engagement est plus important sur les marchés émergents en réponse aux opportunités de croissance à long terme dans nombre de ces pays et aux tendances sociétales et démographiques mondiales.

Agir pour le changement

Les consommateurs issus de la génération Z en particulier dénoncent les défaillances dans l'industrie des biens de consommation.

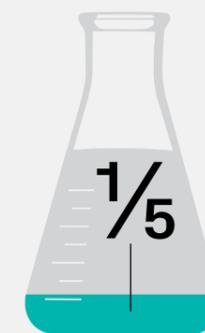


2700 litres d'eau

pour produire un seul t-shirt, soit



T-shirt
Mélange de coton et de fibres synthétiques



de la **pollution industrielle de l'eau** est imputable au traitement et à la teinture des textiles.

Fabrication de **80 milliards** de vêtements par an.



+400%
↗ 2015

10%

des **émissions mondiales de gaz à effet de serre** sont attribuables au **secteur de l'habillement**.



Smartphone

Un seul smartphone se compose de

1000+
éléments différents.



Microsite Supertrends
credit-suisse.com/
supertrends

Rallonger d' **un an** la vie des smartphones en Europe =

2 millions de voitures de la circulation.



70%

des déchets dangereux dans les déchets sont **électroniques**.

Sources
cf. page 65

Le dollar vise un pic de croissance

Le dollar devrait se maintenir dans un premier temps, tandis que le deuxième semestre se montrera propice pour l'euro, qui profitera de la reprise dans la zone euro. Le yuan pourrait connaître une dépréciation plus importante par rapport au dollar en raison de la faiblesse du marché domestique. La livre sterling devrait quant à elle profiter d'une résolution de la situation autour du Brexit.

Principales devises: le dollar risque de perdre son influence

En 2019, le dollar a continué sa progression contre la plupart des monnaies des marchés développés (MD). En cas d'une stabilisation de la croissance et du commerce à l'échelle mondiale, l'euro, qui est sensible à la conjoncture, pourrait regagner du terrain. Or, si la situation géopolitique se détériore ou si la croissance mondiale est en dessous des attentes, le dollar resterait soutenu et le yen et le franc suisse seraient probablement les plus grands gagnants.

Dollar: début 2020, le dollar devrait rester soutenu (avantage en termes de croissance et de taux d'intérêt) ou l'emporter sur la plupart des autres monnaies du G10. Cet avantage peut néanmoins diminuer dans le courant de l'année. De plus, il se peut que les acteurs du marché mettent l'accent sur la surévaluation du dollar et encouragent ainsi des sorties d'actifs en dollars.

Euro: après une décevante année 2019 pour la zone euro, celle-ci devrait connaître une légère amélioration en 2020, en partie grâce à des stimulations fiscales supplémentaires et un certain retour au calme autour du Brexit. L'euro devrait en profiter. Les facteurs à plus long terme, notamment l'excédent croissant du compte courant de la zone euro, devraient également contribuer à sa consolidation. Le retour des préoccupations quant à la stabilité politique et fiscale de l'Italie constitue un risque (à faible probabilité).

Yen: bien que l'aversion au risque à l'échelle mondiale devrait atténuer le potentiel de hausse du yen, nous sommes d'avis que sa sous-évaluation face au dollar pourrait avoir un effet de support. Le fait que la Banque du Japon est contrainte à réduire les taux d'intérêt pourrait s'avérer positif.

Livre sterling: en 2019, la livre sterling a connu des moments de faiblesse en raison de l'incertitude continue autour du Brexit. Nous prévoyons qu'elle aura en 2020 un très grand potentiel de hausse, eu égard à sa nette sous-évaluation et la probabilité croissante qu'un accord sur le Brexit soit conclu et mis en œuvre dans les prochains mois. Dans ce cas, la Banque d'Angleterre serait aussi amenée à durcir sa politique et à maintenir son soutien de la livre sterling.

Franc suisse: le franc suisse est surévalué par rapport à l'euro. Si la zone euro devrait connaître une reprise, le franc suisse céderait probablement du terrain à l'euro. Si les perspectives politiques et économiques sur le plan mondial viennent à détériorer, la Banque nationale suisse continuera sans doute à intervenir pour limiter la hausse du franc suisse.

Monnaies des ME: soutien grâce à une croissance plus solide

La plupart des monnaies des marchés émergents (ME) ont amélioré leur situation en 2019 par rapport à l'année précédente. Grâce à la politique d'assouplissement de la Réserve fédérale américaine, elles bénéficient de ce soutien. Au-delà de ce facteur général, les performances varient néanmoins fortement entre les régions et les pays. En Asie, la Chine a permis au yuan de perdre en valeur afin de compenser la charge des droits de douane américains, qui ont mis d'autres monnaies de la région sous pression. Les monnaies à faible rendement en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique étaient les plus sous-performantes.

Les monnaies des ME débiteront l'année avec un moindre soutien; les taux d'intérêt réels ont considérablement baissé en 2019 dans le contexte de l'assouplissement des politiques monétaires. À l'inverse les évaluations sont, en général, devenues plus attractives. Par ailleurs, la reprise de la croissance devrait être au rendez-vous pour de nombreux ME du fait de conditions financières plus souples.

Yuan: la monnaie a enregistré une sous-performance par rapport à la plupart des autres pays asiatiques en 2019. La moindre désescalade dans la guerre commerciale pourrait réduire la pression, surtout à l'heure actuelle où la monnaie est plus proche de sa juste valeur. Cependant, avec la probabilité que la croissance de la Chine continue à ralentir et que l'excédent de son compte courant sera largement absorbé, nous ne prévoyons aucun avantage durable.

Won de la Corée du Sud: le won de la Corée du Sud a cédé du terrain durant les premiers mois de 2019 en raison de l'étroite intégration de l'économie dans les chaînes d'approvisionnement basées en Chine, mais s'est ensuite rétabli. Il devrait poursuivre sa rémission en cas d'apaisement du conflit commercial, d'amélioration de l'opinion du secteur technologique et, enfin, parce qu'il est clairement sous-évalué.

Roupie indienne: les réformes potentielles des lois relatives à la fiscalité, à l'emploi et aux investissements pourraient attirer au fil du temps des investisseurs étrangers qui seraient bénéfiques à la monnaie. L'évaluation est juste, mais le soutien faiblit.

Peso mexicain: le peso mexicain est l'un des grands gagnants de la guerre commerciale, puisque les revers en Chine profitent aux exportations du Mexique. Entre-temps, la pression politique a diminué après la signature d'un nouvel accord commercial entre les États-Unis, le Canada et le Mexique. Étant donné les prévisions d'une reprise modérée de la croissance et de la position prudente de la banque centrale, le support du peso mexicain ne devrait baisser que progressivement. L'évaluation est favorable.

