

CIO

Year Ahead

CIO Wealth Management
Décembre 2012



*2013: La quête de
rendement se poursuit*

*L'importance de
l'allocation d'actifs*

*Risques et
scénarios*

Table des matières

- 3 Introduction
- 7 L'importance de l'allocation d'actifs

Perspectives à long terme

- 10 Les contours du monde de demain
- 12 L'incertitude de l'inflation

Stratégie

- 16 Positionnement du portefeuille pour les années à venir
- 17 Emprunts d'Etat
- 19 Actions
- 21 Obligations d'entreprises
- 23 Obligations des marchés émergents
- 24 Monnaies
- 25 Matières premières
- 26 Catégories d'actifs non-traditionnels

Thèmes de placement

- 28 Actions: Ces occidentaux qui profitent de la croissance des marchés émergents
- 29 Monnaies des marchés émergents: Les arguments d'une catégorie d'actifs sous-évaluée
- 30 Actions: La mobilité au service de l'intelligence
- 31 Obligations d'entreprises des marchés émergents: Une catégorie d'actifs en plein essor

32 RISQUES ET SCÉNARIOS

Facteurs décisifs sur le marché

- 34 Spectaculaire rebond du marché immobilier
- 35 Le défi budgétaire prend une mauvaise tournure
- 36 Le consommateur s'éveille
- 37 Ce qui pourrait mal tourner en 2013
- 38 Une solution à la crise de l'euro
- 39 Une sortie désordonnée de l'euro

Autres scénarios

- 40 L'inflation fait sauter le plancher de l'EURCHF
- 41 Les caprices de la météo dans le monde
- 42 Montée des tensions au Moyen-Orient
- 43 Opérations de fusion-acquisition: un ressort hélicoïdal?

2013: La quête de rendement se poursuit

Alexander S. Friedman, Global Chief Investment Officer Wealth Management



La fin du monde n'était pas pour 2012. Il semble même que nous ayons survécu à cette année sans y laisser trop de plumes. Les actions ont progressé, les rendements obligataires sont tombés à des niveaux quasiment inédits depuis des siècles dans certains pays développés et les marchés obligataires ont progressé pour la quatrième année d'affilée.

Les banquiers centraux ont été les principaux protagonistes de l'année 2012. La Banque centrale européenne (BCE) a commencé par empêcher une crise du financement bancaire avant d'annoncer un vaste programme d'achats d'obligations des pays en difficulté de la périphérie. La Réserve fédérale s'est engagée dans un troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3) et la Banque du Japon a intensifié son programme d'achats d'actifs.

Les conséquences à long terme de ces mesures sont incertaines. Mais la conséquence à court terme est claire: une nette baisse des rendements des actifs «les plus sûrs». En 2012, les rendements à 10 ans du Trésor américain ont atteint leur plus faible niveau historique. Plus étonnant, les rendements des obligations à 2 ans sont même devenus

temporairement négatifs dans les pays du cœur de la zone euro au cours de l'été. A l'orée 2013, la «quête de rendement» devrait s'avérer plus difficile que jamais.

Quelle tournure le monde prendra-t-il en 2013?

Prévoir les tendances pour l'économie et les marchés financiers est un exercice d'humilité. Comme le prix Nobel de physique Niels Bohr l'a dit en son temps, «La prédiction est un art difficile, surtout lorsqu'il s'agit de l'avenir». Voilà pourquoi il est essentiel que les investisseurs aient un plan solide pour leurs finances qui doit nécessairement inclure des allocations stratégiques bien diversifiées à diverses catégories d'actifs. C'est aussi la raison pour laquelle nous soumettons chaque mois notre «Investment House View» à un débat sans concessions et évaluons toujours d'autres hypothèses que notre scénario de référence.

Ce dernier prévoit que l'économie mondiale poursuivra son rétablissement, quoique à un rythme poussif: la croissance devrait ainsi atteindre 3,0% en 2013, contre 2,5% environ en 2012. Alors que l'élection présidentielle aux Etats-Unis et la passation de pouvoirs en Chine sont derrière nous,

l'année 2013 sera sans doute une année plus stable sur le plan politique et les dirigeants réussiront probablement à éviter les faux-pas majeurs.

Budget: les Etats-Unis sur la corde raide

Aux Etats-Unis, nous prévoyons une croissance économique modérée (légèrement supérieure à 2%) en 2013 grâce à la politique monétaire très expansionniste de la Fed et le marché immobilier devrait réserver d'autres bonnes surprises.

Reste à savoir si les élus du peuple américain profiteront du coup de pouce de la Fed pour engager des réformes difficiles. Les négociations sont en cours pour trouver une solution à la «falaise budgétaire». L'incertitude a déjà suffi à provoquer une baisse substantielle de l'investissement des entreprises. Une orientation claire sur cette question sera essentielle pour réparer le mécanisme de transmission de la politique monétaire de la Fed à l'économie réelle.

La zone euro de la récession à la stagnation

Dans la zone euro, la croissance restera à peine positive en 2013 étant donné l'issue incertaine de la crise de la dette, l'austérité budgétaire et le désendettement généralisé. La récession devrait néanmoins être évitée. L'Allemagne restera la grande économie la plus solide dans la région mais la croissance sera probablement inférieure à 1% compte tenu de l'environnement externe défavorable. L'amélioration de la situation globale de la zone euro sera sans doute à mettre au crédit de son maillon faible en 2012, à savoir l'Italie qui surmontera le pic de sa cure d'austérité.

Malheureusement, le tableau s'assombrit pour l'Espagne, qui doit encore produire un effort de consolidation budgétaire équivalent à 4 points de PIB pour ramener ses finances sur une trajectoire plus soutenable. En outre, les banques espagnoles affichent un ratio prêts/dépôts de l'ordre de 180%. La hausse des rendements obligataires devrait obliger l'Espagne à solliciter l'aide du Mécanisme européen de stabilité (MES) en début d'année 2013. Le soutien subséquent de la BCE ferait baisser les coûts d'emprunt de l'Espagne mais cela permettrait simplement de gagner du

temps pour engager des réformes difficiles visant à restaurer la compétitivité et la soutenabilité de la dette. Alors que les électeurs allemands refusent catégoriquement des transferts budgétaires directs et une mutualisation de la dette, il est peu probable que de nouvelles mesures significatives soient prises avant les élections législatives en Allemagne en septembre 2013 pour s'attaquer aux racines de la crise de la dette de la zone euro. En d'autres termes, les dirigeants européens devraient continuer de repousser les échéances pendant un certain temps encore. Il en va de même pour la Grèce, qui devrait rester au sein de la zone euro en 2013. Toutefois, le soutien de la troïka restera probablement trop timide pour remettre le pays sur une trajectoire budgétaire viable et, d'ici trois ans, il existe à notre avis une chance sur deux que la Grèce abandonne l'euro.

Les marchés émergents repartent de l'avant

La croissance de l'économie chinoise devrait atteindre 8% environ en 2013. L'investissement décolle grâce à la hausse des dépenses d'infrastructure et le secteur exportateur montre des signes de stabilisation, à en juger par les récentes statistiques qui montrent une progression des exportations nettement supérieure à 10% sur un an. Toutefois, les investisseurs chercheront à évaluer la détermination des nouveaux dirigeants à rééquilibrer l'économie, excessivement dépendante de l'investissement productif, en favorisant la consommation. Pour l'instant, les signes de ce rééquilibrage se font attendre et il est peu probable que l'année 2013 soit marquée par un virage politique, le nouveau gouvernement ayant fait vœu de continuité et de stabilité.

L'année 2013 sera vraisemblablement une année de forte croissance pour les marchés émergents dans leur ensemble. Au Brésil, la croissance devrait plus que doubler pour atteindre environ 3-4%. En Inde, elle devrait passer de 5,5% en 2012 à 6,5% en 2013. Quant à la Russie, elle devrait rester stable, autour de 3,5% l'an prochain. Par ailleurs, l'inflation devrait rester modérée. Les prix de l'énergie et de l'alimentation devraient exercer une moindre pression sur les indices des prix à la consommation. Ces para-

mètres conjoncturels favorables, conjugués à des valorisations attrayantes, soutiennent les actions des marchés émergents à l'orée 2013. Outre les actions, les fondamentaux du crédit de la plupart des marchés émergents continuent de s'améliorer et cela devrait se traduire par une solide performance des placements obligataires. Dans ce domaine, nous privilégions les obligations d'entreprises aux emprunts d'Etat étant donné leur valorisation plus séduisante. Nous soulignons un certain nombre de thèmes de placement susceptibles de profiter de la croissance plus forte des ME en 2013 tels que «Monnaies des ME, une catégorie d'actifs sous-appréciée». Les monnaies des ME constituent à nos yeux une solution de rechange aux grandes devises pour diversifier son portefeuille, ainsi qu'une catégorie d'actifs avec un potentiel d'appréciation.

Positionnement à l'orée de 2013

Sur les marchés obligataires, les investisseurs devraient continuer à rechercher des placements plus rémunérateurs que les emprunts d'Etat: les obligations d'entreprises investment grade, les obligations américaines à haut rendement et la dette des entreprises des ME. Tandis que les rendements d'un grand nombre d'obligations dans ces catégories d'actifs sont historiquement bas, le rendement excédentaire qu'elles offrent par rapport aux emprunts d'Etat reste supérieur à la moyenne historique et leurs fondamentaux restent remarquablement solides. Par exemple, les titres à haut rendement américain offrent un rendement excédentaire de 5,5% par rapport aux emprunts d'Etat, malgré des taux de défaillance qui resteront probablement inférieurs à la moyenne dans un futur proche.

L'année 2013 devrait être un bon millésime pour les actions. Les banques centrales conciliantes créent un environnement porteur et, à en juger par les indicateurs de valorisation à plus long terme, les actions sont plus intéressantes que les obligations. Leur prime de risque reste élevée, à 5,5%. Mais la valorisation suffit rarement à déterminer la performance à court terme: cela dépendra d'une embellie de la conjoncture, des bénéfices des entreprises et du moral des investisseurs. Les domaines d'investissement alternatifs, comme les

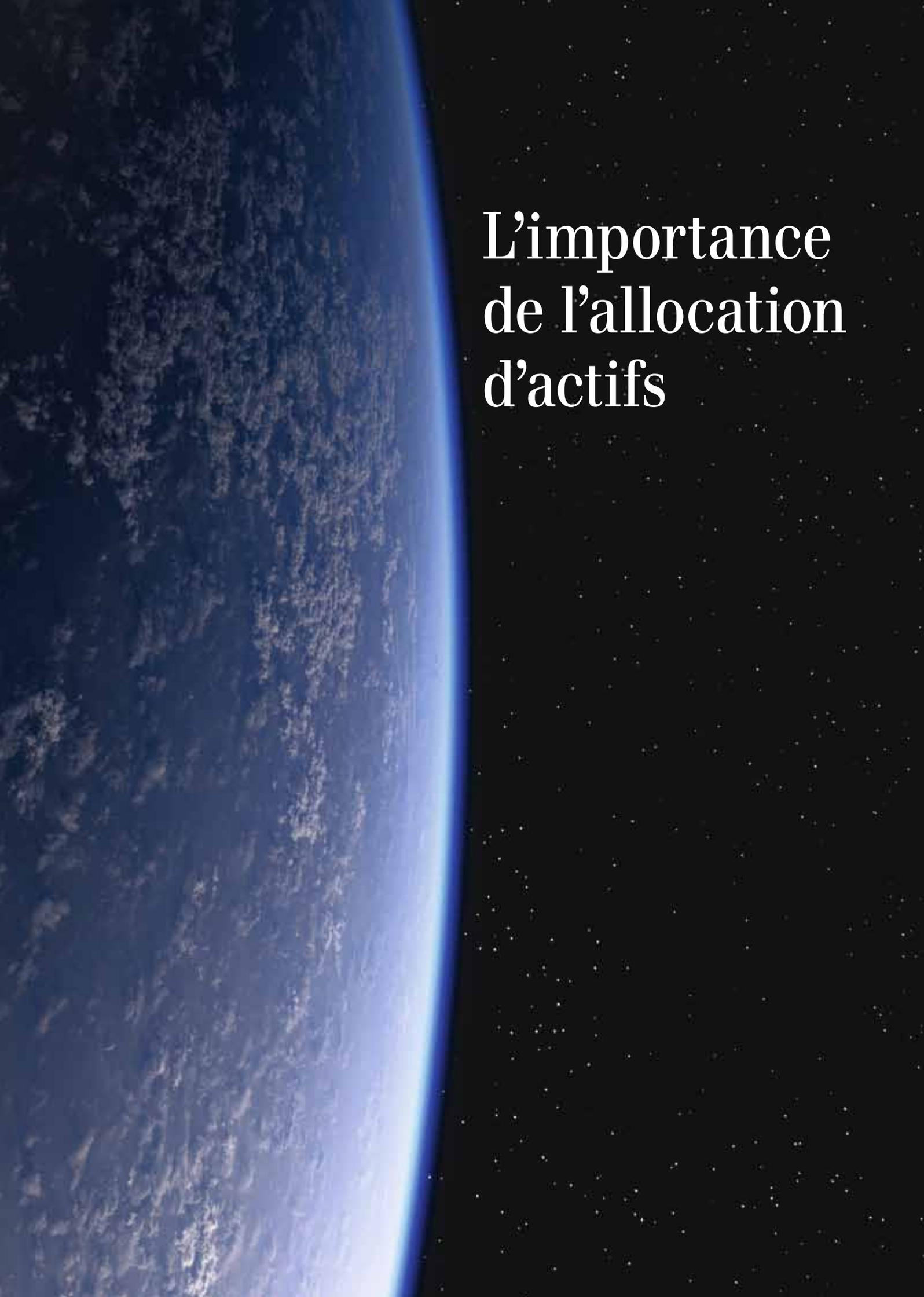
hedge funds qui suivent des stratégies de valeur relative et événementielles, sont susceptibles d'offrir une diversification précieuse aux portefeuilles en raison de leur faible corrélation aux actifs risqués.

Dans l'ensemble, l'économie mondiale reste à mi-parcours d'un long cycle de désendettement. L'endettement excessif du secteur privé au cours de la dernière décennie a été transféré au secteur public. Le chantier consistant à ramener cette dette dans des proportions tenables est un processus long et douloureux. Le résultat sera sans doute la persistance d'une croissance molle, notamment dans le monde développé. Compte tenu du désendettement et de l'austérité à venir, il faut s'attendre à des soubresauts réguliers et à des accès de volatilité persistants sur les marchés financiers. Dans ce contexte, l'investissement doit être abordé avec beaucoup d'humilité et obéir à l'impératif de diversification en termes de régions, de monnaies et de catégories d'actifs.

Nous vous souhaitons une excellente année 2013.



Alexander S. Friedman
Global Chief Investment Officer
Wealth Management



L'importance de l'allocation d'actifs

Mark Haefele, Head of Investments

Mark Andersen et Mads Pedersen, Co-Heads Asset Allocation

Depuis 5 ans, nous vivons la crise financière la plus grave depuis la Grande Dépression, une menace de l'existence de la zone euro et une série de catastrophes naturelles dévastatrices dans le monde. Après plus de 20 ans de relative stabilité économique et financière, la «Grande Modération» est remise en question.

En période d'instabilité, les investisseurs doivent avant tout investir de manière judicieuse et disciplinée s'ils veulent atteindre leurs objectifs financiers. Nous croyons à une approche de l'allocation d'actifs essentielle qui s'inscrit dans une stratégie à plus long terme, conjuguée à la flexibilité pour explorer les marchés en quête d'opportunités et de prise de risque avec un horizon d'investissement tactique de 6 mois, via notre «Investment House View».

Pour protéger ou accroître votre patrimoine, la réussite de vos investissements suppose de comprendre vos objectifs, votre horizon d'investissement et votre tolérance au risque. Tout investissement requiert un compromis entre le risque et le rendement: obtenir de meilleurs rendements suppose en général une prise de risque accrue.

Une approche personnalisée

Certains investisseurs cherchent surtout à préserver leur patrimoine en dégagant des rendements qui suffisent à compenser l'inflation. D'autres visent une appréciation de leur capital pour financer des besoins futurs comme leur train de vie à la retraite. Quel que soit l'objectif, l'étape la plus critique du processus d'investissement est sans doute la définition de la bonne répartition des actifs dans le portefeuille pour trouver un équilibre entre rendement attendu et tolérance au risque de l'investisseur.

De nombreux investisseurs passent beaucoup de temps à se soucier de la performance du titre au lieu d'optimiser la composition de leur bouquet de catégories d'actifs. Des études montrent qu'ils font fausse route. Si le choix des instruments est important, il est prouvé que l'allocation d'actifs explique l'essentiel des fluctuations de rendement d'un portefeuille dans le temps.

Les bienfaits de la diversification – qui consiste à répartir ses investissements entre diverses catégories d'actifs, titres et devises – sont l'une des rares certitudes en finance. En diversifiant largement leurs avoirs entre plusieurs catégories d'actifs (emprunts d'Etat, obligations d'entreprises, immobilier et hedge funds), les investisseurs peuvent exploiter le potentiel de rendement de ces instruments. Ils obtiennent ainsi un

portefeuille plus efficace qui, à long terme, devrait dégager des rendements moyens plus élevés moyennant une prise de risque plus limitée qu'avec n'importe laquelle de ses composantes. Un portefeuille bien diversifié est moins risqué, les diverses catégories d'actifs ayant tendance à se comporter différemment selon l'environnement de marché.

Les événements de 2008 sont une piqûre de rappel efficace à cet égard. Dans l'ensemble, les actions américaines ont chuté de 37%, les marchés d'actions développés de 43% et les actions des marchés émergents ont perdu plus de la moitié de leur valeur. En effet, la diversification au sein même des catégories d'actifs a tendance à ne pas porter vraiment ses fruits lors des crises financières car les actions et d'autres actifs risqués baissent souvent de concert. Cela illustre l'importance d'une large diversification entre les diverses catégories d'actifs. Par exemple, les titres du Trésor américain ont rebondi de plus de 12% en 2008, ce qui a permis d'amortir les pertes des portefeuilles des investisseurs bien diversifiés.