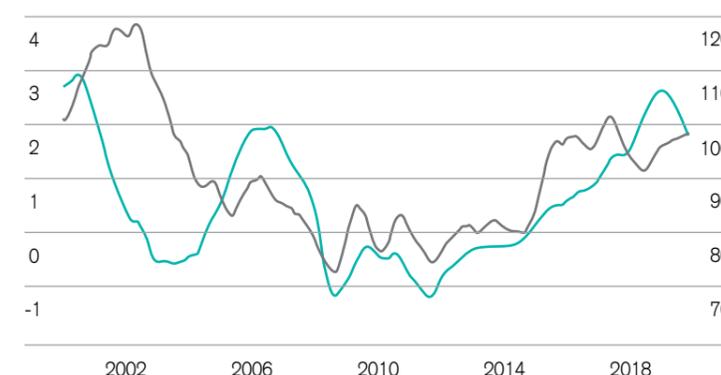
Real brésilien: il a bénéficié d'une meilleure évaluation, et la croissance semble se stabiliser, avec des indices économiques étonnants aux niveaux les plus hauts depuis plus d'un an. Puisque la réforme des retraites est presque achevée, l'attention devrait se concentrer maintenant sur la réforme fiscale. Nous ne nous attendons pas à une réduction du taux de référence Selic par la banque centrale au-delà de l'anticipation actuelle du marché. La monnaie devrait se maintenir.

Rouble russe: un fort excédent du compte courant et un faible taux d'endettement sont toujours bénéfiques pour cette monnaie. Toutefois, après une forte hausse en 2019, le rouble russe a perdu son attractivité en termes d'évaluation.

Nouvelle livre turque: une évaluation fondamentale, un support toujours élevé et une économie en bonne voie devraient compenser l'incertitude relative à la politique. La volatilité devrait cependant rester élevée.

Rand: l'Afrique du Sud n'a pas rattrapé son retard puisque les déséquilibres économiques continuent de s'accroître et que la perspective de réformes structurelles reste sombre. La monnaie restera probablement sous pression.

Les taux d'intérêt à la rescousse d'une baisse du dollar
Écart en points de pourcentage et selon l'indice du dollar



Écart de swap à deux ans (dollar moins les monnaies pondérées G6)
Dollar index (DXY); moyenne mobile sur trois mois (à dr.)

Dernier point des données 24 octobre 2019
Source Datastream, Crédit Suisse



Investissements alternatifs

Les rendements conservent leur attrait

Les investissements alternatifs sont devenus des composants de base de plus en plus fréquents dans les portefeuilles en particulier face aux taux d'intérêt et aux rendements actuels maintenus bas plus longtemps. Ils sont appréciés notamment pour leurs avantages de diversification ainsi que pour la stabilité qu'ils apportent aux portefeuilles. Nous nous penchons d'abord sur le secteur immobilier qui, selon nos attentes, devrait évoluer dans un environnement toujours positif en 2020.

Les investisseurs immobiliers ont été témoins de nombreuses réorientations structurelles ces dernières années. C'est pourquoi ils ont dû ajuster leur stratégie pour saisir les occasions les plus prometteuses.

L'e-commerce profite aux actifs industriels

Concernant les secteurs immobiliers, nous pensons que la tendance structurelle favorisant l'e-commerce au détriment d'entreprises classiques va maintenir la pression sur les commerces traditionnels (comme les centres commerciaux de deuxième choix et les commerces de proximité).

En revanche, les actifs industriels devraient bénéficier de ce changement étant donné que la chaîne logistique liée à l'e-commerce requiert des structures d'entreposage et de logistique bien plus importantes.

Un autre changement structurel dont on parle beaucoup est la croissance des espaces de travail flexibles, qui représentent une part importante de l'offre actuelle : environ 10% sur les principaux marchés américains, 15% au Royaume-Uni, et 12% dans le reste de l'Europe, selon Property Market Analysis. Les investisseurs pourraient augmenter le niveau d'occupation et élargir leur base de locataires

en collaborant avec des fournisseurs d'espace de travail flexible. Cela dit, l'impact à long terme sur les valeurs locatives est discutable, car il existe un risque que de nombreux espaces de bureaux soient remis sur le marché à l'expiration des baux à court terme.

Accent sur la création de revenus et les investissements non corrélés

Les projections d'un environnement d'expansion économique modérée et de politiques monétaires accommodantes profitent généralement aussi bien aux biens immobiliers cotés qu'aux achats immobiliers directs dans le monde entier. Ainsi, nous recommandons l'acquisition directe de biens immobiliers dont le prix ne semble pas encore tenir compte des taux d'intérêts bas. Alors que les rendements de la plupart des marchés se trouvent à l'extrémité basse de leur fourchette historique, les baisses récentes des taux d'intérêt devraient attirer davantage de capitaux. Les rendements issus de l'acquisition directe de biens immobiliers semblent rester stables grâce au revenu locatif, ce qui est favorable en cette fin de cycle potentiellement volatile.

Concernant la stratégie de placement, il s'agit de rechercher des biens de grande qualité pour lesquels la baisse des taux n'est pas encore reflétée totalement dans la valorisation (par exemple où les actifs principaux sont centrés sur des propriétés bien situées avec des baux à long terme). Ces fameuses stratégies à valeur ajoutée, qui ont une faible corrélation avec le marché global, peuvent aussi générer des rendements excédentaires. Il s'agit ici de la valeur ajoutée issue de la reconfiguration et de la rénovation de biens, par exemple.

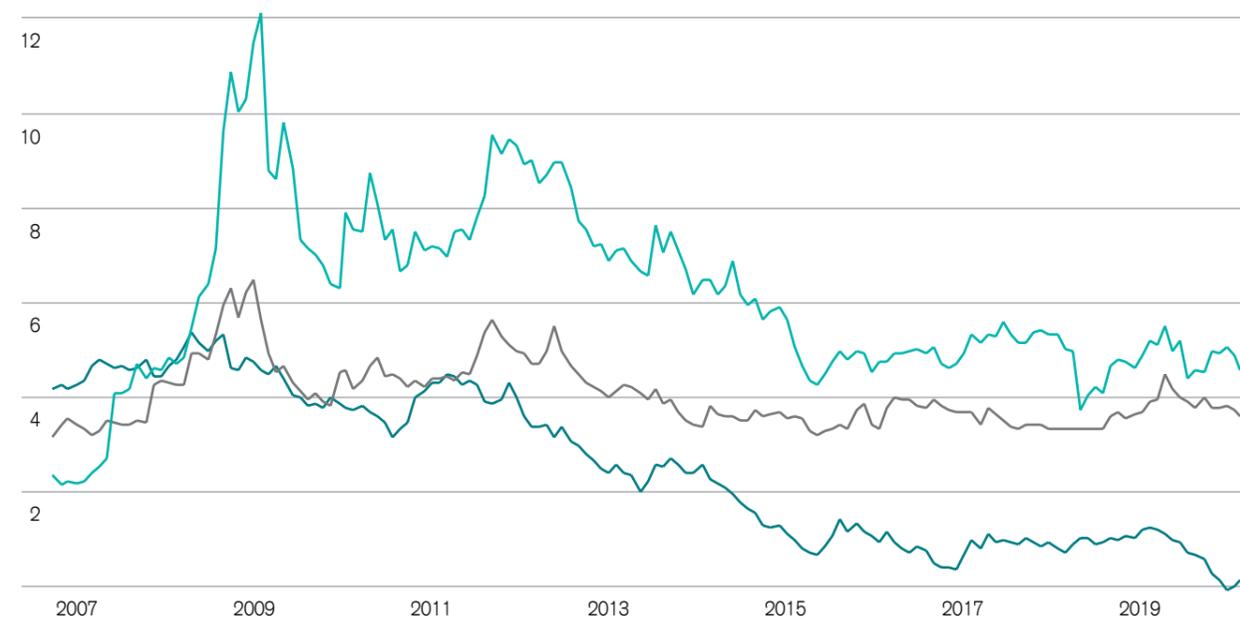
En revanche, les titres de sociétés foncières internationales renvoient déjà la baisse des taux d'intérêt et sont valorisés à un niveau historiquement haut. De plus, la hausse des gains est limitée face au ralentissement actuel de la croissance des marchés sous-jacents. Tandis que les multiples développements et les taux d'intérêt bas ont été à l'origine de la plupart des bonnes performances de 2019, nous pensons que cela sera moins le cas en 2020.

À la recherche de régions aux dividendes élevés

D'un point de vue régional, nous nous concentrons plus sur les dividendes relativement élevés que sur la croissance. Ainsi, nous privilégions la zone euro avec un écart de rendement par rapport aux rendements des obligations d'État supérieur à 500 pb à l'échéance, ce qui est supérieur à la moyenne à long terme. Dans le cas d'un Brexit bien ordonné, nous pensons également que les biens immobiliers cotés au Royaume-Uni présenteront un certain potentiel grâce aux valorisations peu exigeantes, à la structure conservatrice de la dette des sociétés immobilières et à une reprise possible des marchés sous-jacents, notamment celui des immeubles de bureaux de la capitale. Le potentiel de hausse des biens immobiliers cotés aux États-Unis semble limité cependant, car le niveau bas des taux d'intérêt et l'amélioration des perspectives de bénéfices sont déjà rendus dans les prix.

Le rendement immobilier conserve son avantage

Rendements des obligations, des actions mondiales et des actions immobilières (en %)



■ Rendement de l'indice obligataire investment grade de la zone euro
■ Rendement en dividendes à terme sur MSCI zone euro
■ Rendement en dividendes à terme sur l'indice immobilier MSCI zone euro

Dernier point des données 25 octobre 2019
Source Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

La diligence raisonnable est clé

Les marchés privés ont gagné en importance, car les petits gestionnaires d'actifs et les family offices ont tenté de se mettre en avant, et l'apport minimal requis a diminué. Étant donné la nature illiquide des marchés privés, la diligence raisonnable, la bonne sélection de fonds et de gestionnaires sont cruciales.

Le private equity est devenu de plus en plus populaire ces dernières années, mais cette évolution a un coût. Les valorisations des actifs et la concurrence entre les investissements demeurent la préoccupation principale du secteur. Les prêts à contrat allégés sont de retour et de nouveaux acteurs mettent à mal les bénéficiaires du secteur.

Expansion des marchés privés

Le volume des marchés privés a presque doublé ces dix dernières années, l'augmentation des fonds secondaires offre davantage de possibilités et une exposition différenciée, tandis que la transaction moyenne comprend typiquement un effet de levier moins important. Pour les investisseurs, un univers plus large offre un potentiel de diversification plus grand. En 2020, nous prévoyons que le private equity (PE) réalisera un rendement total d'environ 8% par an, légèrement inférieur à la moyenne historique de 9,2%. Des conditions de crédit moins favorables, des niveaux élevés de capitaux non déployés, mais aussi des niveaux de risques généraux plus bas vont limiter les rendements attendus. Cependant, le PE continue d'offrir une prime d'illiquidité correcte par rapport aux actions de sociétés ouvertes.

Accès à un meilleur pricing et à un potentiel à plus long terme

Les fonds PE peuvent permettre d'améliorer la performance ajustée au risque du portefeuille en ciblant des entreprises exposées à une croissance à long terme sur des marchés privés habituellement inaccessibles. Les prix d'entrées des contrats PE dépendent de l'état des marchés de capitaux, tandis que les sorties reflètent plutôt l'évolution réelle d'une entreprise, qui est moins corrélée aux développements sur les marchés de capitaux. Le PE offre donc aux investisseurs un certain degré de diversification. Toutefois, des volumes supérieurs aux investissements historiques et le profil de risque moindre des investissements impliquent une probable diminution des rendements attendus au fil du temps.

Face à cet état de fait, nous recommandons de travailler avec des gestionnaires PE expérimentés qui s'approvisionnent proactivement en dehors des marchés principaux très fréquentés. De tels investissements devraient bénéficier de valorisations inférieures à celles des entreprises au potentiel de croissance plus fort. De plus, une analyse du rendement historique montre que les fonds des gestionnaires situés dans le premier quartile ont tendance à rester dans le même quartile dans 30% des cas (période d'analyse de

1980 et de 2015 basée sur les données Preqin). Ainsi, dans cet environnement de faible croissance et de crainte de risques de fin de cycle, une certaine exposition à des gestionnaires expérimentés actifs sur des marchés habituellement inaccessibles devrait permettre d'atténuer une partie de ces risques de fin de cycle.

Concentration sur les meilleurs fournisseurs et sur des stratégies défensives

Nous pensons que le private equity peut rapporter des rendements supérieurs à ceux des marchés liquides, même dans un environnement de moins en moins favorable. Étant donné l'incertitude persistante et les taux d'intérêt historiquement bas, nous privilégions des stratégies qui offrent des avantages similaires à ceux du private equity tout en offrant une protection contre le risque de baisse, par exemple les actifs réels ou le capital

de croissance. Les principaux risques sont l'illiquidité, les horizons de placement à long terme, le taux d'endettement et la complexité des transactions. Ces risques peuvent être atténués grâce à des investissements diversifiés sur l'ensemble du cycle et à une sélection de gestionnaires chevronnés et expérimentés qui affichent de bonnes performances. La diligence raisonnable ainsi que la sélection de fonds et de gestionnaires sont cruciales au vu de la nature illiquide des marchés privés.