2008 a également illustré un autre principe essentiel: la nécessité de garder le cap. Un investisseur qui a acheté un large éventail d'actions américaines lorsqu'elles étaient à leur apogée en 2008 n'a pas enregistré de moins-values s'il les a conservées jusqu'en 2012. Toutefois, si le même investisseur avait abandonné son allocation stratégique d'actifs et cédé ses actions en échange de liquidités, il n'aurait pas regagné l'argent perdu après la sévère correction.

L'allocation d'actifs consiste aussi à gérer le risque pour s'assurer que les objectifs d'investissement sont remplis et que la stratégie ne sera pas abandonnée si le portefeuille essuie des pertes. Comme le savent les amateurs de sport, c'est souvent l'équipe la plus solide défensivement qui remporte le match.

AAS – fixer le cap

Une allocation d'actifs stratégique (AAS) qui permet à l'investisseur de comprendre les rendements attendus mais aussi, plus important encore, les risques associés aux placements, peut aider à garder son sang-froid lors des corrections du marché. En respectant la stratégie choisie et en rééquilibrant régulièrement leur portefeuille lorsque la répartition des actifs s'est écartée des pondérations visées, les investisseurs peuvent profiter de la tendance haussière à plus long terme observée pour la plupart des actifs risqués.

A nos yeux, les actifs financiers ont une juste valeur et dans un cycle économique habituel de 5 à 7 ans, les cours des

actifs ont tendance à retrouver cette valeur fondamentale. Cette philosophie sert de fondement à notre AAS, qui commence toujours par l'analyse à plus long terme du risque et de la tendance économique. Toutefois, à plus court terme, les cours sont bien plus difficiles à prévoir et peuvent sensiblement s'écarter des fondamentaux. Isaac Newton a peut-être le mieux exprimé cette idée quand après avoir perdu une petite fortune en investissant dans la Compagnie des mers du Sud au début du XVIII^e siècle, il affirma: «Je sais calculer le mouvement des corps célestes, mais pas la folie des foules». C'est cette «folie» que nous essayons d'exploiter via l'allocation d'actifs tactique (AAT).

AAT – l'art de naviguer sur des eaux tumultueuses

Les cours du marché sont volatils en raison des sautes d'humeur des investisseurs et prévisions économiques incertaines, ce qui permet à l'investisseur avisé de compléter son AAS par une AAT. L'AAT permet aux investisseurs d'infléchir leur AAS en surpondérant temporairement des sec-

teurs qui offrent de meilleures perspectives de rendement à court terme, tout en sous-pondérant ceux qui semblent surévalués ou vulnérables à un risque d'incident à court terme. L'AAT permet aussi aux investisseurs de tirer profit de thèmes spécifiques ou d'opportunités dans des catégories d'actifs comme les matières premières, qui ne figurent peut-être pas dans leur allocation stratégique. Cependant, les investisseurs ne doivent pas réaliser d'investissements tactiques dans des proportions susceptibles de compromettre leurs objectifs financiers à plus long terme.

Mise en œuvre – la «Investment House View»

Notre allocation d'actifs est éclairée par un processus systématique et intégré que nous avons conçu pour mettre au point la «House View», notre stratégie de placement. Celle-ci inclut les instruments et les thèmes préférés dans chaque catégorie d'actifs, ainsi que des conseils tactiques qui peuvent vous aider à répondre de façon adéquate aux fluctuations du marché.

Processus d'investissement



2. Scénarios



Chez UBS, nous nous appuyons sur les compétences de plus de 900 experts des placements dans le monde, couvrant ainsi tous marchés et catégories d'actifs clés. Notre processus d'investissement se décompose en quatre étapes clés: l'analyse financière, qui nous permet d'identifier les facteurs et les tendances ayant un impact sur les marchés et les économies à travers le monde; trois scénarios (optimiste, de référence, pessimiste) que nous définissons pour ces facteurs clés; nos stratégies en investissements qui s'appuient sur ces analyses pour définir un éventail de stratégies de placement appropriées. L'étape finale est celle de l'examen: nous remettons en question nos stratégies/opinions et évaluons d'autres scénarios. Pour ce faire, nous discutons en toute franchise avec des experts en placements internes et externes à UBS pour formuler la House View.

Beaucoup d'investisseurs ont du mal à s'en tenir à un schéma d'AAS bien équilibré, notamment lorsqu'ils sont confrontés à une intense volatilité. D'autres n'ont pas la

patience ou la capacité de constamment surveiller les marchés et d'identifier/saisir les opportunités tactiques. Que vous préfériez gérer vous-même votre portefeuille ou vous fier à notre expertise de la gestion de portefeuille, nous appliquons la House View de façon cohérente et, suivant le cas, dans l'ensemble de notre offre de fonds stratégiques, de conseil ou discrétionnaire. Ce faisant, nous nous efforçons d'offrir à nos clients les instruments qui leur permettront de naviguer en toute sécurité sur les eaux tumultueuses qui caractérisent aujourd'hui les marchés financiers et d'atteindre leurs objectifs financiers à long terme.



Découvrez notre processus d'investissement en action

Utilisateurs de smartphones: scannez le code grâce à une application telle que «scan»



Les contours du monde de demain

Andreas Höfert, économiste en chef

De nombreuses économies développées sont encore aux prises avec les conséquences de la crise financière de 2007/2008. L'Europe a même subi un deuxième coup dur avec sa propre crise de l'euro. Pourtant, malgré toutes les mauvaises nouvelles qu'il a fallu digérer au cours des cinq dernières années, il y a un phénomène qui n'a jamais connu de coup d'arrêt, ni même ralenti: la montée en puissance régulière des fameux «marchés émergents» dans l'économie mondiale.

Pour évaluer ce qui se passe, il est nécessaire de prendre du recul par rapport au cycle des affaires des prochains mois, trimestres ou années pour voir le tableau d'ensemble, dont l'unité de temps est la génération voire le siècle.

Les quelque 4000 ans d'histoire dont l'Homme a conservé une trace écrite se caractérisent par une très faible croissance économique, avec des reculs majeurs liés aux épidémies et aux guerres qui revenaient, en fait, à une stagnation de la richesse. Au début du XVIII^e siècle, l'Européen moyen est à peine «plus riche» que le citoyen moyen de l'Empire romain 1500 ans auparavant et sans doute à peine plus riche que le Chinois moyen. Puis, presque par un accident de l'Histoire, quelque chose se produit sur une île d'Europe occidentale qui change radicalement le bien-être des Européens non seulement par rapport à leurs ancêtres, mais aussi par rapport au reste du monde: la Révolution industrielle.

Au début, le changement est à peine perceptible, puis il s'accélère. En 1950, l'Europe (Russie y compris) et ses pays-rejetons que sont les Etats-Unis, le Canada et l'Australie constituent nettement plus de la moitié de l'économie mondiale alors que leur population cumulée ne représente qu'un cinquième de la population mondiale. A l'époque, seul le Japon peut être considéré comme un pays non européen développé. Un certain statu quo prévaudra jusqu'au milieu des années 1970. Par la suite, un rééquilibrage du PIB mondial s'amorce et semble s'accélérer à présent. Même en formulant des hypothèses très prudentes concernant les taux de croissance des économies en développement, d'ici 2050,

«l'accident» de la Révolution industrielle ne sera plus perceptible car l'Europe et les pays issus de l'émigration européenne pèseront à peine un quart du PIB mondial.

« Les habitants des pays en développement deviendront plus riches en termes absolus et relatifs par rapport aux habitants des pays développés. »

Cela ne signifie pas que les habitants des pays développés deviendront plus pauvres en termes absolus. En fait, l'Occident représente toujours un huitième de la population mondiale et assure un quart de la production de richesse dans le monde. Par conséquent, en PIB par tête, il est toujours deux fois plus riche que le «reste du monde». Mais les Occidentaux deviendront plus pauvres en termes relatifs. Ou alors, pour présenter les choses sous un autre angle plus positif: les habitants des pays en développement deviendront plus riches en termes absolus et relatifs par rapport aux habitants des pays développés.

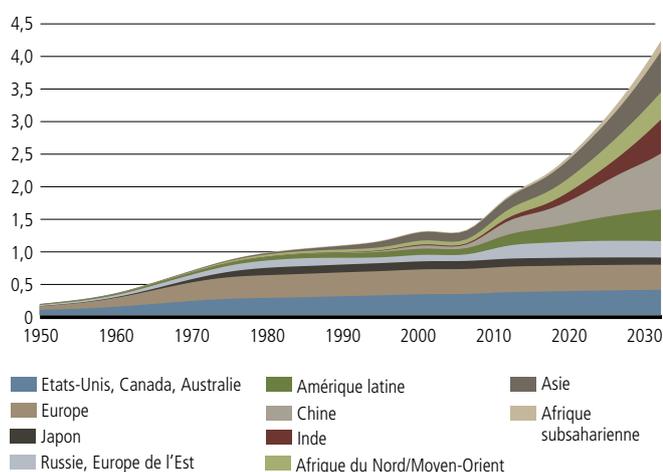
Dans la mesure où les prévisions, au-delà d'un horizon de 18 mois, sont plus souvent erronées qu'exactes, il faut bien admettre que formuler des prévisions sur les prochaines décennies constitue un exercice particulièrement périlleux. En fait, cela n'est pas tout à fait vrai car les deux forces à l'œuvre ici – démographie et convergence – sont plutôt bien comprises.

La démographie peut être considérée comme la base de la croissance et du développement. Selon les prévisions des Nations Unies, le monde compte actuellement sept milliards d'êtres humains et la population mondiale augmentera encore de deux à trois milliards d'individus dans les trois prochaines décennies avant de se stabiliser à environ dix milliards. L'essentiel de cette croissance démographique interviendra dans les pays émergents, notamment au Moyen-Orient et en Afrique, où les taux de natalité restent substantiels.

De nombreux pays développés verront leur population augmenter uniquement grâce à l'immigration; le vieillissement de leurs populations posera de plus en plus de problèmes et pèsera probablement sur la croissance. Il en ira de même pour certains «marchés émergents», notamment la Chine où la politique de l'enfant unique accélérera le vieillissement de façon spectaculaire dans les 10 prochaines années. A elle seule, la démographie peut déjà expliquer une bonne partie de la montée en puissance des économies en développement par rapport aux économies développées. Mais comme nous l'avons évoqué précédemment, ce ne sont pas seulement les pays en développement dans leur ensemble qui deviennent plus riches par rapport aux pays développés, mais aussi la population moyenne de ces pays.

L'émergence de la classe moyenne

En milliards de personnes appartenant à la classe moyenne (c.-à-d. revenu entre 20 000 et 120 000 USD en PPA 2012)



Sources: ONU, Tableau mondial de Penn 7.1, Base de données sur les inégalités de revenu dans le monde V2.0, UBS

Ce deuxième facteur d'influence s'appelle la convergence. Après la Seconde Guerre mondiale, les pays européens (notamment l'Allemagne et l'Italie) puis le Japon ont commencé à enregistrer des taux de croissance du PIB par habitant nettement plus élevés qu'aux Etats-Unis, ce qui leur a permis de rattraper leur retard. Dans les années 1980, la Corée du Sud et d'autres «tigres» asiatiques sont passés par une phase similaire et il semble désormais que de nombreux anciens marchés émergents ont entamé ou déjà atteint un stade très avancé de ce processus.

La différence entre la phase de convergence actuelle et les phases antérieures réside dans le fait que les économies en développement engagées aujourd'hui dans ce processus sont de grande taille. La Chine et son 1,3 milliard d'habitants est dix fois plus peuplée que le Japon et la population de l'Inde à l'horizon 2030 (environ 1,6 milliard de personnes) sera vingt fois plus importante que la population actuelle de l'Allemagne.

Ces évolutions, si elles se matérialisent, auront des répercussions énormes dans les deux prochaines décennies, à commencer par les tensions sur les cours de quelques matières premières. Si l'on considère que la «classe moyenne» regroupe les individus qui gagnent entre 20 000 et 120 000 USD (aux cours actuels) par an, alors nous n'en sommes qu'au début d'une augmentation massive du nombre de gens appartenant à cette catégorie dans les prochaines années. D'ici 2030, un habitant de la planète sur deux pourrait faire partie de la classe moyenne. Un chiffre encore plus frappant: 80% de la classe moyenne du monde entier vivait dans les pays développés en 1990. Ce pourcentage a fondu de moitié et, d'ici 2025, seul un tiers des individus de la classe moyenne vivront dans les pays développés. Encore une fois, ce n'est pas parce que les économies développées deviendront plus pauvres mais parce que les marchés émergents continueront de rattraper leur retard.

L'incertitude de l'inflation

Andreas Höfert, économiste en chef

«QE3», «programme d'achats d'actifs», «tout ce qu'il faudra», «plancher à 1.20 pour le franc suisse»... Appelez-le comme vous voudrez. Le fait est que les banques centrales augmentent massivement leurs bilans, et donc implicitement leur base monétaire. Le sens commun veut que cela ait de fortes chances d'accentuer les pressions inflationnistes mais jusqu'ici, il n'y en a aucun signe.

Une question importante a surgi dans le sillage de la crise financière: «Quelle issue: inflation ou déflation?»

L'inflation et la déflation sont généralement définies comme deux états opposés d'une économie. De nombreux économistes et analystes plus jeunes voient l'inflation à travers le prisme de la «Grande modération», une période d'un quart de siècle entre 1982 et 2007 durant laquelle l'inflation était faible et bien maîtrisée par des banquiers centraux astucieux. La plupart des économistes voient la déflation à travers le prisme de la Grande Dépression des années 30 et de l'expérience du Japon après l'éclatement des bulles de ses marchés immobilier et des actions.

L'effet dispersif de ces prismes aboutit à une perception fortement dualiste. La déflation est mauvaise car elle reflète le désendettement et la dépression. L'inflation, si elle est modérée, n'est pas si néfaste car elle reflète une économie dynamique, voire en surchauffe.

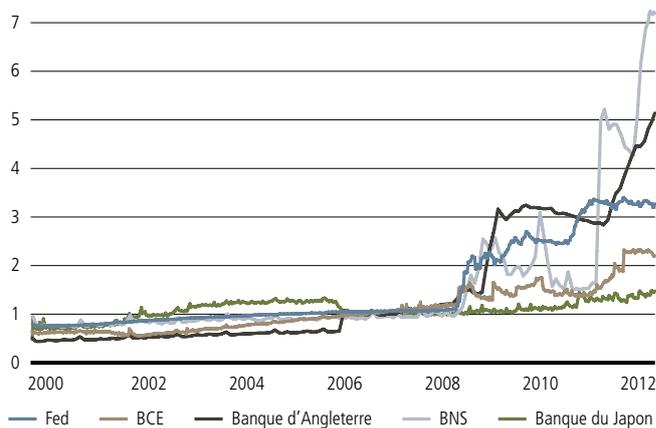
Selon une idée reçue, un banquier central peut toujours atténuer l'inflation en refroidissant la conjoncture. La plupart des banquiers centraux contemporains pratiquent le ciblage d'inflation ou de la croissance nominale, tandis que la déflation est à bannir par tous les moyens.

Cette conception est trop réductrice à mes yeux: elle se focalise seulement sur deux états possibles d'une économie et en ignore deux autres. Déjà dans les années 70, une telle ignorance a mené à des politiques inadaptées et dérouté les économistes lorsque le phénomène de la «stagflation», mélange de forte inflation et de faible croissance, voire de récession, est apparu dans de nombreux pays développés.

En regardant la déflation uniquement à travers le prisme de la dépression (quelque chose qu'il faut éviter à tout prix), on oublie au passage qu'une bonne moitié du XIXe siècle a été marquée par la déflation au Royaume-Uni comme aux Etats-Unis. Et toutes ces périodes de déflation n'étaient pas le reflet de dépressions. Certaines étaient le fruit du progrès technique et de l'élargissement de l'offre lié à la mondialisation, qui a fait baisser les prix de certaines marchandises. Ainsi, de même qu'il existe une «bonne» et une «mauvaise» inflation, la «bonne» et la «mauvaise» déflation sont des états de l'économie mondiale tout aussi possibles.

Expansion de la base monétaire depuis 2007

Indice, janvier 2007 = 1



Sources: FMI, Thomson Reuters, UBS

Si l'on envisage quatre états possibles d'une économie au lieu de deux, on peut réécrire l'histoire de la Grande Modération et ses conséquences. A mon avis, les effets déflationnistes conjugués de la mondialisation et du progrès technologique dans les années 90, et non les banquiers centraux, sont à l'origine de l'environnement faiblement inflationniste. En fait, la politique monétaire était alors assez expansionniste mais, au lieu de gonfler les prix à la consommation, elle a gonflé les prix des actifs. Reconnaître et permettre un «bon» environnement de déflation aurait probablement donné lieu à des politiques monétaires nettement moins expansionnistes, et donc limité l'ampleur des différentes bulles d'actifs qui ont abouti en dernier ressort à la crise financière de 2007/2008.

Dans le sillage de la crise financière, l'impact de la création monétaire massive orchestrée par les banques centrales pour relancer les diverses économies nationales s'est progressivement atténué. L'inflation n'a pas bondi malgré les planches à billets qui tournaient à plein régime.

Comment l'expliquer? Les ménages et les entreprises poursuivent leur désendettement. En outre, ils sont réticents à dépenser dans les environnements incertains. Ils épargnent au lieu d'utiliser leur argent pour consommer ou investir dans des entreprises. Cela signifierait que nous sommes dans un «mauvais» environnement déflationniste.

De plus, la confiance dans l'économie n'est pas le seul facteur qui influence les individus, guidés aussi par la confiance qu'ils ont dans la monnaie en elle-même, dans son rôle élémentaire de réservoir de valeur. Moins ils ont confiance dans la monnaie, plus vite ils essaieront de s'en débarrasser. Ils préfèrent échanger leurs liquidités contre n'importe quoi ou presque.