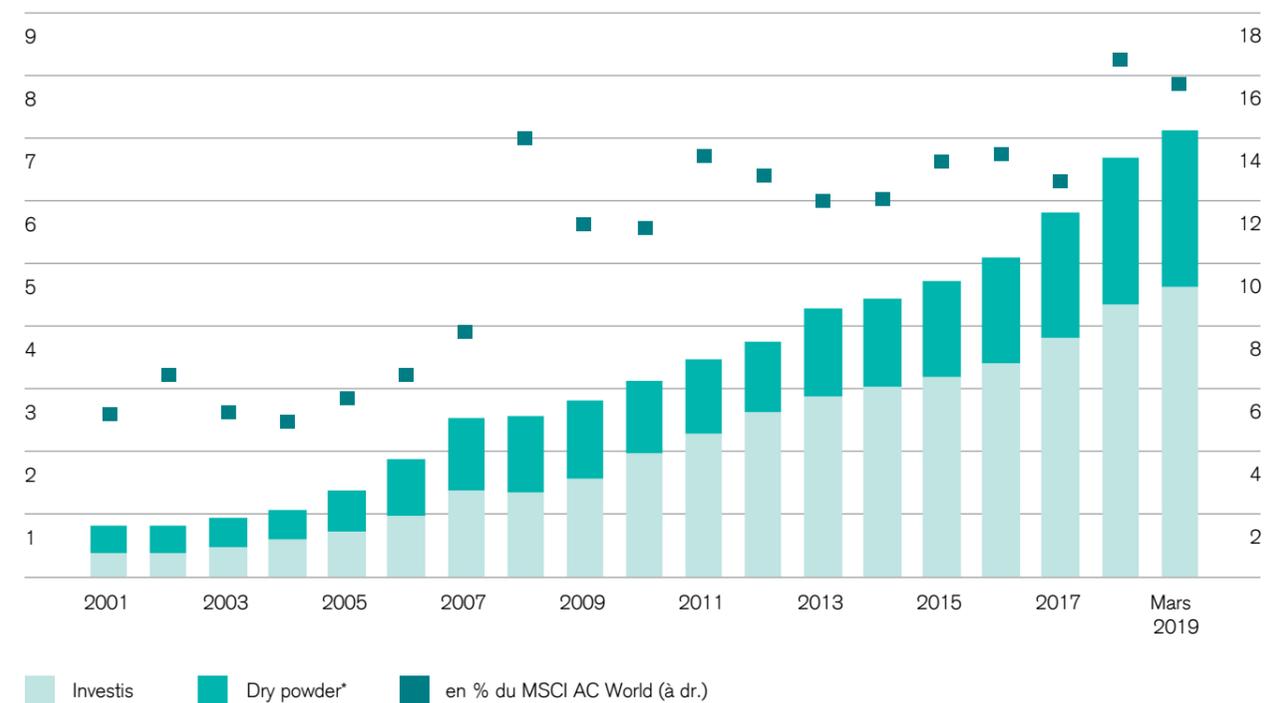


Qu'est-ce que le private equity?

En savoir plus:
credit-suisse.com/
privateequity

D'importants volumes d'investissement ciblent le private equity

Actifs gérés de private equity en milliards d'USD



Dry powder: capital engagé, mais non investi

Dernier point des données 31 mars 2019
Source Bloomberg, Credit Suisse

Des stabilisateurs de portefeuille

En cette période de rendements obligataires extrêmement bas et d'évaluations plutôt élevées des actifs risqués, détenir un portefeuille diversifié de hedge funds (HF) reste une stratégie pertinente. La performance des gestionnaires chevronnés de hedge funds devrait rester modérée, mais supérieure à celle des obligations investment grade.

À la fin du mois d'août 2019, le broad hedge fund index (indice HFRI) en dollars affichait une performance moyenne à un chiffre. Ceci constitue une performance meilleure que celle de 2018 (-4,7%), mais proche de la moyenne à dix ans de 4,28%. De plus, les rendements des différents managers de HF présentaient une forte dispersion, nombre d'entre eux accusant des performances négatives.

Le choix d'un gestionnaire spécialisé est crucial

Les taux d'intérêt bas ont permis aux hedge funds d'augmenter l'effet de levier. En principe, un effet de levier plus élevé expose les hedge funds à des augmentations inattendues des taux d'intérêt. Malgré cela, les fonds plus importants ont connu une augmentation des flux, ce qui a permis de diminuer les risques pour l'industrie grâce à une gestion du risque plus institutionnalisée. Ainsi, à l'inverse des années précédant la crise financière mondiale de 2008, les investisseurs ont pu profiter d'une diminution des risques, qui s'est aussi traduite par des rendements moins élevés. Sur cette base, les performances du secteur demeurent globalement très exposées aux actifs traditionnels. Tout événement majeur sans risque pourrait donc affecter la performance des HF. Dans ce contexte,

nous pensons que des gestionnaires chevronnés de hedge funds capables de générer de la valeur tout au long du cycle peuvent obtenir de bons résultats. C'est pourquoi le choix d'un gestionnaire de fonds spécialisé est essentiel dans notre processus de placement alors que nous rapprochons de 2020.

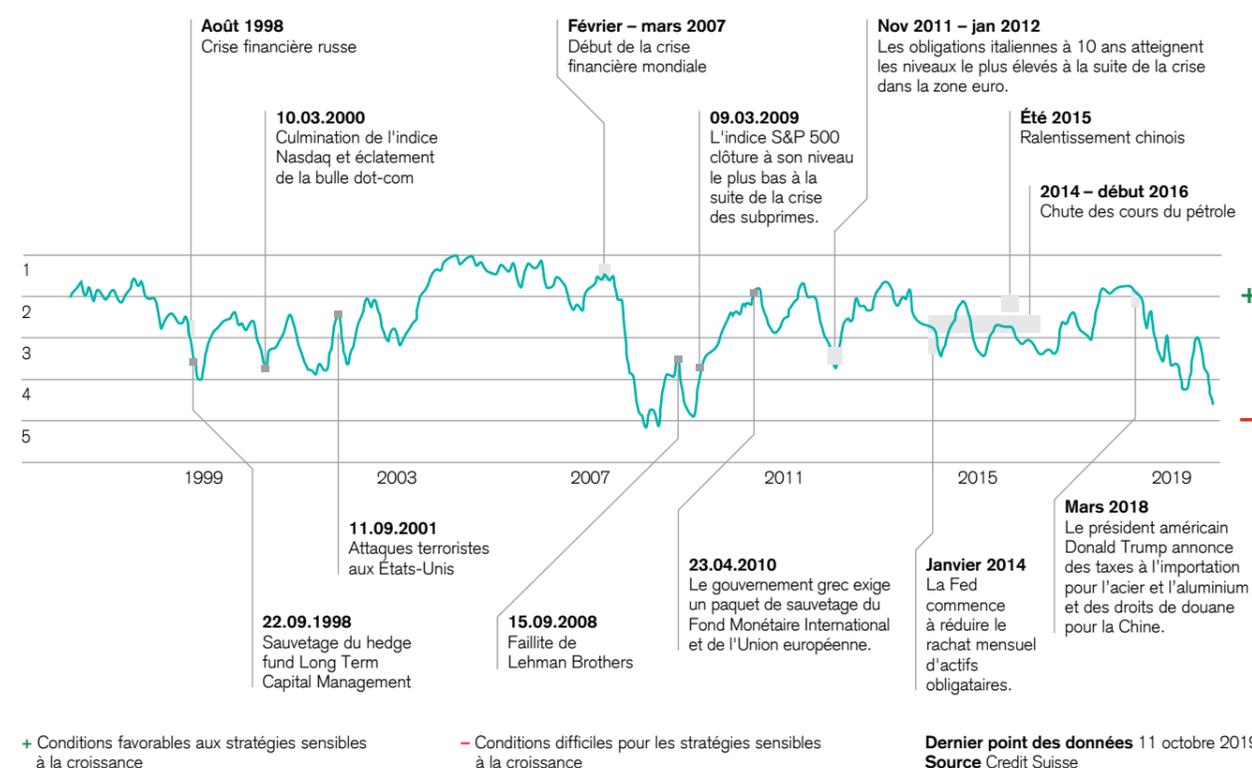
Le baromètre privilégie les fonds à faible bêta