Chère aux yeux des banquiers centraux, la fin de la déflation pourrait avoir un côté obscur. Si elle n'est pas causée par un regain de confiance dans les perspectives économiques, mais plutôt par une perte de confiance à l'égard de la monnaie en elle-même en tant que réservoir de valeur, nous pourrions retrouver un scénario similaire à

UNE CROISSANCE DURABLEMENT PLUS FAIBLE DANS LE MONDE DÉVELOPPÉ

Nos prévisions de croissance économique réelle à long terme s'appuient sur nos anticipations quant à la croissance future de l'emploi et du capital, sans oublier la technologie qui permet à la main-d'œuvre et au capital de travailler ensemble. Les bouleversements démographiques désormais imminents – la population des pays développés vieillit comme jamais auparavant – se traduiront par une diminution du nombre d'actifs et une augmentation du nombre de retraités. Partout dans le monde développé, les gouvernements auront fort à faire pour freiner la hausse exponentielle des dépenses liées aux régimes d'assurance maladie et retraite. Le vieillissement démographique aura aussi un impact sur le taux d'épargne global, ce qui pourrait freiner l'accumulation de capital. En outre, la nécessaire consolidation des finances publiques limitera la croissance dans les prochaines années. Par conséquent, la croissance devrait rester inférieure aux tendances historiques. Ainsi, le PIB réel des Etats-Unis devrait augmenter à un rythme de 2,5% dans les deux prochaines années. Dans la zone euro, la croissance devrait osciller entre 1,0 et 1,5%. Les marchés émergents sont en mesure de tenir leur cadence nettement plus élevée mais leur croissance tendancielle devrait continuer à ralentir de façon structurelle à l'avenir.

celui des années 70: faible croissance, chômage élevé et, en dépit de ces contraintes, tensions croissantes sur les prix.

Une telle issue mettrait fin au débat entre ceux qui voient dans la perte de confiance dans l'économie le signe d'une déflation imminente et ceux qui pensent que la défiance croissante à l'égard de la monnaie comme réservoir de valeur est annonciatrice d'une vague d'inflation à très court terme. Peut-être l'épilogue du débat méritera-t-il la description peu flatteuse d'une économie atteinte d'une maladie chronique: la mauvaise inflation ou – si vous préférez – la stagflation.

Créez votre propre stratégie d'investissement

Les catégories d'actifs que nous recommandons

CONFIGURATEUR DE PORTEFEUILLE

Devises les devises étrangères peuvent être très volatiles et seules quelques-unes ont un potentiel de rendement à long terme. Investir dans des actifs étrangers sans couvrir le risque de change accentue habituellement la volatilité de ces investissements. Par conséquent, nous recommandons en général de couvrir le risque de change, sauf pour quelques marchés d'actions où cette couverture n'atténue pas la volatilité. Nous conseillons de couvrir l'intégralité du risque de change pour les placements à revenu fixe.

Actions

Obligations de tout premier ordre et liquidités

Obligations de tout premier ordre et liquidités ces actifs constituent la partie peu risquée du portefeuille. Leur rendement, notamment dans les pays développés, sont au plus bas ou presque, d'où leur contribution sans doute modeste au rendement global du portefeuille. Toutefois, ces actifs «sûrs» présentent l'avantage de s'apprécier en période de turbulences sur les marchés. Cela atténue la volatilité du portefeuille global, ce qui lui permet de s'apprécier plus régulièrement au fil du temps.

Actions elles affichent le meilleur potentiel d'appréciation du portefeuille car leurs rendements sont directement liés à la croissance économique et elles compensent l'intense volatilité encourue par les investisseurs. Nous recommandons de diversifier les positions dans le choix des titres et des pays pour atténuer le risque. Idéalement, une allocation conséquente aux marchés locaux est complétée par des allocations significatives à d'autres marchés comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la Suisse, ainsi qu'aux marchés émergents avec un solide potentiel de croissance. Cela assure une exposition aux entreprises dans le monde entier et à des marchés/secteurs qui connaissent des cycles de croissance différents.



Crédit

Crédit cette composante comprend les obligations d'entreprises, les obligations à haut rendement et les obligations des marchés émergents, qui offrent des revenus récurrents relativement élevés. Pour atténuer l'impact négatif d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt à l'avenir, nous recommandons d'éviter les obligations investment grade à durée longue. Nous conseillons à la plupart des investisseurs de compléter leur allocation aux obligations d'entreprises investment grade par des obligations à haut rendement et des obligations de marchés émergents, dont la rémunération est plus attrayante et qui permettent de diversifier le portefeuille. Ces meilleurs rendements compensent le risque de défaillance relativement plus élevé. Pour atténuer le risque de défaillance, nous recommandons également d'investir de manière diversifiée.

Placements alternatifs

Placements alternatifs Les placements alternatifs, qui incluent les hedge funds, l'immobilier, le private equity et les matières premières, contribuent notablement à diversifier les rendements. Nous soulignons ci-dessous la valeur pour le portefeuille des hedge funds et de l'immobilier coté.

Hedge funds: en général, la performance de cette catégorie d'actifs est davantage liée aux compétences de chaque gérant d'actifs qu'à l'exposition aux marchés dans lesquels les gérants investissent. Par conséquent, les hedge funds ont une faible corrélation aux autres marchés, ce qui permet au portefeuille de bénéficier des avantages de la diversification. L'allocation aux hedge funds devrait également contribuer à l'appréciation du portefeuille.

Immobilier: nous recommandons un portefeuille immobilier diversifié à l'échelle mondiale. L'immobilier constitue un bon bouclier contre l'inflation et l'éventuelle hausse des prix des biens immobiliers est généralement confortée dans tous les marchés par les faibles taux d'intérêt actuels, qui se traduisent par un coût d'emprunt historiquement faible. Quant à l'immobilier coté, les fonds de placements immobiliers (REIT) dans leur ensemble peuvent offrir un rendement sur dividendes attrayant ainsi qu'une plus-value dans un environnement de croissance. Enfin, c'est un actif liquide qui bénéficie d'une fiscalité avantageuse.

Positionnement du portefeuille pour les années à venir

Mark Andersen et Mads Pedersen, Co-Heads Asset Allocation

Les turbulences sur les marchés financiers ces dernières années signifient que les stratégies autrefois fiables peuvent devenir risquées. Les investisseurs doivent s'adapter en modifiant leur allocation d'actifs pour obtenir un rendement décent. Un autre bouquet d'obligations peut permettre aux portefeuilles de profiter des risques tout en s'en protégeant.

Les marchés financiers ont connu de profonds changements ces dernières années. Mais surtout, les initiatives de politique monétaire sans précédent des banques centrales ont abouti à des rendements obligataires historiquement faibles dans de nombreux pays développés. Elles ont permis à l'économie mondiale d'éviter une dépression mais ont confronté les investisseurs à un dilemme. Certaines stratégies de placement qui ont donné des résultats satisfaisants par le passé – détenir des actifs «sûrs» tels que les liquidités et les emprunts d'Etat, par exemple – seront sans doute plus risquées à l'avenir et peineront à compenser l'inflation. Les investisseurs doivent changer leur allocation d'actifs pour refléter cette nouvelle réalité tout en profitant des bienfaits attendus inhérents à la diversification.

Un paysage d'investissement bouleversé

Avec des taux d'intérêt désormais quasi nuls aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni et en Suisse, les épargnants récupéreront au mieux une somme proche de celle qu'ils ont déposée. Mais avec les maigres intérêts perçus, la valeur réelle de ces dépôts connaîtra à coup sûr une érosion régulière du fait de l'inflation des prix à la consommation.

Pour les emprunts d'Etat «sûrs», les perspectives ne sont guère meilleures. Beaucoup d'entre eux offrent un rendement inférieur à 2%, bien loin des rendements annualisés à dix ans de l'ordre de 5% offerts il n'y a pas si longtemps par la plupart des obligations des marchés développés. Vu la faiblesse actuelle des rendements, même les fluctuations normales de taux d'intérêt peuvent ruiner le coupon de ces obligations. Par exemple, une modeste hausse de 0,5 à 0,75 point du rendement d'un indice de référence des emprunts d'Etat aboutirait à un rendement négatif en glissement annuel. Si les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans devaient revenir dans une fourchette de 4 à 5% comme c'était la norme autrefois, les investisseurs essuieraient même des pertes sensibles.

Cela ne veut pas dire que les emprunts d'Etat n'ont plus leur place dans un portefeuille diversifié. S'il est peu probable que les obligations à long terme offrent à nouveau les mêmes rendements que par le passé, nous pensons qu'ils contribueront encore à la stabilité des portefeuilles en période de crise.

Repositionnez votre portefeuille

Ces prochaines années, nous invitons les investisseurs à réduire leurs allocations aux liquidités et aux emprunts d'Etat au profit des obligations d'entreprises investment grade avec une durée plus courte, des obligations des marchés émergents et des obligations à haut rendement. Tandis que les rendements d'un grand nombre d'obligations dans ces catégories d'actifs sont historiquement bas, le rendement excédentaire (écart) qu'elles offrent par rapport aux emprunts d'Etat reste supérieur à la moyenne historique. De ce fait, les investisseurs perçoivent encore une rémunération convenable pour le risque supplémentaire pris avec cette catégorie d'actifs. Nous conseillons de couvrir l'éventuel risque de change dans le portefeuille obligataire.

L'augmentation de l'allocation aux obligations d'entreprises et aux obligations des marchés émergents devrait, en général, améliorer le profil risque/rendement du portefeuille mais elle accentuera probablement la volatilité. Il convient donc de légèrement réduire l'allocation aux actions en parallèle.

Plus généralement, pour diversifier de manière efficace son allocation d'actifs stratégique nous conseillons d'inclure plusieurs catégories d'actifs (cf. article «L'importance de l'allocation d'actifs»). A la page 15, nous décrivons brièvement les caractéristiques et les avantages de chaque catégorie d'actifs recommandée.

EMPRUNTS D'ETAT

Réduire

Achim Peijan, stratège

Alors que les banques centrales s'engagent à maintenir durablement de faibles taux d'intérêt, les rendements des emprunts d'Etat sont historiquement faibles pour de nombreux pays et ne devraient remonter que très progressivement dans les années à venir. Toutefois, ils seront médiocres et ne suffiront pas à compenser l'inflation. Nous recommandons de réduire l'allocation aux emprunts d'Etat et de prendre plus de risque de défaillance pour améliorer le rendement du portefeuille.

«Cette fois, c'est différent»: une pensée périlleuse en finance, d'autant que la normalisation des rendements des emprunts d'Etat nuirait à la performance des investisseurs en titres à revenu fixe. En fait, la plupart des facteurs qui pèsent actuellement sur les rendements sont provisoires à nos yeux. Toutefois, la conjoncture morose et la bienveillance des banques centrales suggèrent que le retour à la normale prendra du temps.

Les taux des banques centrales devraient rester durablement faibles. Les taux du marché monétaire n'augmenteront sans doute pas avant 2015. Par la suite, les banques centrales devraient relever progressivement leurs taux, avec à la clé un rendement réel (corrigé de l'inflation) légèrement positif d'ici environ cinq ans. Au fil du temps, les taux réels à court terme (3 mois) pourraient augmenter encore un peu mais il est peu probable qu'ils retrouvent le niveau moyen de 1,5% de ces 50 dernières années. Vu les niveaux actuels de dette publique et la hausse des dépenses futures liées au vieillissement démographique, la marge de manœuvre budgétaire des Etats sera limitée par rapport à l'après-guerre. La politique monétaire risque donc de rester plus conciliante que par le passé.

Les banques centrales favorisent le désendettement en maintenant de faibles taux d'intérêt

Les grandes banques centrales (Etats-Unis, Royaume-Uni et zone euro) mènent une politique de «taux zéro» depuis plusieurs années. En outre, elles ont acheté massivement des emprunts d'Etat. Dans l'ensemble, cela a permis de stabiliser les anticipations d'inflation et de répondre à la demande accrue de liquidités par le secteur privé. Il est peu probable que cette politique conciliante soit interrompue

de sitôt. La Réserve fédérale américaine a fait savoir qu'elle ne durcirait sans doute pas sa politique avant mi-2015 et il est probable qu'elle continue d'acheter des bons du Trésor à long terme l'an prochain, outre son programme d'achat de titres adossés à des créances hypothécaires.

La durée de ce cycle de politique monétaire s'explique par la nécessité de consolider les finances publiques et de réduire l'endettement des entreprises et des banques. L'Histoire suggère qu'il s'agit d'un processus qui s'étale sur plusieurs années en général. Il fut un temps où les pays pouvaient laisser filer leur monnaie. Aujourd'hui, c'est quasiment impossible car plusieurs pays ont besoin d'un rééquilibrage. L'Histoire récente de la zone euro et du Royaume-Uni montre aussi que la consolidation budgétaire a un impact négatif sur la croissance, ce qui freine le processus de consolidation. Les Etats-Unis n'ont pas encore défini de politique de réduction du déficit budgétaire, l'un des plus élevés au monde (environ 8,6% du PIB en 2012 selon le FMI). Avec la réélection d'Obama, les marchés financiers peuvent désormais s'attendre à des mesures plus ambitieuses pour ramener le budget des Etats-Unis sur une trajectoire soutenable à moyen terme.

Repli vers les valeurs refuge à mesure que la zone euro patauge

La crise dans la zone euro a aussi alimenté l'engouement des investisseurs pour les emprunts d'Etat perçus comme des valeurs refuge. L'incertitude quant à la capacité des pays de la périphérie à se financer auprès des marchés et les doutes sur la capacité des gouvernements de la zone euro à résoudre la crise ont accentué la volatilité en Europe et contribué à l'érosion des rendements des emprunts d'Etat. La cure d'austérité continuera pendant quelques années encore, ce qui pèsera sur la croissance du PIB réel et empêchera la Banque centrale européenne de normaliser ses taux dans un avenir proche.

La déflation peu probable

Il est peu probable que le monde développé occidental vive une déflation comparable à celle que vit le Japon. Les politiques monétaires ont été bien trop accommodantes pour garantir que les anticipations d'inflation resteront bien ancrées. La stabilisation des anticipations d'inflation devrait aussi contribuer à stabiliser l'inflation constatée. Toutefois,

alors que l'inflation avoisine 2% et que les taux du marché monétaire sont quasi nuls, les investisseurs perdent constamment du pouvoir d'achat lorsqu'ils investissent dans les marchés monétaires ou les emprunts d'Etat. Si cela est acceptable dans les pays occidentaux plus axés sur la croissance, le Japon a choisi jusqu'ici de protéger le pouvoir d'achat des investisseurs vu la part croissante des retraités dans sa population.

Surveiller les risques d'inflation

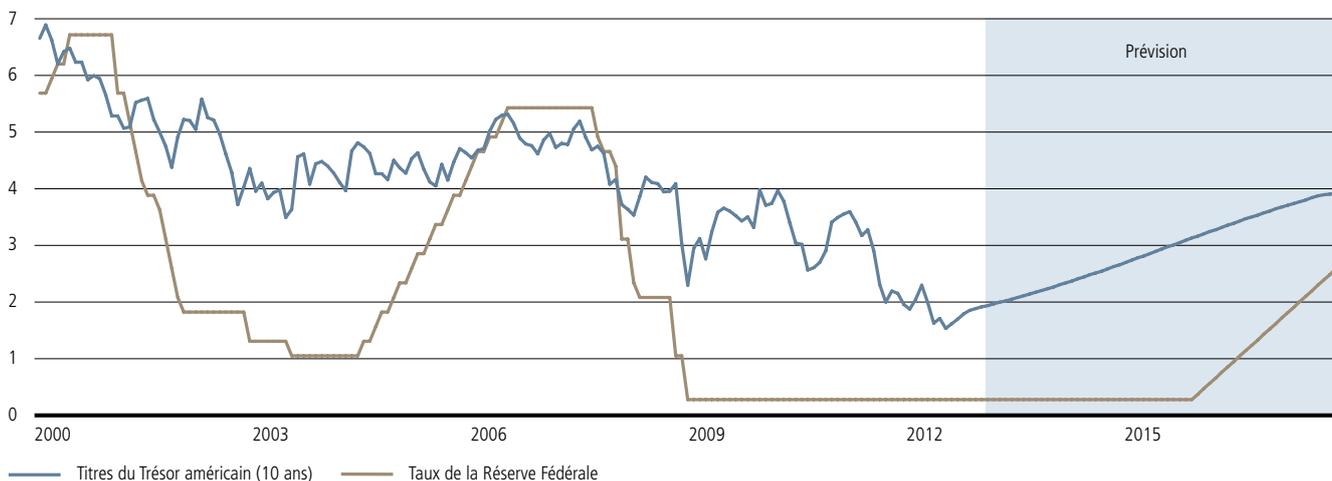
La menace pour les obligations à long terme pourrait venir de l'inflation et des anticipations d'inflation. Jusqu'ici, l'inflation est restée faible et les investisseurs se souciaient davantage du risque de récession. Du coup, les actions et les obligations ont souvent évolué en sens opposé: lorsque les perspectives de croissance s'amélioraient, les actions s'appréciaient tandis que les obligations perdaient de leur valeur. Lorsque les investisseurs revoyaient leurs prévisions de croissance à la baisse, c'était l'inverse. Ainsi, il valait mieux garder quelques emprunts d'Etat à long terme en portefeuille, et ce malgré leur très faible rendement. Alors que les banques centrales ont atténué le risque d'évènement extrême en déversant des torrents de liquidités, les investisseurs pourraient bien recentrer leur attention sur le risque d'inflation. Ils doivent étroitement surveiller ce risque car la hausse des anticipations d'inflation peut pénaliser les obligations comme les actions.

Conclusion: réduire l'allocation aux emprunts d'Etat

Les rendements des emprunts d'Etat à long terme devraient augmenter modérément dans les années à venir mais ne suffiront sans doute pas à compenser l'inflation. Pour les améliorer, il faut réduire les positions en emprunts d'Etat et s'exposer au risque de défaillance plutôt qu'opter pour des titres à maturité plus longue. Il pourrait être judicieux de choisir des obligations avec une notation légèrement moins bonne, d'autant que les entreprises affichent des bilans sains.

Les taux d'intérêt ont peu de chances de retrouver leur niveau d'avant-crise dans les années à venir

Taux d'intérêt des banques centrales et rendements à 10 ans (en %)



Sources: Bloomberg, UBS

ACTIONS

Ce n'est pas fini

Walter Edelmann, stratège

De nombreux investisseurs restent réticents à l'égard de cette catégorie d'actifs. Certains ont même proclamé que l'argument «des actions pour le long terme» n'est plus valable. Nous ne partageons pas ce point de vue. Nous pensons que la défiance actuelle à l'égard des actions crée des opportunités à plus long terme. Les primes de risque conséquentes laissent entrevoir une belle récompense pour les investisseurs qui sont prêts à conserver leurs actions pendant plusieurs années. Aujourd'hui, les meilleures opportunités à plus long terme sont à chercher du côté de l'Europe et des marchés émergents.