Le baromètre HF de Credit Suisse, qui évalue la volatilité du marché, la liquidité, le risque systémique et les indicateurs du cycle économique, constitue un guide qui permet à nos clients de savoir quel type d'exposition HF est approprié selon l'organisation de marché en cours. Dans la dernière édition du baromètre, la tendance est négative, ce qui indique qu'il faut éviter une exposition au risque des marchés d'actions (bêta) dans l'univers des HF. Ainsi, il s'agira plutôt d'adopter des stratégies de diversification et de positionnement opportunistes long/short, ou encore des stratégies non corrélées favorisant une exposition aux primes de risque alternatives comme le momentum ou le portage. Au-delà de stratégies spécifiques, il est essentiel de s'en remettre à des experts qui font preuve d'une grande diligence et qui se renseignent sur les différents gestionnaires de HF.

“ L'allocation de hedge funds fait l'effet d'un stabilisateur dans les portefeuilles.

Le baromètre suggère un risque élevé

Baromètre Hedge Fund Credit Suisse



En attendant la reprise

Les matières premières ont évolué dans des directions divergentes durant l'année passée, avec des segments cycliques pour les métaux précieux à la traîne au milieu de la production industrielle. Ces divergences devraient diminuer à l'avenir.

En 2019, le cours de l'or s'est redressé tandis que les métaux industriels restaient modestes. Selon notre scénario de base, qui prévoit une stabilisation de la croissance mondiale et un rendement obligataire stable à légèrement en progrès, les métaux industriels présentent un faible potentiel haussier et les prix de l'or devraient se consolider. Les prix du pétrole pourraient accuser une baisse, contraignant l'offre à s'ajuster, avant de remonter.

Les matières premières cycliques en attente d'une reprise de la production industrielle

Les perspectives des produits cycliques resteront moroses aussi longtemps que la production industrielle (PI) sera en berne. Pour imaginer une reprise, il faudrait que les tensions commerciales s'apaisent et que le niveau de confiance remonte. Il semble peu probable que cela se produise dès le premier semestre. Les prix de base des métaux industriels reflètent de surcroît un scénario de croissance négative en Chine. Une stabilisation de la croissance devrait déboucher sur de bonnes surprises. Plus probable pour le cuivre, ce scénario positif ne devrait pas concerner les autres métaux à moins d'une forte reprise de la PI.

Pétrole: offre excédentaire contre tensions au Moyen-Orient

L'association de la faible croissance de la demande et de l'offre importante provenant de pays non membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), et plus particulièrement

des producteurs américains de schiste bitumineux, sont des signes présageant une saturation des marchés pétroliers en 2020. Pour éviter cela, l'OPEP+ (avec la Russie) devra prolonger ou même renforcer les réductions actuelles de l'offre. La production américaine de schiste bitumineux devra également être ralentie. Notre scénario de base prévoit une baisse de prix temporaire afin de stimuler la demande, ce qui devrait entraîner une reprise du secteur. Les conflits armés dans la région du Golfe pourraient quant à eux entraîner un risque de hausse des prix. Toutefois, les puissances régionales et les États-Unis s'efforcent actuellement d'apaiser la situation.

Or: toujours soutenu par la faiblesse des rendements

Les prix de l'or et d'autres métaux précieux devrait rester soutenus tant que les rendements (réels) restent faibles voire négatifs et que l'incertitude économique règne. Alors que les positions longues spéculatives de l'or sont élevées, nous ne voyons pas de facteurs clairs incitant à une baisse majeure de ces positions.

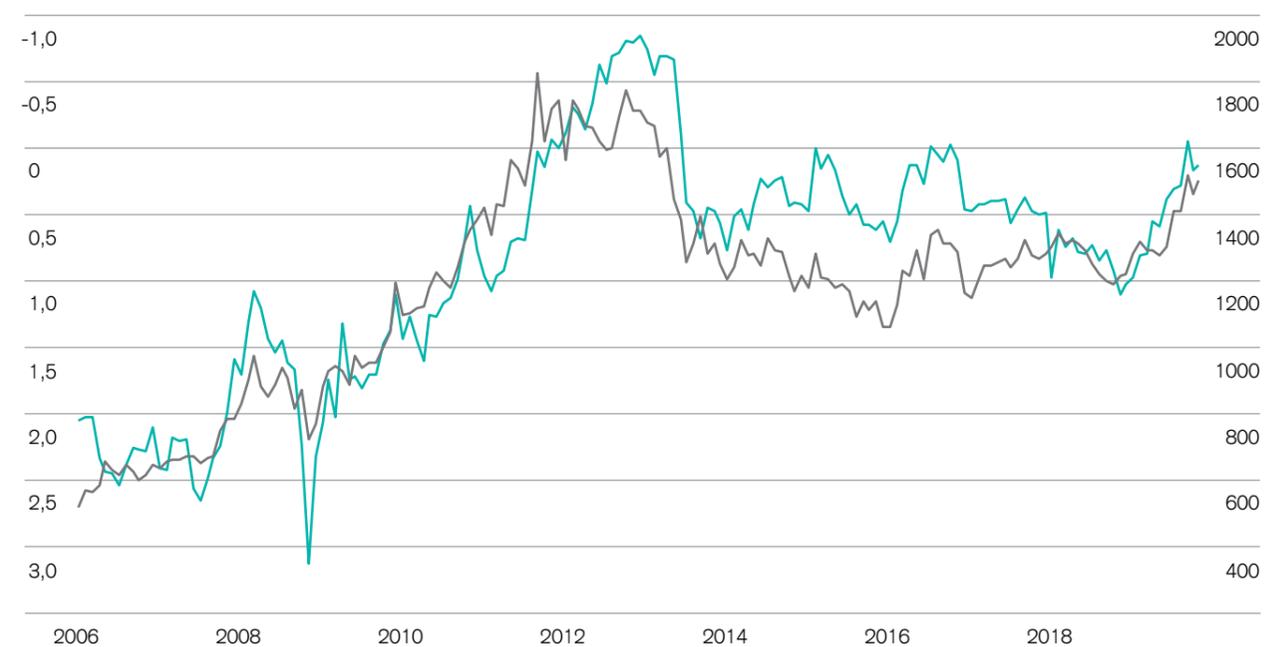
Deux scénarios de risque

Une reprise précoce ou plus forte de la PI devrait profiter davantage aux métaux industriels et nuire aux métaux précieux, ce qui devrait aussi soutenir l'énergie dans une moindre mesure étant donné l'offre élevée. Dans le cas d'une récession forte, les métaux précieux devraient réaliser des plus-values supplémentaires tandis que les cours de l'énergie seraient particulièrement vulnérables.