Les indices boursiers mondiaux affichent une progression de plus de 70% depuis les plus bas atteints en mars 2009. Les marchés américains font partie de ceux qui ont enregistré le rebond le plus spectaculaire. La zone euro est restée à la traîne mais affiche tout de même un rendement total de 70% environ. Quel que soit le contexte historique, ces chiffres sont impressionnants mais ils ne racontent qu'une

version de l'histoire. En cette fin d'année 2012, les grands indices boursiers n'ont pas encore retrouvé leur niveau de la fin 2007, à l'aube de la crise du crédit «subprime» aux Etats-Unis qui a provoqué la déconfiture des marchés.

Les investisseurs font preuve de réticence à l'idée de se positionner sur les actions, encore échaudés par le souvenir de l'effondrement du marché après la chute de Lehman Brothers en 2008. Du coup, les actions offrent encore des rendements réels assez élevés, ce qui reflète les faibles ratios cours/bénéfices. La prudence des investisseurs témoigne aussi des nouveaux défis tels que la crise de la dette en Europe, les inquiétudes quant à la capacité des autorités chinoises à orchestrer un atterrissage en douceur de leur économie et des craintes inspirées par les finances publiques américaines et la «falaise budgétaire». Tout ceci a alimenté un repli vers les actifs qui promettent aux investisseurs un flux de revenus réguliers, parmi lesquels les actions plus défensives et celles qui versent des dividendes plus élevés.

Tableau 1: Rendement réel de l'action et prime de risque implicite

	Rendement réel de l'action ¹		Rendement obligataire réel ⁴	Ecart de rendement ⁵	
	par rapport aux bénéfices prévus par le consensus des analystes ²	par rapport aux bénéfices corrigés des variations conjoncturelles ³		par rapport aux bénéfices prévus par le consensus des analystes	par rapport aux bénéfices corrigés
Etats-Unis	7,8%	6,0%	-0,4%	8,2%	6,4%
Zone euro	8,5%	7,2%	-0,7%	9,2%	7,9%
Japon	6,4%	5,0%	0,7%	5,7%	4,3%
Royaume-Uni	9,5%	7,4%	-0,3%	9,8%	7,6%
Suisse	7,0%	6,0%	0,4%	6,6%	5,6%
Canada	7,0%	5,4%	-0,8%	7,8%	6,2%
Australie	7,5%	6,1%	0,6%	6,9%	5,5%
Marchés émergents	8,8%	7,3%	-0,3%	9,1%	7,6%

Sources: Thomson Reuters, Bloomberg, UBS

NB: ¹ Le rendement réel de l'action exprime les bénéfices en % du cours d'une action (l'inverse du ratio cours/bénéfices). Les bénéfices étant nets des amortissements et impôts, le rendement est un indicateur de la capacité d'une entreprise à récompenser les investisseurs, soit en leur versant des dividendes, soit en rachetant des actions, soit en investissant dans la croissance future. Les bénéfices corrigés des variations conjoncturelles servent à estimer le potentiel de rendement réel soutenable à long terme. ² Les anticipations des analystes sont des prévisions de bénéfices «bottom-up» pour les 12 prochains mois. ³ Les bénéfices corrigés sont censés ne pas tenir compte des divergences conjoncturelles par rapport à la tendance. ⁴ Rendements obligataires nominaux (10 ans) moins inflation sous-jacente. ⁵ Rendement réel de l'action moins rendement obligataire réel; livre une estimation du rendement excédentaire des actions par rapport aux obligations.

Des rendements réels attrayant

Si de nombreux investisseurs pourraient voir dans le pessimisme du marché une raison de rester à l'écart des actions, la peur en elle-même est souvent une source d'opportunités de rendement à plus long terme. En 2008 et au début de l'année 2009, le rendement excédentaire exigé pour les actions (prime de risque) a augmenté en raison de la réticence des investisseurs à conserver leurs placements. Mais aujourd'hui encore, nos estimations pour la prime de risque des actions sur les principaux marchés suggèrent que les investisseurs qui sont prêts à conserver leurs actions peuvent espérer des rendements attrayants sur une période pluriannuelle (cf. tableau 1).

Dans le camp des baissiers, certains soutiennent que les rendements réels des actions sont gonflés par les prévisions de bénéfices exagérément optimistes du consensus, d'autant que les marges bénéficiaires des entreprises américaines flirtent avec leurs sommets historiques. Mais, à notre avis, les actions ont toujours un potentiel de rendement satisfaisant malgré la révision à la baisse des prévisions de bénéfices pour l'année 2013 vers des niveaux qui nous semblent davantage tenables à plus long terme. Ainsi, notre estimation basse est celle d'un rendement réel corrigé de l'action de 6% pour l'année 2013, au lieu d'un rendement de 7,8% si le calcul était simplement basé sur les prévisions de bénéfices du consensus ascendant.

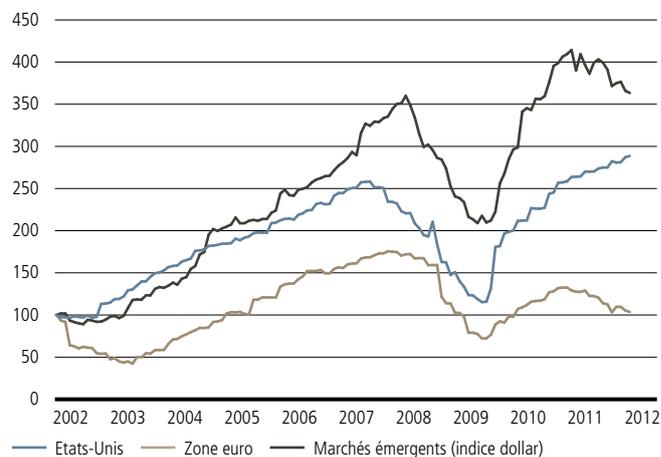
Ce rendement réel corrigé de l'action de 6% aux Etats-Unis est supérieur à celui des rendements obligataires réels, qui sont proches de zéro. Le différentiel (écart de rendement) de 6,4% est une estimation du rendement excédentaire à plus long terme (prime de risque) que les investisseurs peuvent espérer en préférant les actions aux obligations «sans risque». Même si les investisseurs devaient rester aussi prudents qu'à l'heure actuelle, cela laisse entrevoir un rendement réel annuel de l'ordre de 5% dans les 5 à 10 prochaines années. Ce chiffre est nettement inférieur aux rendements observés depuis début 2009. Il n'en reste pas moins supérieur à ce que l'on peut attendre des placements à revenu fixe et cela suffit à rendre les actions attrayantes, notamment par rapport aux obligations et aux liquidités faiblement rémunératrices. Comme le montre le tableau 1, à en juger par le rendement réel de l'action, la zone euro, le Royaume-Uni et les marchés émergents affichent la meilleure performance potentielle à plus long terme.

2013: la valeur libérée à mesure que le risque d'échec politique s'estompe

D'un point de vue tactique, la performance des actions en 2013 dépendra une nouvelle fois largement des décisions politiques. Aux Etats-Unis, les dirigeants politiques vont sans doute éviter une récession liée à un choc budgétaire, même si l'incertitude pourrait s'accroître en début d'an-

Les bénéfiques en repli en Europe et dans les ME

Indices glissants des bénéfiques; ré-indexés à 100 en janvier 2002



Sources: Thomson Reuters, UBS

née. En Europe, les investisseurs chercheront à savoir si les décisions prises en 2012 – le programme d'achats d'obligations par la BCE (OMT) et la création du Mécanisme européen de stabilité (MES) – permettront à l'économie de se stabiliser comme nous le prévoyons. En ce qui concerne la Chine, l'incertitude demeure quant à la détermination de ses nouveaux dirigeants à s'attaquer aux problèmes structurels.

Nous restons convaincus qu'un échec politique majeur sera évité, ce qui permettra la poursuite de la croissance de l'économie mondiale. Dans un tel environnement, les actions mondiales devraient offrir des rendements nominaux dans une fourchette de 8 à 12%. A notre avis, les Etats-Unis offrent un compromis risque/rendement particulièrement attrayant. Les inquiétudes liées à la «falaise budgétaire» devraient s'estomper dans le courant du premier semestre 2013. Le marché pourra alors recentrer son attention sur la stabilité des bénéfices et les solides bilans des entreprises. Par ailleurs, une Réserve fédérale extrêmement conciliante offre un contexte de liquidité favorable aux actions. Les actions des marchés émergents devraient être soutenues par de nouveaux signes probants de stabilisation de la croissance économique, notamment dans les principales économies émergentes, au premier rang desquelles se trouve la Chine. En revanche, dans la zone euro, la nécessaire consolidation budgétaire continuera de peser sur la croissance, et donc sur les marchés d'actions. Toutefois, la conjoncture économique en Europe se stabilisera probablement à mesure que les mois passent. La stabilisation des bénéfices qui en découlera devrait favoriser la hausse des rendements boursiers.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

La pierre angulaire d'un portefeuille

Philipp Schöttler, stratège

Les obligations d'entreprises font partie des catégories d'actifs les plus prometteuses avec une prime de rendement intéressante, tandis que les perspectives de défaut de paiement restent bonnes vu les solides bilans des entreprises et les conditions de financement avantageuses. Par conséquent, les obligations d'entreprises devraient occuper une place de choix dans les portefeuilles des clients.

Les investisseurs pourraient se demander si les obligations d'entreprises peuvent continuer sur cette lancée. Nous entrons dans la cinquième année consécutive de surperformance des obligations d'entreprises à haut rendement les moins bien notées par rapport aux actions, avec en plus une volatilité moins nette (voir ci-contre). Notre analyse suggère qu'elles continueront d'avoir le vent en poupe en 2013 et au-delà.

La quête de rendement se poursuit

La crise financière a vu les grandes banques centrales du monde réagir en fixant des taux d'intérêt historiquement bas qui ont bouleversé le paysage du revenu fixe. Les investisseurs qui veulent juste compenser l'inflation pouvaient en général compter sur les emprunts d'Etat. En fait, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans était constamment supérieurs au taux d'inflation aux Etats-Unis entre 1981 et fin 2007, sauf pendant un seul mois en 2005. Ce n'est plus le cas: pour obtenir un rendement réel positif, les investisseurs doivent rechercher d'autres solutions de placements à revenu fixe. Cette quête de rendement se poursuivra sans doute en 2013.

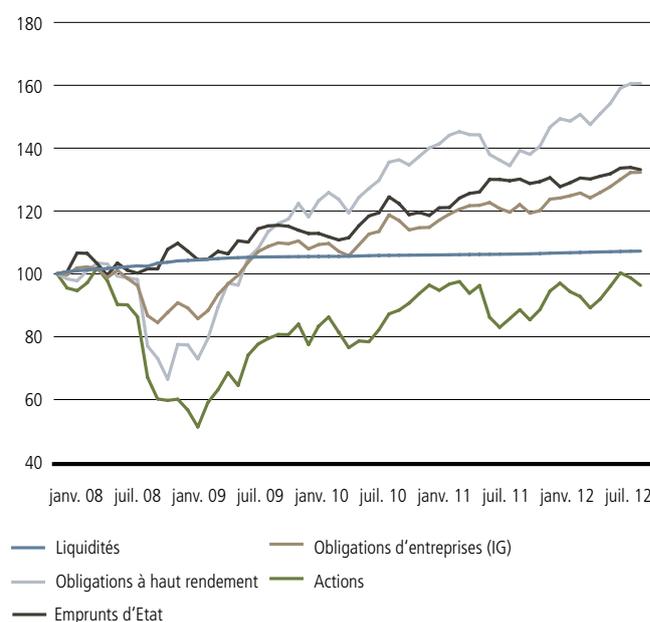
Il faut distinguer le segment investment grade (IG), qui regroupe les obligations notées BBB ou plus, du segment à haut rendement (HY), qui regroupe les obligations moins bien notées. Ces deux catégories d'actifs ont des caractéristiques différentes et, en général, des objectifs différents au sein d'un portefeuille. Les obligations d'entreprises IG offrent une prime assez modeste par rapport aux emprunts d'Etat, qui compensent surtout une moindre liquidité et le risque de dégradation de la notation. En moyenne, leurs

rendements totaux sont nettement inférieurs à ceux des obligations HY mais aussi plus stables. A notre avis, les obligations d'entreprises IG joueront un rôle crucial dans les portefeuilles des investisseurs ces prochaines années car elles offrent de meilleures perspectives de rendement que les emprunts d'Etat, et ce moyennant un risque limité.

En revanche, les obligations HY sont plus cycliques. La probabilité de défaut de paiement des émetteurs est bien plus grande que pour les obligations IG et ces titres ont une moindre liquidité, d'où une prime de risque plus élevée. Les investisseurs en obligations HY peuvent ainsi obtenir un rendement attrayant pourvu que le taux de défaut reste

De confortables rendements pour les obligations d'entreprises et celles à haut rendement

Rendements totaux des catégories d'actifs mondiales lors des 5 dernières années (1.1.2008 = 100)



Sources: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch, UBS

faible. Cela dit, les rendements moyens plus élevés dans ce segment présentent en contrepartie un risque plus élevé.

Le rendement excédentaire des obligations High Yield reste attrayant

La figure ci-dessous présente l'attractivité des obligations HY américaines à ce jour. Le graphique décompose le rendement total entre le rendement des emprunts d'Etat sous-jacents, la rémunération du risque de défaillance et la prime de risque supplémentaire. La tranche supérieure montre la rémunération du risque de défaillance, qui correspond à la somme que les investisseurs doivent s'attendre à perdre en raison de défauts de paiement de l'émetteur dans les années à venir. Si l'on déduit cette somme du rendement total, on obtient une estimation du revenu sous forme de rendement qu'un placement en obligations HY devrait fournir. Si de prime abord, ce revenu semble faible d'un point de vue historique, son érosion s'explique surtout par la baisse du rendement des emprunts d'Etat sous-jacents.

En revanche, le rendement excédentaire (c.-à-d. la prime inhérente aux titres HY) perçu par l'investisseur en sus du rendement des emprunts d'Etat est élevé, aussi bien d'un point de vue historique que par rapport aux autres segments obligataires. C'est cette prime relativement élevée qui rend les obligations d'entreprises HY si attrayantes dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt.

Persistance de faibles taux de défaut

Bonne nouvelle pour les investisseurs: le secteur privé aux Etats-Unis a rarement été en aussi bonne santé. Les entreprises ont soigné leur bilan en réduisant leur endettement et en faisant preuve de prudence dans leur activité commerciale. Elles ont encore de bons niveaux de trésorerie. Le risque de défaillance des obligations d'entreprises reste donc gérable.

Le taux de défaut des émetteurs à HY aux Etats-Unis est exceptionnellement faible depuis 2010: 1,5% aujourd'hui, bien loin de sa moyenne de 4% sur le long terme. Surtout, notre modèle développé en interne suggère que ce taux restera faible en 2013.

Multiplication des émissions en 2012: davantage à titre de précaution que pour se réendetter

Les faibles besoins de refinancement des émetteurs HY limiteront le nombre de défauts dans un futur proche. Beaucoup d'entreprises ont profité des conditions attrayantes sur le marché obligataire en 2012 pour émettre des obligations et pré-financer la dette existante. Ainsi, les échéances à court terme ont nettement baissé et la charge des intérêts a diminué aussi. Aujourd'hui, les entreprises pourraient même résister à un durcissement (inattendu) des conditions de crédit.

Le volume annuel record d'émissions sur le marché primaire des obligations HY n'a rien d'inquiétant à nos yeux, d'autant que les entreprises utilisent les sommes levées avec prudence et essentiellement à des fins de refinancement.

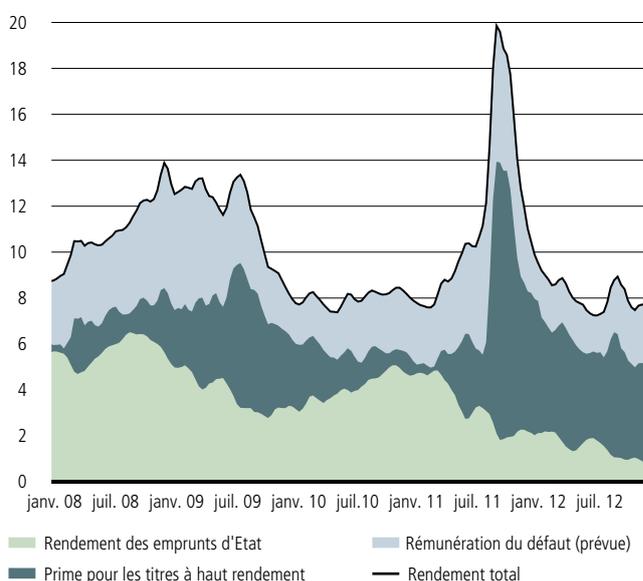
Vers un resserrement des écarts pour le segment High Yield

Dans ce contexte favorable du secteur privé, les écarts par rapport aux emprunts d'Etat semblent toujours élevés. Les obligations HY notamment pourraient voir leurs écarts se resserrer ces prochains mois. Cela est particulièrement important car nous prévoyons une hausse progressive des rendements de référence en 2013.

L'an prochain, nous tablons sur un rendement total de 7,5% pour les obligations HY américaines. Les rendements totaux des obligations IG seront probablement modestes (autour de 2%) mais la surperformance par rapport aux emprunts d'Etat reste un atout majeur de la catégorie d'actifs.

La prime sur les obligations à haut rendement est intéressante

Ventilation du rendement total actuel sur les obligations à haut rendement américaines en %; la rémunération du défaut est basée sur notre prévision pour la trajectoire du taux de défaut



Sources: Bank of America Merrill Lynch, Moody's, UBS

OBLIGATIONS DES MARCHÉS ÉMERGENTS

De bons supports

Michael Bolliger, analyste

Les obligations de marchés émergents (ME) reflètent une histoire de solide croissance structurelle. Leurs rendements devraient donc rester attrayants et les risques inhérents à ces titres devraient s'atténuer.

De meilleurs fondamentaux

Il y a vingt ans, l'émetteur souverain émergent lambda d'obligations libellées en USD affichait une notation de crédit B+. En d'autres termes, il offrait peu de gages quant à sa solvabilité et au remboursement de ses obligations. Depuis deux décennies, les émetteurs souverains émergents sont notés BBB- en moyenne. Les agences de notation les considèrent donc comme des émetteurs offrant des gages de solvabilité suffisants et présentant un faible risque à plus long terme. Cette remarquable amélioration de la qualité du crédit pour les émetteurs souverains émergents – mais aussi pour les émetteurs émergents du secteur privé – découle de l'amélioration globale de la stabilité macro-économique des ME et de l'adoption de politiques budgétaires plus prudentes. Aujourd'hui, de nombreux pays émergents sont nettement moins endettés que les pays développés et enregistrent aussi des déficits budgétaires plus limités. La croissance y est plus forte et relativement stable, ce qui devrait conforter encore plus la soutenabilité de la dette à plus long terme pour plusieurs émetteurs dans la mesure où il est plus facile d'assurer le service de la dette si l'assiette fiscale et les bénéfices augmentent. Enfin, de nombreux émetteurs souverains ont accumulé des réserves de change ces dernières années, se constituant ainsi un filet de sécurité pour soutenir l'économie en période de récession. Nous pensons donc que la tendance à l'amélioration des fondamentaux du crédit dans les ME devrait perdurer dans les années à venir, ce qui fera baisser les primes de risque sur les obligations des ME, avec à la clé des opportunités de rendement attrayantes pour les investisseurs en obligations.

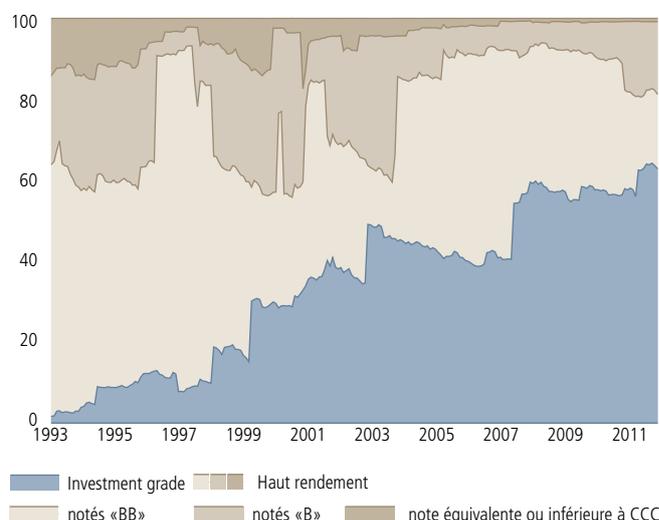
Un risque atténué synonyme de hausse des rendements

Les rendements obligataires devraient baisser avec l'atténuation du risque inhérent aux émetteurs émergents, ce qui aboutirait à une appréciation des obligations des ME. C'est probable pour les obligations libellées en USD émises

par des gouvernements et des entreprises des pays émergents qui, à la fin 2012, offraient une prime de rendement moyenne de 3 à 3,5 points par rapport aux titres du Trésor américain. Si ces primes de risque compensent effectivement un environnement mondial qui reste difficile, elles ne reflètent pas fidèlement nos perspectives à plus long terme pour cette catégorie d'actifs. Sur un horizon de cinq ans, nous pensons que cette prime de rendement pourrait baisser à 1,5% environ. Les investisseurs en placements à revenu fixe devraient en profiter dans une période qui sera marquée par une hausse modérée des taux d'intérêt dans le monde. Dans le cas contraire, cela serait synonyme de rendements plus modestes. Certes, tous les gouvernements et les entreprises des ME n'en profiteront pas dans les mêmes proportions et il faudra toujours s'attendre à des accès de volatilité. Cela dit, les obligations souveraines et les obligations d'entreprises des ME font toujours partie de nos catégories d'actifs favorites parmi les placements à revenu fixe libellés en USD.

Les émetteurs souverains émergents voient leur notation s'améliorer

Répartition des notations des émetteurs souverains émergents d'obligations libellées en USD, en % du total



Sources: JP Morgan, UBS; situation en novembre 2012

MONNAIES

Un équilibre délicat

Thomas Flury, analyste

Pour les investisseurs internationaux, la gestion du risque de change est un art difficile qui suppose de maintenir une position substantielle dans leur monnaie nationale tout en cherchant une certaine diversification vers des devises plus fortes. Dans les années à venir, les grandes économies développées chercheront sans doute encore à affaiblir leur monnaie. C'est pourquoi nous préférons les devises liées à la croissance et aux matières premières.

Les grandes devises se neutralisent par leurs faiblesses

La croissance des économies développées devrait rester poussive étant donné la poursuite de l'austérité, ce qui incitera les banques centrales à maintenir des politiques monétaires accommodantes dans les années à venir. En particulier, les banques centrales du G3 n'ont guère le choix car les pays en question, lourdement endettés, sont astreints à une cure d'austérité, ce qui suggère que les trois grandes devises n'ont pas le ressort nécessaire à un rebond durable. L'année dernière, elles se sont neutralisées mutuellement par leurs faiblesses tout en se dépréciant continuellement par rapport aux devises de second rang. Néanmoins, des opportunités tactiques se présenteront pour les investisseurs actifs car le paysage politique et économique évolue.

Priorité aux devises liées à la croissance et aux matières premières

A l'orée 2013, nous préférons les devises liées à la croissance et aux matières premières comme ce fut le cas tout au long de l'année 2012 et recommandons de convertir une partie de l'allocation «core» en dollars australiens et cana-

diens, en couronnes norvégiennes et suédoises, ainsi qu'en livres sterling. Nous recommandons également une exposition accrue aux monnaies des marchés émergents étant donné leurs solides arguments d'investissement structurels. Toutes ces devises ont encore le vent en poupe dans un environnement de croissance lente mais régulière. A l'orée 2013, nous apprécions en particulier le CAD et la GBP étant donné la surévaluation du dollar australien et des monnaies scandinaves, qu'il convient d'ajouter après une correction.

Vers une appréciation modérée de l'euro

L'EURUSD fera sans doute du surplace pendant une année encore, l'euro ne s'appréciant qu'à la marge face au billet vert. Pour qu'une tendance plus claire se dégage pour l'EURUSD, il faudrait que la Fed ou la BCE durcissent leur politique monétaire, ce qui ne devrait pas arriver de sitôt. La Fed est même susceptible de compenser un éventuel resserrement budgétaire en intensifiant l'assouplissement quantitatif. L'euro ne pourra créer la surprise en s'appréciant au-delà de sa fourchette actuelle qu'en cas de rebond de la croissance, qui serait de nature à faciliter la consolidation budgétaire. A ce stade, le potentiel de rebond significatif semble limité.

Un yen plus faible

L'économie japonaise est toujours en cours de ralentissement et sa balance commerciale devient déficitaire. Le gouvernement impute la morosité de l'économie au yen fort et est susceptible d'intensifier ses efforts de relance budgétaire et monétaire. Ces mesures ont de bonnes chances de porter leurs fruits et finiront par aboutir à une dépréciation du yen dans le courant de l'année 2013.

MATIÈRES PREMIÈRES

Des prévisions revues à la baisse

Dominic Schneider, analyste

Le rendement annuel pour les matières premières dans leur ensemble avoisinera sans doute les 5% dans les années à venir. Dans le même temps, rien ne porte à croire que la volatilité prononcée à l'heure actuelle s'atténuera significativement. Par conséquent, les matières premières joueront sans doute un rôle plus opportuniste au sein d'un portefeuille.

Plusieurs raisons laissent entrevoir des rendements totaux inférieurs à ceux observés avant 2008, la plus significative étant probablement la transition de la Chine d'une économie tirée par l'investissement à un modèle de croissance centré sur la consommation. Par conséquent, les investissements en immobilisations devraient passer de 20% à 12% environ et les secteurs comme la sidérurgie ne devraient connaître qu'une croissance modérée. La Chine étant de loin le plus grand consommateur au monde de matières premières, cette transition aura un impact significatif sur la demande, ce qui devrait freiner la hausse des cours.

Dans le même temps, la demande en provenance d'autres régions ne devrait pas prendre le relais étant donné l'austérité budgétaire dans les pays développés, la réduction de l'endettement dans le bilan des banques européennes et la croissance tendancielle généralement plus faible. En outre, la contribution à la performance des dépôts de garantie en espèces sera probablement minime. Alors que les taux d'intérêt sont quasiment nuls aux Etats-Unis, le rendement des dépôts de garantie en espèces ne devrait pas dépasser 0,5% par an.

La volatilité des cours des matières premières est allée crescendo depuis le début des années 90, atteignant un sommet lors de la crise financière, ce qui conforte notre positionnement prudent à l'égard des matières premières en tant que composante stratégique de portefeuille. Mais même aujourd'hui, alors que nous entrons dans la sixième année suivant l'effondrement financier, la volatilité est aussi prononcée que pour les actions. C'est pourquoi d'autres catégories d'actifs présentent à nos yeux un profil risque/rendement plus séduisant. Loin de nous l'idée d'écarter complètement les matières premières en tant que catégorie d'actifs: des opportunités d'investissement tactique dans une matière première ou un secteur donné se présenteront et nous encourageons les investisseurs à les saisir.

Au niveau sectoriel, les perspectives les plus prometteuses sont pour le secteur de l'énergie, qui devrait enregistrer des rendements voisins de 10% l'année prochaine. Les cours du gaz naturel aux Etats-Unis ne pourront pas rester éternellement aussi bas tandis que la progression des revenus en Chine et dans d'autres pays émergents accentuera le désir de mobilité, et donc la demande de pétrole brut.

La performance des métaux précieux dépend beaucoup de la politique monétaire, c'est pourquoi il est difficile de formuler des prévisions à cinq ans. Mais pour se protéger contre des issues extrêmes comme une envolée de l'inflation, les métaux précieux – notamment l'or – sont des actifs précieux dans un portefeuille plus défensif.

CATÉGORIES D'ACTIFS NON-TRADITIONNELS

Diversifiez

Des perspectives prometteuses pour l'immobilier coté

Karsten Bagger, stratège

L'immobilier coté constituera une catégorie d'actifs attrayante ces prochaines années vu son rendement sur dividendes élevé et les faibles coûts d'emprunt. Nous privilégions les fonds de placements immobiliers (REIT), qui sont gérés de façon prudente et se distinguent par une structure de société transparente qui verse 90% de ses revenus imposables à ses actionnaires. Les REIT constituent une alternative de choix aux obligations d'entreprises, et ce alors que les investisseurs continuent de rechercher des rendements attrayants.

Les REIT ont été performants ces dernières années. Leur valorisation reste néanmoins équitable, avec un rendement sur dividendes attrayant (plus de 4%) conforté par des ratios de distribution des bénéfices historiquement faibles. Les REIT tirent leur épingle du jeu même lorsque la croissance économique est poussive. Alors que la Fed s'est engagée à maintenir durablement de faibles taux d'intérêt, les REIT peuvent refinancer leur dette à des taux historiquement bas et allonger leur durée. Le nombre d'immeubles de rapport sur le marché a peu augmenté ces dernières années, ce qui reflète une offre mondiale relativement restreinte susceptible de favoriser une progression des loyers et des prix des biens immobiliers. Notre analyse suggère que les REIT sont plus intéressants que les actions dans cet environnement.

Des opportunités dans le «private equity»

Stefan Brägger, analyste

Le désendettement à l'échelle mondiale, la désintermédiation bancaire en Europe et la croissance des marchés émergents offrent des opportunités aux investisseurs en private equity (PE). Cette catégorie d'actifs est moins liquide mais elle permet de suivre diverses stratégies pour parvenir à des profils risque/rendement optimisés et parfois différents par rapport aux investissements plus traditionnels. Les investisseurs qui adoptent une stratégie illiquide et à horizon pluriannuel dans leur allocation d'actifs stratégique seront pro-

bablement récompensés par une prime d'illiquidité et de meilleurs rendements.

En 2013, nous privilégions les stratégies de PE suivantes: i) marché secondaire mondial du PE pour profiter des cessions liées aux impératifs réglementaires par des établissements financiers moyennant des décotes de 15 à 20% par rapport à la valeur de l'actif net; ii) prêts directs aux sociétés en Europe, où les marchés obligataires sont moins liquides qu'aux Etats-Unis et restent dominés par les banques, qui prêtent moins; iii) capital nécessaire à la croissance et à des rachats dans les marchés émergents pour accéder à une croissance plus forte et à l'essor de la consommation. Parmi les actifs réels, nous apprécions les stratégies opportunistes dans l'immobilier américain et les stratégies de crédit dans l'immobilier commercial européen, attrayantes en raison du désengagement des banques.

Hedge Funds

Cesare Vallengia, analyste

Les banques centrales continuent d'afficher leur détermination à injecter massivement des liquidités sur les marchés des capitaux, ce qui devrait maintenir une volatilité et des niveaux de corrélation assez faibles à court/moyen terme. Par conséquent, diverses stratégies de hedge funds auront encore le vent en poupe et créeront des opportunités intéressantes que ces gestionnaires sont en mesure d'exploiter.

Les faibles rendements des obligations de référence devraient profiter aux stratégies centrées sur la valeur relative, les obligations d'entreprises en difficulté et le crédit hypothécaire (titres adossés à des créances hypothécaires non détenues par des agences). Les gestionnaires obligataires «long/short» devraient déceler des opportunités de trading attrayantes autour des nouvelles émissions car les Etats doivent refinancer des montants importants d'obligations arrivant à échéance. Les questions macro-économiques et politiques en Europe continueront de créer des opportunités liées à des faillites, des restructurations et des réorganisations, que les gestionnaires «distressed» et «event-driven» peuvent exploiter. Enfin, l'atténuation des corrélations intra-actions et la dispersion croissante des rendements boursiers devraient être favorables aux stratégies «equity long/short», même s'il convient de sélectionner rigoureusement les gestionnaires dans ce domaine car la performance dépend de l'aptitude à la sélection de titres.

Thèmes de placement

Les investisseurs ne doivent pas avoir le sentiment d'être à la dérive face à un environnement d'investissement complexe. Dans cette partie, nous présentons les thèmes dans lesquels nous croyons le plus à long terme. Pour des thèmes plus tactiques, veuillez contacter votre conseiller à la clientèle.

ACTIONS

Ces occidentaux qui profitent de la croissance des marchés émergents

Rolf Ganter, analyste

Les marchés émergents sont responsables de 70% de la croissance du PIB mondial en 2011 et 2012, la Chine contribuant à elle seule à environ 30%. L'écart de croissance économique entre les marchés émergents et le monde développé devrait perdurer dans les années qui viennent. Les entreprises exposées devraient en profiter.

L'Asie héberge environ 60% de la population de la planète mais ne représente que 10% de la consommation mondiale. La Chine est indiscutablement le moteur de l'Asie. Le pays, qui compte près de 1,3 milliard d'habitants, a tenté de rééquilibrer la structure de son économie pour mettre davantage l'accent sur la consommation.

Toutefois, les marchés asiatiques ne sont pas les seuls à afficher un réel potentiel. D'autres pays devraient connaître un essor considérable de leur classe moyenne. La Russie et ses 140 millions d'habitants recèlent également de très belles opportunités. Tandis que les Européens consacrent 40% de leurs revenus aux achats de biens de consommation, la classe moyenne russe, toujours plus nombreuse, y consacre environ 74% de ses revenus.

La consommation en hausse

A mesure que le PIB par tête progresse, la richesse des habitants augmente et les rangs de la classe moyenne grossissent. Ainsi, nous tablons en gros sur un doublement de la classe moyenne chinoise, qui devrait passer de 34 millions de ménages en 2010 à 66 millions en 2020. A cet égard, nous abondons dans le sens de diverses études. Au Brésil, la classe moyenne a progressé de près de 50% entre 2003 et 2009. En outre, la population augmente encore dans de nombreux pays émergents, ce qui conforte davantage notre thème.

La consommation des pays émergents reste nettement inférieure à celle du monde développé. Toutefois, même si nous pensons que cet écart ne sera pas comblé à court terme, nous décelons un potentiel important parmi les entreprises exposées à la croissance de la consommation. Cette opinion est accréditée par les contacts réguliers que nous entretenons avec les dirigeants des entreprises sélectionnées dans le cadre de notre thème.

Comment parier sur cette tendance

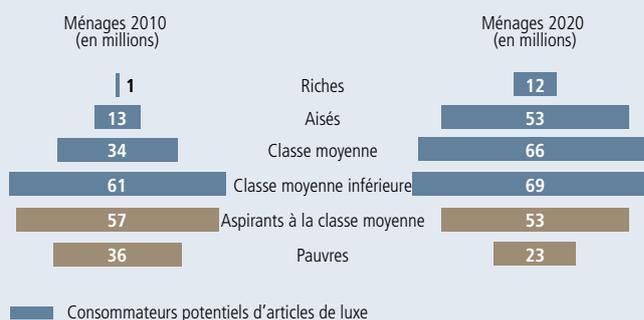
Dans l'ensemble, plusieurs entreprises phares de l'Occident profitent de l'émergence de la classe moyenne dans les marchés émergents. Pour figurer dans notre liste, les entreprises doivent réaliser au moins 20% de leur chiffre d'affaires dans les marchés émergents (pour certaines d'entre elles, ce pourcentage monte jusqu'à 50%).

Notre sélection de fleurons de l'Occident dispose d'un pouvoir de fixation des prix suffisant et d'un statut de leader dans leur secteur. En outre, ces entreprises vendent des produits et services de marque très prisés à un nombre croissant de consommateurs dans les marchés émergents, notamment en Chine. Elles devraient clairement profiter du pouvoir d'achat croissant des consommateurs locaux. Par conséquent, notre sélection est devenue davantage centrée sur les biens de consommation au fil du temps, avec un biais plus cyclique.

Nous proposons aux investisseurs une sélection qui fait l'objet d'un suivi continu et qui, selon nous, surperformera une fois encore les marchés d'actions des pays développés, autrement dit l'indice de référence MSCI World. Notre thème d'investissement dans les fleurons de l'Occident exposés aux marchés émergents devrait être performant dans les années à venir.

L'essor de la classe moyenne en Chine

La distribution des revenus dans les zones urbaines de Chine sera très différente en 2020



Sources: rapport du BCG, mars 2010, UBS

MONNAIES DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Les arguments d'une catégorie d'actifs sous-évaluée

Michael Bolliger, analyste

En tant que catégorie de placement, les monnaies des marchés émergents offrent une exposition rentable et assez sûre à la croissance des marchés émergents depuis plus de 10 ans. Sur cette période, le rendement annuel moyen en dollars US a presque atteint 8% avec une volatilité inférieure de $\frac{2}{3}$ à celle des actions émergentes. Qui plus est, nous ne sommes pas au bout, mais au milieu de cette tendance selon nous.