“ Les prix du pétrole pourraient accuser une période de baisse, contraignant l'offre à s'ajuster, avant de remonter.

Les faibles rendements réels au service de l'or

Véritables rendements de bons du Trésor (en %) et cours de l'or (en dollars/once)



■ Rendement réel des TIPS à dix ans (inversé)
■ Cours de l'or, par once (à dr.)

Dernier point des données 25 octobre 2019
Source Bloomberg, Credit Suisse

Stratégie d'investis- sement 2020



Des investissements dans un univers de taux bas

À l'heure actuelle, où les taux d'intérêt dans le monde entier ont atteint des niveaux bas record, voire négatifs, même les investisseurs frileux devront acheter des actifs à plus grand risque s'ils veulent obtenir des rendements positifs. Nous estimons qu'il existe un certain nombre d'opportunités susceptibles de produire des rendements supplémentaires sans prendre trop de risque.

Redressement de la courbe des rendements

Plusieurs évolutions macroéconomiques influenceront le monde des investisseurs en 2020. Nous prévoyons la continuité de la politique monétaire accommodante, avec la stabilité des taux d'intérêt décidés par la Réserve fédérale américaine (Fed) après la prélimination de plusieurs réductions en 2019. Ceci devrait contribuer à soutenir la croissance économique aux niveaux modérés actuels. Les craintes d'une récession persistante devraient s'atténuer puisqu'une reprise de l'industrie est très probable au cours du premier semestre 2020, ce qui fera grimper un peu la courbe des rendements.

Ne pas négliger les risques d'une inflation dans le futur

La perspective d'une croissance plutôt modeste en soi n'est pas en faveur d'une trop forte exposition aux investissements cycliques. Nous pensons cependant que la perspective de rendements très faibles voire négatifs pour les investissements au comptant et les obligations gouvernementales et investment grade change la donne.

Notre récente mise à jour de nos perspectives de rendements sur cinq ans pour l'univers de nos actifs aboutit notamment au constat que les investisseurs devront se contenter à l'avenir de résultats plus que maigres dans les valeurs à faible risque. En effet, même les investisseurs dans des valeurs traditionnelles à revenu fixe subissent des pertes réelles en raison de l'inflation.

Une diversification mesurée

À notre avis, les investisseurs devraient prendre des risques de manière modérée et mesurée en optant pour un cadre multi-actifs. Un tel cadre peut profiter de niches de valeurs qui existent toujours sur des marchés à faible risque, tout en augmentant les résultats attendus par l'investissement dans des actions et la recherche de placements à revenu fixe moins conventionnels.

Tandis que les obligations de première qualité ont toujours un rôle important à jouer en termes de diversification des risques, les investisseurs doivent chercher un mix plus large de moteurs de rendements pour obtenir des résultats positifs. En ce qui concerne les crédits adossés à des actifs, nous privilégions le segment des obligations sécurisées européennes ayant une cote de crédit élevée. Les investisseurs qui cherchent un moyen pour se prémunir contre l'impact négatif de taux obligataires en hausse (risque de durée), les tranches senior et mezzanine d'une collateralized loan obligation pourraient être une composante intéressante pour compléter un portefeuille et remplacer en partie des obligations à court terme, qui produisent des rendements plus faibles.

Inclure des obligations ME

Nous sommes également persuadés que les investisseurs seront bien avisés d'inclure des obligations en monnaie forte des marchés émergents (ME) qui offrent une perspective de performances analogue à celle des obligations

à haut rendement plus classiques, mais à un meilleur niveau de notation. Les obligations ME en monnaie locale pourraient également constituer une option, bien que le risque lié à la monnaie demande une attention accrue lors des arbitrages de portefeuille. Nous pensons, en général, que l'intégration de ME avec des Marchés frontières dans la partie du portefeuille à revenu fixe serait également un bon moyen d'améliorer la diversification dans un cadre multi-actifs.

Les actions offrent un potentiel de rendements

Les actions et les investissements alternatifs offrent plus de potentiel de produire des rendements. À notre avis, les actions offrent un avantage intéressant en termes de rendements attendus par rapport aux obligations à faible rendement. Les investisseurs qui sont plus axés sur le revenu devraient opter pour des entreprises aux dividendes stables. En ce qui concerne les secteurs, nous privilégions la branche informatique comme étant l'une des rares à promettre une croissance élevée. Le secteur financier a aussi nos faveurs puisque nous pensons qu'une amélioration des perspectives cycliques déclencherà fort probablement plus de rotations dans ce secteur au premier semestre 2020.

Opportunités alternatives

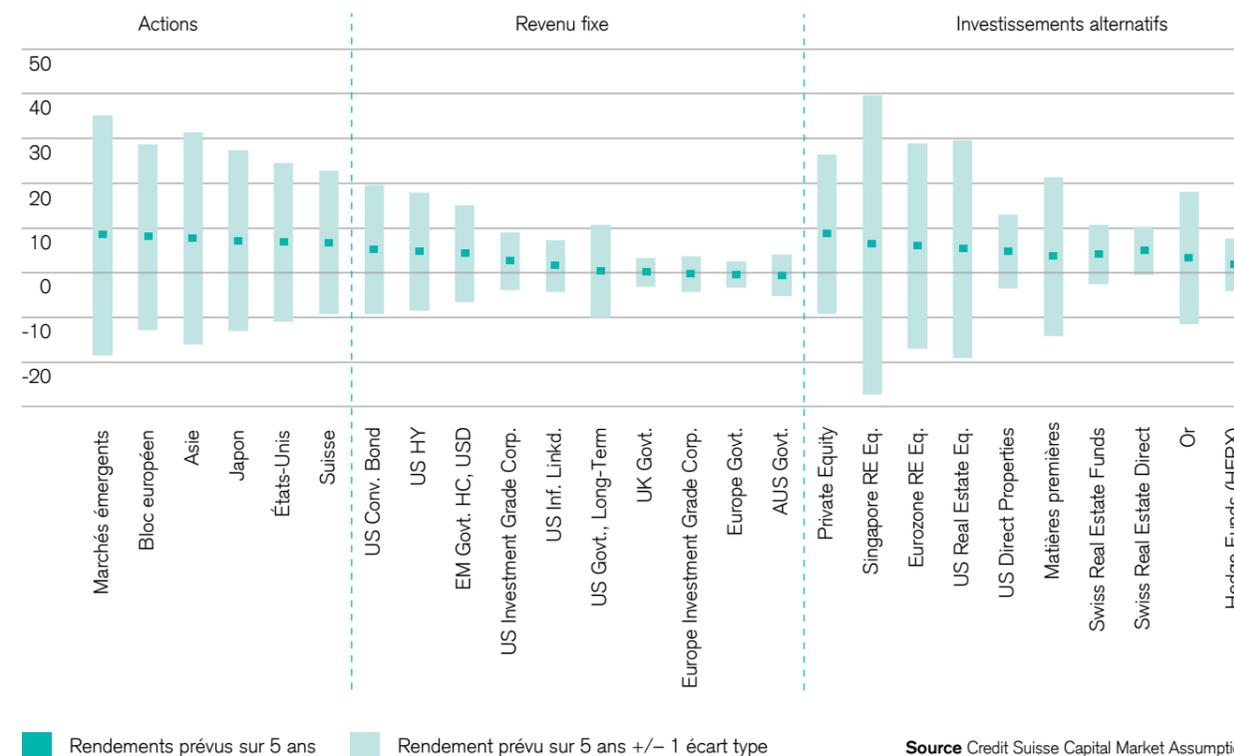
En ce qui concerne les investissements alternatifs, le secteur immobilier contribue avantageusement à la diversification d'un portefeuille et accroît le potentiel de rendement. En règle générale, nous ajoutons une exposition aux hedge funds à des fins de diversification aux portefeuilles multi-actifs. Pour les investisseurs prêts à engager des fonds sur une durée prolongée pour bénéficier d'une prime de liquidité, la catégorie private equity offre une bonne opportunité pour augmenter les résultats à long terme.



Marchés des capitaux hypothétiques

En savoir plus:
credit-suisse.com/
cma/fr

Morosité des rendements des obligations de haute qualité



Source Credit Suisse Capital Market Assumptions

Prévisions

En 2020, nous escomptons une croissance mondiale médiocre de 2,5%, pratiquement inchangée par rapport à 2019. Sur fond de croissance bénéficiaire limitée et de rendements obligataires stables à élevés, les rendements des principaux marchés d'actions devraient se contenir à un seul chiffre en 2020, tandis que le rendement de la plupart des obligations d'état devrait être négatif.

“ Nous pensons que l'économie et les marchés à l'échelle mondiale continueront à faire preuve d'une grande résilience face à tous ces défis.

Tableau des prévisions économiques

PIB réel (variation annuelle, en %)	Inflation (variation annuelle moyenne, en %)		
	2018	2019E*	2020P**
Monde	3,2	2,6	2,5
États-Unis	2,9	2,3	1,8
Canada	1,9	1,3	0,9
Zone euro	1,9	1,1	1,0
Allemagne	1,5	0,5	0,4
Italie	0,7	0,1	0,7
France	1,7	1,2	1,1
Espagne	2,6	2,2	1,8
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,3
Suisse	2,8	1,1	1,4
Japon	0,8	0,8	0,4
Australie	2,7	2,0	2,8
Chine	6,6	6,1	5,9
Inde (exercice budgétaire)	7,2	6,8	6,0
Brésil	1,1	1,2	2,7
Russie	2,3	1,4	1,6

* E: estimations

** P: prévisions

Dernier point des données 5 novembre 2019

Sources Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

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

Performance / prévisions des marchés financiers

Actions*	Performance 2019 depuis le début de l'année 5 novembre 2019	Rendements totaux attendus pour 2020	Crédit	Performance 2019 depuis le début de l'année 5 novembre 2019	Rendements totaux attendus pour 2020
	Actions américaines	24,7%		6,5%	Obligations mondiales investment grade**
Actions zone euro	24,4%	5,8%	Obligations mondiales haut rendement**	12,02%	3,10%
Actions suisses	27%	4,1%	Obligations HC des marchés émergents***	13,06%	3,60%
Actions R.-U.	13,6%	5,7%			
Actions japonaises	17,1%	5,6%			
Actions des ME	14,1%	5,4%			
			Marchés des changes et matières premières	Clôture au 5 novembre 2019	Prévisions à fin 2020
Rendements obligataires	Clôture au 5 novembre 2019	Prévisions à fin 2020	EUR/USD	1,11	1,15
Bon du Trésor américain à 10 ans	1,80%	2,2%	USD/CHF	0,99	1,00
Bund allemand à 10 ans	-0,31%	-0,1%	EUR/CHF	1,10	1,15
Rendement du bon de la Confédération suisse à 10 ans	-0,45%	-0,3%	USD/JPY	109,00	103,00
			GBP/USD	1,29	1,40
			USD/CNY	7,02	7,20
			Or (USD/once)	1505,00	1500,00
			WTI (USD/baril)	57,00	55,00

* La performance et les rendements attendus correspondent au rendement total incluant les dividendes. Les marchés se rapportent aux indices pays/régionaux MSCI en monnaie locale. Les performances sur les périodes entre le 06/11/2014 et le 05/11/2019 de ces indices dans leur ordre chronologique sont les suivantes: MSCI USA: 5,5%, 1,3%, 26,6%, 7,2%, 14,9%; MSCI EMU: 17,8%, -8,7%, 29,5%, -8,1%, 13,4%; MSCI Switzerland: 4,8%, -10,5%, 30,0%, 0,0%, 18,2%; MSCI UK: 0,0%, 9,5%, 17,3%, -2,2%, 7,1%; MSCI Japan: 15,3%, -13,3%, 34,8%, -4,9%, 4,2%; MSCI EM: -0,1%, 4,6%, 30,1%, -6,9%, 11,3%

** Barclays Global Investment Grade Corporate and Global High Yield index

*** JP Morgan EMBIG Div. (sovereign index)

Dernier point des données 5 novembre 2019

Sources Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

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

Avertissement

Information importante

Avertissement sur les risques

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

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

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

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

Risques inhérents aux marchés financiers

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

Marchés émergents

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

Placements alternatifs

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

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

Private equity

Le Private Equity (ci-après «PE») désigne des placements en capital-investissement dans des sociétés qui ne sont pas soumises à un négoce public (à savoir qu’elles ne sont pas cotées en bourse); ils sont complexes, généralement illiquides et axés sur le long terme. Les placements dans un fonds de PE présentent généralement un niveau important de risque financier ou commercial. Les placements dans des fonds de private equity ne sont ni garantis ni assortis d’une protection du capital. Les investisseurs sont tenus de répondre à des appels de capitaux sur une longue période de temps. Toute omission à le faire peut généralement entraîner la perte d’une partie ou de la totalité du compte de capital, la renonciation à tout revenu ou gain futur sur les placements effectués avant l’omission et, entre autres choses, la perte de tout droit de participer à des placements futurs ou la vente forcée de ses

placements à un prix très bas, beaucoup plus bas que les évaluations du marché secondaire. Les sociétés ou les fonds peuvent être fortement endettés et être, par conséquent, davantage sensibles à des évolutions commerciales et/ou financières ou à des facteurs économiques défavorables. De tels investissements peuvent être confrontés à une concurrence intense, à des conditions commerciales ou économiques évolutives ou à d’autres évolutions susceptibles d’avoir une incidence négative sur leur performance.