Réalignement monétaire pluriannuel

A la fin des années 90, les dirigeants politiques des pays émergents ont remis à plat leur gestion macroéconomique. Ils ont donné la priorité à des taux de change flottants, des politiques budgétaires et monétaires vertueuses, un faible endettement de l'Etat et l'accumulation de réserves de change en devises étrangères à titre de précaution, mettant ainsi fin à un douloureux historique de croissance erratique, d'inflation élevée et de violentes dévaluations. La récente crise financière mondiale et les difficultés budgétaires que connaissent les économies développées pourraient bien marquer l'aube d'une période pluriannuelle de réalignement monétaire. Dans un contexte de croissance médiocre et de faibles taux d'intérêt, nous pensons que les investisseurs ont intérêt à rééquilibrer leur exposition en devises vers les pays qui affichent des bilans solides, une bonne marge de manœuvre en termes de politique monétaire et des meilleurs fondamentaux de croissance. Les monnaies des marchés émergents forment la plus grande partie de cet univers. Nous pensons donc que plusieurs monnaies des marchés émergents vont s'apprécier face aux grandes devises (dollar US, euro, yen japonais et livre britannique) à moyen et long terme. De plus, dans les mois et trimestres à venir, nous pensons que les taux d'intérêt élevés dans ces pays soutiendront leurs monnaies. Les taux sont actuellement d'environ 3% supérieur à ceux des grands marchés développés. Comme la croissance devrait de nouveau accélérer dans les marchés émergents en 2013, l'écart devrait se creuser.

De l'importance de la devise nationale

Plusieurs facteurs doivent toutefois entrer en ligne de compte dans le choix du montant et de la manière d'investir. La monnaie du pays où vit l'investisseur constitue le point de départ. En effet, les perspectives de rendement peuvent fortement varier selon que l'investissement est financé en dollars américains, en francs suisses ou en reals brésiliens. Les investisseurs dont la monnaie est surévaluée et susceptible de verser de faibles taux d'intérêt pendant longtemps devraient augmenter leur exposition aux monnaies émergentes, tandis que ceux dont la monnaie est sous-évaluée devraient réaffecter leur exposition excédentaire aux monnaies avec de moins bonnes perspectives, comme le dollar US, l'euro ou le yen japonais vers les monnaies émergentes.

Accès de faiblesse en vue

Même si les monnaies émergentes ont de solides atouts pour surperformer leurs homologues développées à long terme, des accès de faiblesse sont probables. Les investisseurs doivent donc se préparer à une certaine accentuation de la volatilité globale du portefeuille et utiliser uniquement des fonds qu'ils peuvent investir sur de longues périodes afin d'éviter de devoir vendre à perte pendant les creux du marché. Ces passages à vide pourraient toutefois s'avérer de bons points d'entrée pour ceux qui souhaitent augmenter leur allocation aux monnaies des marchés émergents.

ACTIONS

La mobilité au service de l'intelligence

Sundeep Gantori, analyste

En conjuguant la mobilité avec une puissance de calcul et un débit de réseau accrus, la mobilité intelligente a fait basculer le secteur des technologies de l'information (TI) dans un nouveau paradigme. A notre avis, un nouveau cycle de terminaux informatiques est amorcé. A nos yeux, la mobilité intelligente est une tendance structurelle qui en fait l'un des segments les plus prospères du secteur des technologies de l'information.

L'engouement persistant pour les produits technologiques grand public, la hausse de la consommation dans les marchés émergents, le remplacement des appareils traditionnels comme les PC lié à l'innovation, le soutien croissant des entreprises, la multiplication des applications mobiles et le déploiement de réseaux sans fil plus rapides sont les principaux moteurs de croissance de la mobilité intelligente. Malgré un essor notable ces derniers temps, le cycle de la mobilité intelligente a encore de beaux jours devant lui: nous tablons sur un taux de croissance annuelle composé (TCAC) de près de 30% sur cinq ans pour les smartphones et les tablettes, qui auront encore le vent en poupe en 2013.

En 2013, le taux de pénétration de ces appareils dans les marchés émergents, aujourd'hui très faible, devrait augmenter. L'extension des réseaux sans fil et le développement des services 3G, ainsi que la progression du pouvoir d'achat dans les marchés émergents offrira sans doute de réelles opportunités de croissance, d'autant que les terminaux intelligents réduisent la fracture numérique dans ces pays compte tenu de leurs prix très accessibles par rapport

aux PC, dont les prix restent supérieurs à 500 USD. L'apparition de smartphones à bas prix (environ 150 USD) en Chine devrait, à cet égard, contribuer à l'augmentation des achats de terminaux intelligents.

Nos prévisions de croissance pourraient être surpassées si la demande dans les marchés émergents continue de progresser plus vite que prévu car le taux de pénétration a une marge de progression significative. En outre, la vague de nouveaux produits qui devrait déferler sur le marché en début d'année 2013 stimulera probablement les achats à court terme et accélèrera la demande de remplacement des autres appareils tels que les PC et les appareils photo. A plus long terme, notre intérêt pour la mobilité intelligente sera sans doute conforté par la probable expansion du marché potentiel, avec la généralisation du commerce en ligne, des paiements mobiles et d'autres applications sur les terminaux intelligents.

Nous privilégions toujours les poids lourds du secteur. Ces derniers devraient accroître leur part de marché au détriment de leurs concurrents en difficulté, qui pourraient finir par se retirer du marché. Les poids lourds du secteur affichent une valorisation attrayante au regard de leur potentiel de croissance des bénéficiaires trois fois plus élevé que la moyenne mondiale. Leur confortable trésorerie est un autre atout.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Une catégorie d'actifs en plein essor

Kilian Reber, analyste

De plus en plus d'investisseurs découvrent les atouts des obligations des marchés émergents (ME). Rien qu'en 2012, les obligations d'Etat des ME libellées en USD ont attiré en masse les capitaux à tel point qu'aujourd'hui, elles semblent à court de munitions. Nous conseillons à nos clients de ne pas placer davantage d'argent dans les emprunts d'Etat des grands pays d'Asie et d'Amérique latine de la catégorie investment grade et de s'intéresser plutôt aux obligations d'entreprises des ME. A nos yeux, cette catégorie d'actifs recèle encore des opportunités intéressantes.

La solide croissance économique et la baisse des taux d'intérêt observée ces dernières années ont permis aux entreprises locales d'accroître leurs bénéfices tout en conservant un bon bilan. Signe de cette bonne santé, le taux de défaut sur les obligations d'entreprises à haut rendement des ME a été plus faible que celui observé pour leurs homologues américaines pendant une bonne partie de la dernière décennie. Dans la mesure où nous tablons sur une accélération de la croissance économique dans les marchés émergents dans les trimestres à venir et où le segment des obligations d'entreprises des ME fait la part belle (75%) aux émetteurs cycliques, cette catégorie d'actifs devrait encore avoir le vent en poupe dans les six prochains mois.

Des perspectives de rendement favorables

Si, comme nous le prévoyons, la croissance de l'économie mondiale s'accélère dans les prochains trimestres et les rendements du Trésor américain augmentent, cela confortera

l'attrait des obligations d'entreprises des ME. Etant donné la nature plus cyclique et la durée plus courte des obligations d'entreprises des ME, nous envisageons un rendement proche de 4% en USD au cours des six prochains mois, contre moins de 2% pour les obligations souveraines des ME sur le même horizon d'investissement.

Elargir le périmètre et bien diversifier

Depuis 2003, les entreprises ont pris le relais des Etats en tant que principaux émetteurs de nouvelles obligations de ME libellées en USD. A notre avis, cette catégorie d'actifs connaît toujours une solide croissance mais les investisseurs doivent avoir conscience que toutes les obligations d'entreprises des ME ne se valent pas. Il est primordial de faire le tri pour choisir les entreprises capables d'honorer sans peine leurs engagements. Dans le même temps, les investisseurs doivent diversifier leur exposition selon les régions, les pays, les secteurs et les émetteurs.

Dans la partie suivante, nous examinons les risques susceptibles d'influencer les marchés financiers en 2013 et présentons nos scénarios et études d'impact. Si les craintes d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise en 2013 nous semblent exagérées, la crise de la zone euro restera sans doute une préoccupation majeure pour les marchés. Il en va de même pour les problèmes budgétaires aux Etats-Unis et les points chauds géopolitiques, que les investisseurs surveilleront sans doute attentivement.

En 2013, nous suivrons en permanence les risques de perte en cas de hausse comme en cas de baisse et leurs scénarios de risque associés pour les trois grands moteurs du marché que sont les Etats-Unis, la zone euro et la Chine. Nous garderons aussi un œil sur les problèmes plus régionaux et improbables et leur impact potentiel sur les catégories d'actifs.

Les caprices de la météo dans le monde

Page 41

Chine

A la hausse/

A la baisse

Pages 36/37

Montée des tensions en Moyen-Orient

Page 42

Etats-Unis

A LA HAUSSE

Un spectaculaire rebond du marché immobilier

Mark Haefele, Head of Investment

PROBABILITÉ*: 20 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: 20 %
- Titres du Trésor américain: -5 %
- EURUSD: 5 %

* Fondée sur l'avis d'experts

Aux Etats-Unis, les bonnes surprises en matière de croissance pourraient provenir de quelques pistes: une solution aux problèmes de la dette américaine, un impact plus net des politiques monétaires expansionnistes et des statistiques immobilières meilleures que prévu.

Le secteur immobilier américain se redresse lentement après avoir connu sa purge la plus sévère depuis la Grande Dépression. Cette reprise modérée devrait se poursuivre, avec à la clé une progression des prix de l'ordre de 2% (corrigée de l'inflation) dans les années qui viennent. Et si les prix de l'immobilier aux Etats-Unis rebondissaient plus vite que prévu en 2013?

Divers signes laissent entrevoir une hausse des prix: la construction de logements semble se stabiliser, le stock de logements à vendre continue de fondre et, grâce aux prix plus abordables et à des taux de crédit hypothécaire historiquement faibles, l'accession à la propriété est plus aisée que jamais (cf. fig.). Les prix de l'immobilier au niveau national ont augmenté de près de 5% depuis le mois de janvier.

L'accessibilité au plus haut depuis des décennies

Indice NAR de l'accessibilité des prix des logements



Source: National Association of Realtors, données arrêtées au 30 septembre 2012

La croissance poussive du crédit hypothécaire est ce qui pèse le plus sur la reprise de l'immobilier. A l'heure actuelle, les conditions de crédit restrictives limitent l'émission de prêts hypothécaires aux seuls emprunteurs avec un bon profil de solvabilité. D'autres facteurs laissent entrevoir une reprise plus rapide de l'immobilier. Les cours des actions de constructeurs de maisons, qui ont bondi de plus de 70% en moyenne depuis le 1^{er} janvier, semblent refléter un tel scénario. En outre, la Réserve fédérale soutient directement le marché immobilier en achetant chaque mois 40 milliards d'USD de titres adossés à des créances hypothécaires pour maintenir les taux exceptionnellement bas.

Une reprise plus vigoureuse que prévu du marché immobilier aurait un impact sur l'ensemble de l'économie américaine. En effet, l'histoire a montré que la hausse des prix de l'immobilier stimule la consommation. Plus de 22% de propriétaires aux Etats-Unis sont actuellement en situation d'actions négatives, autrement dit, l'encours de leur crédit est supérieur à la valeur de leur logement. Mais à mesure que les prix de l'immobilier augmentent, de plus en plus de propriétaires ne seront plus dans cette situation et pourront refinancer leur crédit à des taux historiquement bas. Résultat, on pourrait assister à l'amorce d'un cercle vertueux: les prix de l'immobilier augmentent, ce qui remonte le moral des ménages; ces derniers consomment davantage, ce qui stimule la croissance économique et, en dernier ressort, les investissements immobiliers et les prix.

Dans la mesure où l'économie américaine repose à 70% sur la consommation des ménages, une hausse plus rapide que prévu des prix de l'immobilier rejaillirait positivement sur les actions. Cela profiterait notamment aux secteurs sensibles à l'immobilier comme les distributeurs de biens d'équipement ménagers, les constructeurs de maisons, les fonds de placements immobiliers cotés (REIT) et les valeurs financières. Les constructeurs de maisons, par exemple, ont vu historiquement leurs titres progresser en moyenne de 450% environ sur un cycle haussier habituel de 3 à 5 ans dans la construction résidentielle. Un bon nombre de ces secteurs auraient le vent en poupe, y compris dans notre scénario de référence, à savoir une reprise modérée de l'immobilier. Mais il est probable qu'une reprise plus vigoureuse changerait véritablement la donne pour les actions liées à l'immobilier.

Le scénario de référence:

- Un resserrement budgétaire modéré favorise une légère accélération de la croissance en 2013 par rapport à 2012, dans une fourchette de 2 à 2,5%.
- Le chômage baisse lentement, permettant ainsi à la Fed de continuer à apporter son aide
- Les faibles taux d'intérêt et l'assouplissement quantitatif soutiennent la croissance sans pour autant lui donner un véritable coup de fouet

A LA BAISSÉ

Le défi budgétaire prend une mauvaise tournure

Mike Ryan, directeur de CIO WMR Americas

PROBABILITÉ*: 20 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: -20 %
- Titres du Trésor américain: 5 %
- EURUSD: -10 %

* Fondée sur l'avis d'experts

Flambée des prix de l'énergie, attaque terroriste de grande ampleur, nouvelle crise bancaire: les catalyseurs susceptibles d'ébranler l'économie américaine et les marchés financiers dans le sillage de la crise mondiale de crédit ne manquent pas. Néanmoins, les principales menaces émanent de la scène politique nationale. Nous restons convaincus que les élus américains finiront par trouver un accord pour éviter les chocs économiques liés à la falaise budgétaire. De même, nous espérons un train de réformes complet à plus long terme pour réduire le déficit. Toutefois, vu les clivages politiques à Washington, rien n'est gagné.

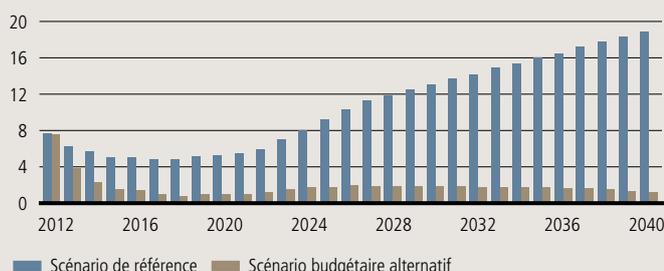
Vu la fragilité de la reprise, les dirigeants politiques doivent épargner à l'économie un choc lié à un durcissement aussi prononcé qu'inconsidéré de la politique budgétaire à court terme. Nos économistes estiment que la fin des réductions

d'impôts et les coupes budgétaires automatiques liées à la falaise budgétaire représentent au total quelque 560 milliards d'USD, soit environ 3,5% du PIB. Si toutes ces mesures devaient expirer, cela se traduirait selon le Congressional Budget Office par une contraction de l'économie de 0,5% en 2013, au lieu d'une expansion de 2% (soit la prévision actuelle du consensus).

Par ailleurs, l'absence de consolidation budgétaire crédible et prudente menace la prospérité à long terme des Etats-Unis et, dans un avenir proche, la notation de crédit souverain du pays. Après avoir plusieurs fois différé l'échéance ces dernières années, les élus américains se retrouvent aujourd'hui avec une marge d'erreur très mince alors qu'ils doivent éviter un choc budgétaire à court terme et, à plus long terme, une crise de leur dette souveraine. Les agences de notation ont déjà averti les responsables américains qu'elles baisseraient la notation de crédit souverain du pays à moins d'un accord sur un programme de réformes fiscales crédibles qui remettrait le pays sur une trajectoire budgétaire plus soutenable. D'après nous, les agences de notation attendent entre 2000 et 3000 milliards d'USD de mesures vérifiables et crédibles de baisse du déficit sur dix ans. Autrement dit, à force de repousser l'échéance, le fardeau est de plus en plus lourd et les Etats-Unis sont au pied du mur.

La trajectoire du déficit pourrait devenir incontrôlable

Prévisions du CBO relatives au déficit fédéral, en % du PIB



Sources: «Perspectives budgétaires à long terme 2012» du Congressional Budget Office (juin 2012), UBS

NB: Le scénario de référence étendu du CBO reflète généralement de façon fidèle la législation actuelle; il suit les prévisions budgétaires de référence à 10 ans du CBO jusqu'en 2022 puis étend le concept de référence au reste de la période de prévision à long terme. Le scénario budgétaire alternatif étendu part du principe que certaines politiques en place depuis un certain nombre d'années seront maintenues et que certaines dispositions légales qui pourraient être difficiles à financer sur une longue période seront modifiées.

Si les responsables américains ne réussissent pas à éviter la falaise budgétaire, l'économie n'échappera sans doute pas une récession, avec à la clé une baisse des bénéfices des entreprises, une hausse des primes de risque, voire même de nouveaux déboires pour le secteur bancaire. Vu le rôle des Etats-Unis dans l'économie mondiale et les marchés financiers mondiaux, l'incapacité à éviter la falaise budgétaire et à s'atteler à des réformes budgétaires pourrait déclencher une nouvelle récession mondiale, voire servir de catalyseur à une autre crise financière. Seules quelques valeurs refuges en profiteraient, dont – paradoxalement – les titres du Trésor américain et le dollar américain.

Chine

A LA HAUSSE

Le consommateur s'éveille

Stephen Freedman, stratège

Patrick Ho, analyste

PROBABILITÉ*: 20 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: 15 %
- Titres du Trésor américain: -2 %
- EURUSD: 5 %

* Fondée sur l'avis d'experts

Ces prochaines années, la Chine s'efforcera de rééquilibrer son économie si bien que la consommation contribuera davantage à la croissance économique. La consommation accrue et la relance de l'investissement productif pourraient accélérer la croissance du PIB en 2013 et soutenir les actions exposées au marché chinois.