Risques de taux d’intérêt de crédit

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

Département Investment Strategy

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

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

From time to time, Investment Strategists may reference previously published Research articles, including recommendations and rating changes collated in the form of lists. The recommendations contained herein are extracts and/or references to previously published recommendations by Credit Suisse Research. For equities, this relates to the respective Company Note or Company Summary of the issuer. Recommendations for bonds can be found within the respective Research Alert (bonds) publication or Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland. These items are available on request or from https://investment.credit-suisse.com. Disclosures are available from www.credit-suisse.com/disclosure.

Clause de non-responsabilité générale / Information importante

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

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

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

accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse https://www.credit-suisse.com. Afin de vous fournir du matériel marketing concernant nos produits et services, le Credit Suisse Group AG et ses filiales peuvent être amenés à traiter vos données personnelles de base (à savoir vos coordonnées telles que nom et adresse e-mail) à moins que vous nous informiez que vous ne souhaitez plus les recevoir. Vous pouvez à tout moment choisir de ne plus recevoir ces documents en informant votre conseiller.

Entités distributrices

À l’exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l’Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Arabie saoudite:** ces informations sont distribuées par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: https://www.credit-suisse.com/sa. **Afrique du Sud:** cette information a été distribuée par Credit Suisse AG, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority d’Afrique du Sud sous le numéro FSP 9788, et/ou par Credit Suisse (UK) Limited, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud sous le numéro FSP 48779. **Autriche:** le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich (la «succursale autrichienne»), succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., société dûment autorisée en tant qu’établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale autrichienne est soumise au contrôle prudentiel de l’autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), située au 283, route d’Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et de l’autorité autrichienne des marchés financiers, l’Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne, Autriche. **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 Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux clients professionnels et aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. La Central Bank of Bahrain n’a ni examiné, ni approuvé le présent document ni la commercialisation de tout véhicule de placement auquel il est fait mention aux présentes dans le Royaume de Bahreïn et n’est pas responsable de la performance d’un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Suisse, est sise Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahreïn. **DIFC:** cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSa»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu’ à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d’autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **Espagne:** ce rapport est distribué en Espagne par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **France:** le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu’établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l’autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l’autorité de surveillance française, l’Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l’Autorité des marchés financiers (AMF) française.

Guernesey: le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. **Inde:** le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d’analyste Research (n° d’enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d’enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d’enregistrement INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie .Besant. Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Italie:** ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d’Italia et de la CONSOB. Liban: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d’une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et à la réglementation de la BCL ainsi qu’à la législation et aux décisions de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l’exactitude et à l’exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l’émetteur, ses administrateurs et d’autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n’a pas non plus évalué l’adéquation de l’investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d’investisseur. Les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l’évaluation de l’adéquation de cet investissement sur la base des informations que l’investisseur lui aurait fournies et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l’anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d’investir dans le produit, l’investisseur confirme ne pas s’opposer à l’utilisation de la langue anglaise.

Luxembourg: le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu’établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. est soumise au contrôle prudentiel de l’autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Mexique: banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) et C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»). Ce document a été préparé aux fins d’information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico avant d’effectuer un placement. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d’une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie. Les prospectus, les documents d’offre, les termes et conditions, les règles de placement, les rapports annuels et les informations financières contiennent des informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l’émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière, ainsi qu’auprès de votre Relationship Manager chez Credit Suisse Mexico. Les informations contenues dans le présent document ne remplacent pas les Relevés de compte, l’INFORME DE OPERACIONES et/ou les confirmations que vous adresse Credit Suisse Mexico en vertu des Règles générales applicables aux établissements financiers et aux autres fournisseurs de services d’investissement. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n’est pas une banque, n’est pas autorisé à recevoir des dépôts ou à assurer la conservation de titres et ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Selon les dispositions de la LMV, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n’est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. Les personnes qui ont rédigé ce document ne perçoivent aucun paiement ni rémunération d’une entité du groupe Credit Suisse autre que celle qui les emploie. **Pays-Bas:** le présent rapport est distribué par Credit Suisse

(Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu’établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l’autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l’autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlansche Bank (DNB), et de l’autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu’établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l’autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et de l’autorité de surveillance portugaise, la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Qatar:** cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C, qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu’aux clients commerciaux ou aux contreparties du marché (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d’une expérience et d’une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n’est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n’est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n’a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n’a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n’assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l’accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu’il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d’être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l’encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé. **Royaume-Uni:** ce document est distribué par Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited est un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Lorsque ce document est distribué au Royaume-Uni par une entité offshore non exemptée en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, les dispositions suivantes s’appliquent: dans la mesure où il est communiqué au Royaume-Uni («UK») ou susceptible d’avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une promotion financière approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, qui est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d’activités de placement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnisations prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L’imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l’avenir. **Turquie:** les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n’entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Levazim Mahallesi, Koru Sokak n° 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas / Istanbul-Turquie.

ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS (au sens de la regulation s du us securities act de 1933, dans sa version amendée).

Toute reproduction intégrale ou partielle du présent document est soumise à l’autorisation écrite du Credit Suisse. Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés affiliées. Tous droits réservés.

19C013A_IS

Auteurs / Contributeurs

Walter Edelmann
Chief Global Strategist

James Sweeney
Global Chief Economist and
Regional Chief Investment Officer Americas

John Woods
Regional Chief Investment Officer, Asia Pacific

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

Philipp Lisibach
Head of Equity Strategy

Jessie Gisiger
Head of Credit Strategy

Maxime Botteron
Swiss Macro Economist & Strategist

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX and Commodity Strategy

Stefan Graber
Head of Commodity Strategy

Jelena Kucenko
Head of Alternative Investments Strategy

Tiziana Hunziker
Swiss Macro Economist

Karsten Linowsky
Head Currencies & G10 Interest Rates

Sarah Leissner
Real Estate Strategist

Impression

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

Rédacteur en chef
Oliver Adler
Chief Economist Switzerland

Soutien éditorial
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Katharina Schlatter

Gestion de produit
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner
Claudia Biri

Clôture de rédaction
08 novembre 2019

Conception et maquette
LINE Communications AG

Traductions
LanguageWire

Informations
credit-suisse.com/investmentoutlook

Sources des illustrations
Rarado/EyeEM (cover, p.2); Credit Suisse (p.5, p.8, p.9);
Lazar loan Ovidiu/EyeEM (p.6, p.14);
Somewhere Down The Road/EyeEM (p.6, p.26);
César Martinez/EyeEM (p.30); Luke Mattson/Stocksy (p.34);
Omar Jabri/EyeEM (p.7, p.44); Muhammad Rinandar/EyeEM (p.7, p.54).

Source «Agir pour le changement» en page 41
World Wildlife Fund (2014)
How your t-shirt can make a difference.
WRAP (2017)
Valuing our Clothes:
The Cost of UK Fashion.
Zion Market Research (2018)
Global Consumer Electronics Market.



The mark of
responsible forestry
Accredited
FSC-ACC-037



[credit-suisse.com](https://www.credit-suisse.com)

© 2019, CREDIT SUISSE