Si les nouveaux dirigeants chinois adoptent une politique plus offensive pour obtenir un rééquilibrage entre consommation et investissement, un scénario optimiste pourrait se dessiner. Cela supposerait d'améliorer le filet de sécurité sociale, notamment les régimes d'assurance retraite et santé, ce qui réduirait la propension des ménages chinois à épargner. Des mesures facilitant l'urbanisation (dont l'assouplissement du système de certificat de résidence qui limite en fait les flux migratoires en Chine) devraient aussi stimuler la consommation globale, la propension à consommer étant généralement plus forte en ville qu'à la campagne. L'avantage majeur serait la modification de la structure de la croissance au profit de la consommation intérieure et de l'érosion de l'excédent courant, deux tendances reflétant l'amorce d'une trajectoire d'expansion plus viable en Chine.

Si la croissance de l'investissement doit ralentir, diverses réformes doivent rendre les investissements plus productifs. Taux d'intérêt déréglementés, marchés des capitaux d'emprunt en essor, déréglementation des secteurs dominés par les entreprises publiques, investissements transfrontaliers libéralisés: tout cela devrait améliorer l'efficacité de l'allocation des ressources. La modernisation de l'industrie est basée sur l'innovation, qui exige une protection plus efficace de la propriété intellectuelle. Les nouveaux dirigeants pourraient édicter des lois, créer des autorités chargées de les appliquer et instaurer un cadre transparent sur la propriété intellectuelle. L'efficacité accrue des investissements

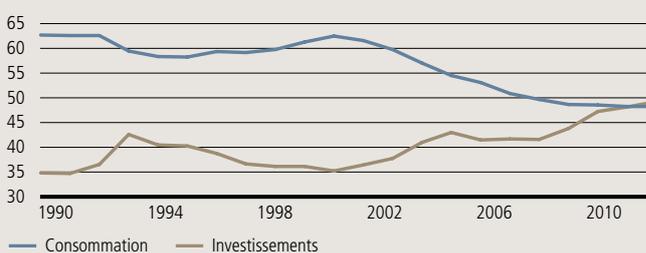
devrait se traduire par une hausse des marges bénéficiaires et des revenus du travail, donc par une consommation accrue à plus long terme.

Un tel processus de rééquilibrage pourrait avoir des conséquences majeures. Vu la prépondérance de la Chine dans la région, il pourrait augurer une nouvelle ère d'essor de la consommation en Asie-Pacifique, une importance accrue du commerce intra-régional et une moindre dépendance à l'égard des exportations vers le reste du monde.

Comment les investisseurs peuvent-ils profiter de ce scénario? Si une légère accélération de la croissance de l'économie chinoise peut profiter à certains secteurs liés aux ressources et à l'industrialisation (matières premières, matériaux, valeurs industrielles, dollar AUD), les principaux bénéficiaires seraient probablement les placements axés sur la consommation chinoise. Tandis que le processus de rééquilibrage peut durer plusieurs années, les signes que les autorités chinoises envisagent sérieusement d'appliquer rapidement les réformes requises pourraient suffire à créer un retour en grâce des placements en actions malmenés à court/moyen terme. Parmi les actions asiatiques, celles des exportateurs d'appareils électroniques grand public (comme les smartphones) taïwanais et sud-coréens sont susceptibles d'en profiter. Parmi les actions des marchés développés, les titres des entreprises multinationales exploitant des marques et des franchises fortes sont les mieux placés.

La Chine tente de rééquilibrer son économie

Part de la consommation et de l'investissement dans le PIB de la Chine (en %)



Sources: CEIC, CIRA, UBS

Le scénario de référence:

- L'économie évite un atterrissage brutal et la croissance se stabilise autour de 7,5 à 8% en 2013
- Les nouveaux dirigeants dissipent l'incertitude politique en jouant la carte de la continuité politique
- Les solides chiffres du crédit bancaire et du financement désintermédié soutiennent la croissance

A LA BAISSÉ

Ce qui pourrait mal tourner en 2013

Yonghao Pu, CIO Asie-Pacifique

PROBABILITÉ*: 10 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: -15 %
- Titres du Trésor américain: 5 %
- EURUSD: -10 %

* Fondée sur l'avis d'experts

En 2013, trois risques de perte pour les investisseurs en Chine ne sauraient être ignorés: agitation politique et sociale, insuffisance de l'investissement des entreprises due aux surcapacités et conflits militaires avec les pays voisins.

La Chine vient de connaître une passation de pouvoirs et l'agenda des nouveaux dirigeants est chargé: il leur faut mettre un frein à la corruption et lancer un programme de réformes politiques progressives. Le remarquable essor économique lors de la dernière décennie s'est malheureusement accompagné d'une montée de la corruption et des abus de pouvoir et le bilan est mince en matière de réformes politiques. L'agitation sociale – par son ampleur et par le nombre de foyers de contestation – est montée d'un cran et le ressentiment s'exprime au grand jour. Les Chinois sont de plus en plus nombreux à recourir aux médias sociaux tels que Weibo pour dénoncer des cas d'abus. Si cela a permis de freiner les pratiques frauduleuses, cela a alimenté un ressentiment plus large, ainsi que les revendications de réformes, y compris dans le domaine de la lutte contre la corruption. Les nouveaux dirigeants doivent donc entreprendre des réformes, sans quoi la stabilité sociale sera menacée.

La pérennité de la reprise économique actuelle est liée à la première inquiétude. Deux ans d'ajustement et d'austérité ont apporté de la stabilité et favorisé une reprise naissante de l'économie, largement tirée par la reconstitution des stocks et les investissements d'infrastructure. La pérennité de cette reprise dépend en grande partie de la croissance de la consommation et de l'investissement des entreprises qui en découle. Ces facteurs peuvent-ils prendre le relais en tant que moteurs de la croissance? Jusqu'ici, la consommation a plutôt bien résisté grâce à la stabilité du marché de l'emploi. Cependant, les surcapacités de

production dans plusieurs pans du secteur manufacturier (textile, énergie solaire, construction navale, sidérurgie) sont une source d'inquiétude majeure. La concurrence s'est donc intensifiée au détriment des marges bénéficiaires, d'où l'érosion des bénéfices. Si le gouvernement rechigne à prendre des mesures douloureuses à court terme et continue de subventionner les entreprises publiques en sureffectifs, alors la surcapacité persistera, compliquant la reprise de l'investissement des entreprises. Si les entreprises n'ont pas intérêt à investir, les moteurs de la reprise actuelle finiront par s'épuiser, menaçant sa pérennité.

Autre risque, celui des querelles territoriales, dont la Chine a connu son lot avec des pays tels que le Japon, le Vietnam et les Philippines ces dernières années. Ces querelles ne devraient pas connaître d'escalade militaire car Pékin ne veut pas de guerre avec ses voisins. Toutefois, alors que l'armée américaine est plus active dans la région et que le sentiment nationaliste gagne du terrain en Chine, le risque d'affrontement militaire existe. Les nouveaux dirigeants semblent d'ailleurs adopter une ligne plus dure dans les revendications territoriales face aux pays voisins afin d'asseoir leur popularité auprès de l'opinion publique. Par conséquent, le risque géopolitique ne saurait être ignoré malgré la faible probabilité de conflit armé. En résumé, si ces risques ne font pas partie de nos scénarios de référence, ils ne sauraient être complètement ignorés et il convient de les surveiller de près.

Nos hypothèses pessimistes pour la Chine déclencheraient une vague d'aversion au risque sur les marchés financiers, qui pénaliserait notamment les actions chinoises mais aussi celles des autres marchés émergents. L'impact sur les autres régions et catégories d'actifs dépendrait de la conjoncture économique. Un manque d'investissement des entreprises pénaliserait l'économie chinoise et les marchés financiers plus fortement, avec à la clé un déclin des indices boursiers mondiaux et des cours des matières premières.

Europe

A LA HAUSSE

Une solution à la crise de l'euro

Andreas Höfert, économiste en chef

Thomas Wacker, analyste

PROBABILITÉ*: 10 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: 25 %
- Titres du Trésor américain: -7 %
- EURUSD: 10 %

* Fondée sur l'avis d'experts

Trois grands facteurs pourraient inciter l'Europe à cesser de naviguer à vue pour trouver une solution pérenne à la crise: 1) une trajectoire à l'irlandaise pour certaines économies de la périphérie et du cœur de la zone euro, 2) une meilleure croissance mondiale permettant à la zone euro de croître à un rythme plus rapide que prévu et, surtout, 3) des progrès vers une véritable intégration, y compris un mécanisme de péréquation budgétaire, à l'occasion des prochains sommets européens en 2013.

Dans ce scénario optimiste, l'Italie, l'Espagne et la France réduisent leur déficit de compétitivité par rapport à l'Allemagne en réformant leur marché de l'emploi. Les mesures d'austérité commencent à porter leurs fruits et les balances des paiements courants de ces pays deviennent excédentaires (l'Espagne y est parvenue en août 2012, une première depuis 1998). De meilleures perspectives de croissance mondiale permettent à ces pays d'échapper à la récession. Les recettes de l'Etat augmentent et, avec elles, la probabilité de dégager des excédents primaires. L'amélioration des soldes courants et budgétaires, signe que la phase critique est passée, incite les investisseurs à acheter des emprunts d'Etats de la périphérie de l'Europe. Les taux d'intérêt de ces pays baissent alors, ce qui conforte leur capacité à dégager des excédents budgétaires.

Parallèlement aux dynamiques macro positives, les sommets européens obtiennent des avancées sensibles en matière d'union bancaire – avec en prime un mécanisme de garantie des dépôts cofinancé – et une certaine forme de

fédéralisme budgétaire (création d'un Trésor européen, contrôle budgétaire centralisé au niveau européen, mécanisme de péréquation budgétaire entre les régions riches et les plus défavorisées). Vers la fin 2013, un agenda complet est défini et soumis à la ratification des divers parlements nationaux pour constituer les Etats-Unis d'Europe au 1er janvier 2018, soixante ans après l'entrée en vigueur du Traité de Rome. Cet agenda, signé lors de la présidence lituanienne de l'UE au deuxième semestre 2013, est baptisé «Traité de Vilnius».

De tels rebondissements seraient bénéfiques pour les pays européens vulnérables comme pour les marchés financiers et dissiperaient l'incertitude. On pourrait également s'attendre à ce que les actions européennes retrouvent une valorisation conforme à celle des actions américaines. Un tel scénario soutiendrait aussi les obligations de la périphérie de l'Europe et plus généralement, les actifs libellés en EUR. L'euro rebondirait alors par rapport aux autres grandes devises. Au moment où l'EURUSD atteint le seuil des 1.30, la Banque nationale suisse abolit le plancher des 1.20 et dégage une plus-value supérieure à 50 milliards de CHF sur ses réserves de change.

Si ce scénario devait se concrétiser, il conviendrait d'adopter un positionnement de portefeuille très offensif en privilégiant les actions européennes aux actions américaines. Des placements ciblés en obligations de la périphérie de l'Europe au détriment des obligations du cœur de l'Europe seraient également judicieux en raison du resserrement prévisible des écarts de crédit. L'euro serait clairement notre devise favorite.

Le scénario de référence:

- La contraction économique de la zone euro en 2012 laisse la place à une légère expansion en 2013
- La détermination de la Banque centrale européenne à préserver l'intégrité de la zone euro et à soutenir la croissance ne faiblit pas en 2013
- La Grèce reste dans l'euro en 2013 mais le risque de sortie reste une source d'inquiétude

A LA BAISSÉ

Une sortie désordonnée de l'euro

Andreas Höfert, économiste en chef
Thomas Wacker, analyste

PROBABILITÉ*: 5 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: -30 %
- Titres du Trésor américain: 10 %
- EURUSD: -20 %

* Fondée sur l'avis d'experts

Il existe un risque que la Grèce sorte de la zone euro en 2013. Néanmoins, l'hypothèse d'une sortie désordonnée nous semble très improbable. Par ricochet, il y aurait alors des conséquences graves pour le reste de la zone euro en l'absence d'efforts coordonnés pour éviter les dommages collatéraux.

Dans la période précédant un tel scénario, il se pourrait que le gouvernement grec soit renversé, ce qui aboutirait à une série d'élections ne permettant pas de former un gouvernement ou de trouver un accord sur un plan d'austérité. Si l'Allemagne refuse de revenir sur ses exigences d'austérité, l'Etat grec serait à court de financements étrangers pour honorer ses engagements, avec à la clé la perspective d'une sortie désordonnée de l'euro. Un départ de la Grèce de la zone euro créerait un précédent. Les autres pays de la périphérie seraient probablement le théâtre de paniques bancaires difficiles à contrôler avec, en dernier ressort, un effet domino qui obligerait d'autres pays à quitter la zone euro.

Ce scénario extrême aurait sans doute un impact très négatif sur les marchés. En plus de précipiter la plupart des pays d'Europe dans une profonde récession, une telle série d'événements aggraverait fortement l'incertitude à moyen terme. Tous les marchés d'actions subiraient probablement une correction très nette. La prime de risque de conversion sur les obligations des pays de la périphérie de l'Europe s'envolerait, les investisseurs exigeant une compensation pour assumer le risque qu'un pays quitte la zone euro et convertisse ses obligations dans sa nouvelle monnaie nationale dévaluée. Cela déclencherait une prophétie auto-réali-

satrice: la prime de risque de conversion elle-même rendrait insoutenables les taux d'intérêt de ces pays, en obligeant certains à quitter l'euro à moins que la BCE ne décide immédiatement d'acheter des quantités illimitées de leurs obligations.

L'euro serait sérieusement malmené tandis que les actifs réputés sûrs comme l'or et les titres du Trésor américain verraient leur cours s'envoler. D'autres monnaies européennes en profiteraient aussi, notamment la livre sterling, les monnaies scandinaves et quelques monnaies plus fortes d'Europe de l'Est (comme le PLN ou la CZK). La Banque nationale suisse serait obligée d'intervenir massivement pour défendre le taux de change plancher de 1.20. Le cours des événements à plus long terme dépendrait de la crédibilité de ce qui resterait de la zone euro. L'hypothèse selon laquelle un euro résiduel avec seulement des pays «forts» du nord de l'Europe, notamment l'Allemagne, s'apprécierait doit être nuancée car les pays du nord de l'Europe connaîtraient probablement une profonde récession et leurs intermédiaires financiers seraient au bord de la faillite.

Un tel scénario impliquerait de réduire drastiquement la prise de risque dans les portefeuilles, en évitant tout actif lié à l'euro ou libellé en EUR et en privilégiant les actifs libellés en USD ou autres devises que l'euro. Plus tard, une fois que «l'euro résiduel» offrira plus de visibilité sur son destin, il conviendra de se repositionner progressivement sur les actifs européens.

L'inflation fait sauter le plancher de l'EURCHF

Daniel Kalt, CIO régional Suisse

PROBABILITÉ*: <5 %
IMPACT SUR LE MARCHÉ*:
• EURCHF: -8 %

* Fondée sur l'avis d'experts

Le plancher de l'EURCHF revêt une importance majeure pour l'économie suisse mais aussi pour les investisseurs internationaux qui détiennent des francs suisses. Si nous pensons que le plancher de 1.20 pour l'EURCHF tiendra bon, il pourrait se retrouver sous pression de deux côtés. Premièrement, en cas de nouvelle escalade de la crise de la zone euro (cf. page 39), qui alimenterait un repli vers les valeurs refuge, dont le CHF. Deuxièmement, en cas de hausse inattendue de l'inflation des prix à la consommation en Suisse.

L'inflation en Suisse a été légèrement négative en 2012 et, dans notre scénario de base, elle augmentera très modestement, de 0,6% en 2013 à 1,1% en 2014. Depuis qu'elle a instauré le plancher de 1.20 pour l'EURCHF, la Banque nationale suisse répète de façon obsessionnelle que nous sommes dans un environnement de faible inflation, voire de déflation. Elle ne cesse de souligner la menace d'une sévère récession et d'une spirale déflationniste en Suisse si ce plancher était aboli, avec à la clé une forte appréciation du CHF. Les anticipations d'inflation de la BNS sont plus faibles que les nôtres (0,2% en 2013, 0,4% en 2014) et risquent fort d'être dépassées.

Et si l'inflation en Suisse commençait à augmenter l'an prochain bien plus vite que nous oserions le penser aujourd'hui? Pour que ce scénario se concrétise, il faudra probablement que deux choses interviennent simultanément: d'abord, une flambée des cours des matières premières liée à des chocs sur l'offre, à une demande plus forte que prévu par les marchés émergents et/ou à la poursuite des politiques d'assouplissement quantitatif dans le monde; puis, une dépréciation du CHF face au bloc USD/monnaies des marchés émergents (du fait de l'arrimage du CHF à un EUR en déclin), ce qui ferait grimper les prix des importations suisses. Si, dans le même temps, la croissance mondiale s'avère plus forte que prévu aujourd'hui, une telle poussée de fièvre inflationniste pourrait se traduire par une

hausse progressive des taux d'inflation en Suisse en raison de l'amorce d'une spirale prix-salaires.

Un tel scénario inflationniste minerait les arguments de la BNS en faveur de la défense du plancher de 1.20 pour l'EURCHF. En effet, la BNS a pour principale mission de défendre la stabilité des prix par tous les moyens ou presque, comme elle l'a fait par le passé. Naturellement, la BNS tenterait dans un premier temps de minimiser un brusque regain d'inflation lié aux matières premières en insistant sur son caractère temporaire. Mais s'il s'avère que l'inflation est sur le point d'augmenter durablement, la BNS se retrouverait face à un terrible dilemme: soit elle maintient son plancher au risque de ruiner sa réputation, soit elle prend un virage à 180 degrés en relevant ses taux d'intérêt et en abolissant le taux de change plancher. Les investisseurs devraient alors se préparer à des accès de volatilité sensibles du CHF sur le marché des changes. Dès que le marché se rendra compte que «l'argument de la déflation» avancé par la BNS pour défendre le plancher ne tient plus, les spéculateurs lanceront les hostilités. Si le plancher de 1.20 cède, le déclenchement des positions «stop-loss» significatives à hauteur de 1.20 mènerait rapidement la paire EURCHF à 1.10, voire plus bas. A notre avis, la BNS emprunterait sans doute une voie médiane en laissant le CHF s'apprécier pas à pas. Un éventuel recul du niveau d'intervention doit toutefois s'accompagner d'un objectif tout aussi explicite et inflexible que le plancher actuel de 1.20. Intervenir sans définir un objectif explicite reviendrait, selon nous, à gaspiller de l'argent et nuirait simplement à la réputation de la BNS.

A court terme, une brusque appréciation du CHF pénaliserait les exportateurs suisses et le secteur du tourisme. En outre, les entreprises davantage tournées vers le marché intérieur et moins exposées au risque de substitution par les importations (opérateurs télécoms notamment) seraient relativement épargnées par une appréciation du CHF. A plus long terme, une hausse régulière de l'inflation – et donc des taux d'intérêt – profiterait sans doute aux compagnies d'assurance vie et, dans une moindre mesure, aux réassureurs. Des taux plus élevés pénaliseraient les entreprises avec des bilans fragiles en raison d'une hausse de leurs charges financières.

Les caprices de la météo dans le monde

Simon Smiles, Head of Investment Strategy for UHNW

PROBABILITÉ*: Très imprévisible

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: -5 %
- Titres du Trésor américain: 2 %
- EURUSD: -5 %
- Matières premières agricoles: 30 %
- Remarque: Seulement temporaire

* Fondée sur l'avis d'experts

La hausse des prix agricoles devrait être très limitée en 2013, un retour à des conditions météorologiques plus «normales» permettant de reconstituer les stocks. Mais la météo est très imprévisible. Aussi, qu'advient-il si les cours du blé, du maïs, du soja ou encore du riz flambent soudainement?

Dans les pays développés, la part de l'alimentation dans le panier des ménages est relativement faible: les Américains ont consacré moins de 8% de leurs dépenses de consommation à la nourriture et aux boissons en 2011 alors que le renchérissement des produits alimentaires contribue à moins de 8% de l'inflation des prix à la consommation (IPC) aux Etats-Unis. Aussi modestes soient-ils, ces chiffres surestiment le véritable impact des prix agricoles car les prix des produits alimentaires dans les pays occidentaux sont liés à la transformation, au conditionnement et surtout au transport plutôt qu'au coût des matières premières agricoles. La situation est toute autre dans la plupart des marchés émergents (ME). La nourriture représente 33% et 26% des indicateurs d'inflation en Chine et en Inde et environ 30% des dépenses de consommation des Chinois et des Indiens. Du coup, une forte hausse des prix agricoles peut avoir un sérieux impact sur l'inflation et la consommation, deux facteurs qui peuvent sensiblement influencer les marchés financiers.

En 2012, nous avons assisté à divers phénomènes météorologiques extrêmes. Les Etats-Unis ont ainsi connu leur plus grave sécheresse depuis 56 ans. Les stocks de maïs et de soja en ont souffert et sont particulièrement vulnérables à de nouveaux chocs sur l'offre. Si la météo devait rester capricieuse avec par exemple une nouvelle période de sécheresse aux Etats-Unis – qui assurent 29%, 36% et 10% de la production mondiale de soja, de maïs et de blé, res-

pectivement – les cours pourraient être encore plus volatils qu'en 2010/2011, lorsque l'indice agricole CMCI Excess Return a progressé de plus de 80% en moins de huit mois, avec à la clé un pic d'inflation dans de nombreux ME qui réagiraient sans doute à cette poussée de fièvre en mettant à nouveau en place des restrictions sur le commerce, ce qui amplifie en fait la hausse des prix, et/ou en augmentant leurs taux d'intérêt.

Dans un environnement d'inflation soutenue et de resserrement monétaire, les actions des ME sous-performeraient probablement les actions mondiales et leurs obligations souveraines libellées en USD se déprécieraient. Les obligations indexées sur l'inflation émises par les ME comme la Turquie, où l'IPC fait la part belle à l'alimentation, en profiteraient, tout comme les fabricants d'engrais (l'action Yara a progressé de 74% et le titre Potash Corp de 116% lors du pic de 2010/2011), tandis que les sociétés agroalimentaires avec un faible pouvoir de fixation des prix en souffriraient. Les contrats à terme sur le soja, le maïs et le blé devraient s'apprécier nettement si la météo se dégrade. Une nette hausse des cours du soja et du maïs augmenterait aussi les coûts pour les éleveurs de porcs, les obligeant à abattre une grande partie de leur cheptel comme ce fut le cas cette année. Cela pèserait sur les cours des contrats à terme à échéance proche sur le porc vivant tout en faisant augmenter les cours des contrats à échéance lointaine. L'impact sur les dérivés climatiques liés à la température et aux précipitations pourrait aussi être significatif.

Des conditions météorologiques extrêmes pourraient avoir un fort impact à court terme sur divers actifs financiers. Néanmoins, avec le temps, les prix agricoles tendent à retrouver leur moyenne étant donné l'élasticité de l'offre. Ainsi, ces idées peuvent aboutir à des opérations lucratives si la météo a effectivement un impact sur la production agricole. Cela dit, les investisseurs auraient tort de fonder leurs décisions à long terme sur la seule perspective d'une météo défavorable en 2013.

Montée des tensions au Moyen-Orient

Kelvin Tay, CIO régional Asie-Pacifique méridionale

Jürg de Spindler, analyste politique

PROBABILITÉ*: 15 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: -10 %
- Titres du Trésor américain: 5 %
- EURUSD: -10 %
- Pétrole brut Brent: 50 %
- Remarque: Seulement temporaire

* Fondée sur l'avis d'experts

La situation au Moyen-Orient est dominée par une «incertitude contrôlée». La majorité des grandes figures politiques ont de bonnes raisons de faire planer l'incertitude par moments, et leurs déclarations jouent un rôle clé dans les tensions qui règnent au Moyen-Orient. Mais si l'on porte un regard objectif sur leurs motivations profondes, la situation se présente sous un autre jour. Pour défendre leurs intérêts économiques, les dirigeants politiques nationaux et étrangers éviteront d'aggraver la situation au point qu'elle en devienne incontrôlable. Il n'en faut pas moins évaluer les risques et passer en revue les scénarios probables. Nous pensons que, bien qu'improbable, une escalade des conflits au Moyen-Orient pourrait perturber les marchés financiers à court terme.

Nous n'en attendons néanmoins pas d'effets durables sur la croissance mondiale.

Quelles seraient les conséquences si le conflit qui oppose Israël à l'Iran s'enflammait? Que se passerait-il si les affrontements qui secouent la Syrie se propageaient à d'autres pays de la région tels que la Turquie, l'Iran, le Liban ou des Etats du Golfe? Les luttes internes qui opposent les trois grandes communautés irakiennes pourraient-elles déstabiliser le pays? Tous ces scénarios pourraient bien provoquer une catastrophe humanitaire dans la région. Les marchés financiers mondiaux souffriraient principalement des interruptions des livraisons de pétrole dues au dysfonctionnement des pipelines, d'un possible blocage du détroit d'Ormuz, voire de la destruction de plates-formes pétrolières.

Un raid israélien sur des installations nucléaires iraniennes aurait certainement le plus grand impact car il pourrait déstabiliser toute la région. La flambée des prix du pétrole qui s'en suivrait perturberait les marchés financiers puisqu'elle remettrait en question une reprise économique encore fragile. Une baisse des exportations iraniennes de pétrole n'aurait pas un impact direct considérable. Elles ont déjà été réduites de moitié à

Événement	Date	Perte de production (mbj)	Baisse de l'offre mondiale en %
Nationalisation du Canal de Suez	Novembre 1956	2,0	10,0%
Embargo de l'OPEP	Novembre 1973	4,3	7,5%
Révolution iranienne	Novembre 1978	5,6	7,0%
Guerre Iran/Irak	Octobre 1980	4,1	6,0%
Première Guerre du Golfe	Août 1990	4,3	9,0%
Grève générale au Venezuela et Deuxième Guerre du Golfe	Décembre 2002	4,9	4,0%

Sources: IIEA, UBS IIEA

1,3 million de barils par jour (à octobre 2012) par les sanctions internationales prises à l'encontre du pays. L'Iran exporte aujourd'hui la majeure partie de sa production en Chine et en Inde. La plus grande menace est le blocage du détroit d'Ormuz, un point stratégique par où transitent chaque jour 17 millions de barils, soit près de 20% de l'offre mondiale de pétrole. Dans ce scénario, le prix du Brent pourrait approcher 185 USD le baril.

Néanmoins, l'histoire montre que les interruptions de l'offre de pétrole n'ont généralement qu'un impact temporaire, bien qu'important, sur les marchés financiers mondiaux. Les actions chuteraient à court terme, en premier lieu dans les régions importatrices telles que l'Europe et l'Asie. En revanche, l'or et le dollar US en seraient les grands gagnants grâce à leur statut de «valeurs refuges». Mais ces mouvements s'inverseraient rapidement dès que la situation s'apaiserait au Moyen-Orient.

Compte tenu de la morosité des prévisions de croissance du PIB mondial (3%), un choc systémique provoqué par une forte hausse des prix du pétrole aurait de graves conséquences. Mais pour qu'elle ait un effet notable sur la croissance mondiale, la hausse des prix du brut devrait

perdurer un certain temps. Or, ce scénario est improbable à moins qu'une guerre régionale n'éclate. Une montée des prix du pétrole rapidement corrigée peut saper temporairement la confiance des marchés, mais elle ne cause généralement pas de graves séquelles à la croissance mondiale. La région la plus vulnérable est sans doute l'Asie, dont la demande de pétrole est satisfaite presque exclusivement par les livraisons en provenance du détroit d'Ormuz. Le continent engloutit pas moins de 30% de la consommation mondiale. Selon nos estimations, une hausse de 10 USD du cours du baril alourdirait la facture pétrolière de l'Asie d'environ 0,5% de son PIB, de même que les coûts annexes, au détriment des dépenses dans d'autres biens et services. Une montée des conflits au Moyen-Orient n'épargnerait donc pas les marchés asiatiques.

Opérations de fusion-acquisition: un ressort hélicoïdal?

Jeremy Zirin, stratège

«Il serait absurde en effet de créer une entreprise nouvelle d'un certain coût si l'on peut acquérir une entreprise identique à un prix moindre.»

John Maynard Keynes, Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936).

PROBABILITÉ*: 20 %

IMPACT SUR LE MARCHÉ*:

- Actions mondiales: 5 %
- Petites et moyennes capitalisations: 10 %
- Remarque: impact ciblé

* Fondée sur l'avis d'experts

Les marchés d'actions ont rebondi en 2012 mais au niveau mondial, les opérations de fusion-acquisition (F&A) sont restées limitées en nombre durant les dix premiers mois de l'année. Leur volume est en repli de 7% sur un an. Historiquement, chaque cycle de F&A a effectivement certaines caractéristiques qui lui sont propres mais en général, des perspectives de croissance économique favorables et des marchés financiers stables sont autant de conditions préalables à l'amorce d'un nouveau cycle. De ce point de vue, on peut comprendre que les entreprises soient restées prudentes en matière de F&A (et d'investissement, d'ailleurs): malgré la solide progression des marchés cette année, l'économie mondiale reste morose, l'été a de nouveau été marqué par le spectre d'une panne de croissance et les marchés financiers restent très volatils. A l'orée 2013, nous restons convaincus que l'activité de F&A continuera de tourner au ralenti. Quand bien même elle devrait s'intensifier, nous prévoyons des proportions modestes car l'économie mondiale peine à passer à la vitesse supérieure et les risques politiques resteront sans doute élevés.

Néanmoins, plusieurs facteurs suggèrent un regain d'activité de F&A. D'abord, les grands groupes ont de bonnes trésoreries et des bilans très sains en général. Ensuite, les faibles taux d'intérêt et le resserrement des écarts de crédit réduisent le coût de financement des opérations. Ensemble, tous ces facteurs suggèrent que les conditions sont réunies pour une hausse des dépenses allouées aux fusions-acquisitions. En outre, les entreprises pourraient choisir d'acheter

la croissance plutôt que de s'aventurer dans un accroissement risqué de leurs capacités de production, prenant ainsi acte du fait que la croissance économique restera freinée par le désendettement, la démographie et la rigidité des politiques. Puis, la valorisation des actions est faible d'un point de vue historique, ce qui se traduit par des prix d'acquisition attrayants pour les entreprises ciblées. Enfin, souvenez-vous que les opérations de F&A en appellent d'autres – comme un comportement moutonnier – car le bouleversement de la dynamique concurrentielle dans un secteur attire de nouveaux prédateurs dans un effet de mimétisme. L'amélioration de l'environnement macroéconomique (croissance supérieure aux prévisions et atténuation des risques extrêmes) est susceptible de lancer une nouvelle vague de F&A dans le monde.

*« Les grands groupes ont
de confortables trésoreries. »*

Pour les investisseurs, un regain d'opérations de F&A devrait soutenir les petites et moyennes capitalisations, qui font généralement office de proies. Selon Dealogic, malgré le recul des volumes de transactions en 2012, les primes d'acquisition (écart entre prix d'achat et valeur de l'entreprise cible la veille de l'annonce du rachat) sont à leur plus haut niveau depuis 2001. Du point de vue sectoriel, le secteur technologique semble mûr pour une nouvelle consolidation car les grands groupes regorgent de liquidités qui rapportent peu une fois placées et miseront davantage sur la croissance externe que sur la croissance organique.



UBS CIO WM Research est publié par Wealth Management & Swiss Bank et Wealth Management Americas, divisions de UBS SA (UBS) ou d'une entreprise associée. Dans certains pays, UBS AG se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. L'analyse qu'il contient s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des révélations en rapport avec UBS et ses sociétés affiliées. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Ces appréciations peuvent s'avérer différentes ou contraires à celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS en raison de l'application d'hypothèses et de critères différents. À tout moment, UBS AG, toutes les sociétés du groupe UBS et leurs employés peuvent détenir des positions longues ou courtes et exercer la fonction de teneur de marché ou d'agent sur les valeurs mobilières mentionnées dans ce document et conseiller ou fournir des services d'ingénierie financière soit à l'émetteur de ces valeurs soit à une société associée à cet émetteur. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS, au sein d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Les marchés des options, des produits dérivés et des valeurs à terme sont considérés comme risqués. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les taux de change peuvent avoir un impact très négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs spécifiques d'investissement de chacun de nos clients particuliers, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux particuliers désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS ou d'une filiale d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS ne pourra pas être tenu pour responsable en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles Chief Investment Office, les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par l'UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis.

Gérants d'actifs externes / Conseillers financiers externes: Dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie par un gérant d'actifs externe ou un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée au gérant d'actifs externe ou au conseiller financier externe et qu'il en fasse bénéficier ses clients ou des parties tierces. **Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie:** 1) **Clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd.: Le contenu de ce document se limite à des informations générales et/ou un conseil général et ne constitue pas un conseil personnel relatif à un produit financier. En tant que tel, le contenu de ce document a été préparé sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un destinataire en particulier, quel qu'il soit. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, le destinataire doit recueillir un conseil personnel sur le produit financier de la part d'un conseiller indépendant et étudier toute documentation relative à l'offre correspondante (y compris les informations à l'usage des investisseurs relatives au produit) là où l'acquisition des produits financiers est envisagée. 2) **Clients d'UBS SA:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231087): Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **Autriche:** Cette publication ne constitue pas une offre au public ou une sollicitation similaire en vertu du droit autrichien et sera utilisée uniquement dans des circonstances qui n'équivalent pas à une offre au public de titres financiers en Autriche. Ce document ne peut être utilisé que par le destinataire direct de ces informations et ne peut en aucune circonstance être remis à un autre investisseur, quel qu'il soit. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahreïn:** UBS SA est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahreïn. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahreïn. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Belgique:** La présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit belge mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Belgium SA/NV, banque agréée sous la surveillance de la «Commission bancaire, financière et des assurances» (CFBA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **Dubaï:** La recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC. Elle est réservée strictement aux clients professionnels et ne peut pas être redistribuée dans les Emirats Arabes Unis. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). Le teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale de UBS AG. **France:** Cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 125.726.944 €, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et de l'Autorité des Marchés Financiers. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 3 - Milan, banque italienne dûment agréée par la «Banque d'Italie» pour la fourniture de services financiers sous la surveillance de «Consob» et de la «Banque d'Italie». UBS Italia n'a pas pris part à l'élaboration de la présente publication ni à celle de la recherche sur les investissements ni de l'analyse financière qu'elle comporte. **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais de pouvoir être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A., une banque agréée sous la surveillance de la «Commission de surveillance du secteur financier» (CSSF), à laquelle ladite publication n'a pas été soumise pour approbation. **Mexique:** Ce document a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui n'est pas soumise à la supervision de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores et ne fait pas partie d'UBS Grupo Financiero, S.A. à capital variable, ni d'aucun autre groupe financier mexicain et ses obligations ne sont garanties par aucun autre tiers. UBS Asesores México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, autorisé et réglementé au Royaume-Uni par la «Financial Services Authority». Membre de la bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** Pour toute question liée ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore».

Version 10/2012.

© UBS 2012. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.



CIO Year Ahead 2013

Ce rapport a été rédigé par UBS SA.

Editeur

UBS SA, CIO Investment Office,
Case postale, CH-8098 Zurich

Rédacteur en chef

Mark Andersen

Directeur de produit

Réda Mouhid

Gestion de projet

Réda Mouhid
Sita L. Chavali*
Tommaso Operto

*Nous remercions Sita L. Chavali, une employée de Cognizant Group, pour son assistance à la préparation de ce rapport de recherche. L'équipe de Cognizant procure des services de support à la recherche pour UBS.

Rédacteurs

24translate, St-Gall, Suisse

Layout et Design

CIO Digital & Print Publishing, UBS SA
ThreeSolution AG, Zurich

Clôture de la rédaction

5 décembre 2012

Photo de couverture

ThreeSolution AG, Zurich

Imprimerie

galledia ag, Flawil, Suisse

Langues

Publié en anglais, allemand, italien, français, espagnol, portugais, chinois (traditionnel et simplifié) et russe.

Contact:

ubs-research@ubs.com
Page d'accueil UBS: www.ubs.com

Commande ou abonnement

En tant que client d'UBS, vous pouvez vous abonner à l'édition papier de *CIO Year Ahead* par l'intermédiaire de votre conseiller clientèle ou de la messagerie du service Printed & Branded Products:
sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

Vous pouvez également vous abonner sur Internet par le biais du portail Research sur la plate-forme UBS e-banking.
SAP-Nr. 82251F-1201

