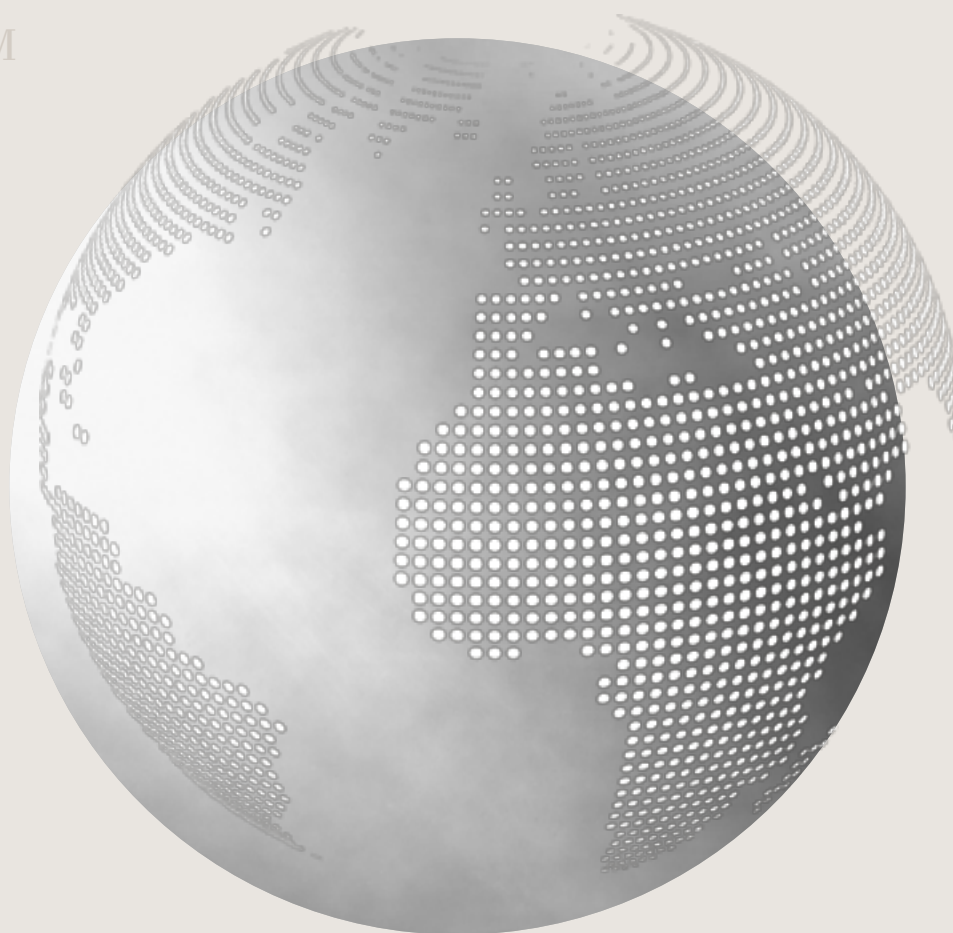


CIO Year Ahead 2015

Chief Investment Office WM
Décembre 2014



Le
monde
divergent

Préface.

Chers lecteurs,

Cette nouvelle édition du CIO Year Ahead arrive à un moment critique. La croissance économique mondiale est inégale, les politiques gouvernementales divergent et les tensions géopolitiques s'intensifient. Le titre de ce rapport, «Le monde divergent», reflète les tendances d'investissement avec lesquelles nous devons composer.

Investir dans un tel environnement constituera sans nul doute un défi de taille. Mais les performances et les conseils d'investissement supérieurs sont au cœur même de notre objectif. Nous souhaitons aider tous nos clients à prendre les décisions financières les plus complexes : nous nous efforçons de leur donner des conseils judicieux et opportuns afin d'atteindre notre objectif, à savoir protéger et faire croître leur capital.

Cette année, nous accordons une importance toute particulière à la durabilité de nos investissements et de nos activités. A cet égard, nous mesurons notre impact sur l'environnement – c'est la première fois que ce document est imprimé conformément au principe de la neutralité carbone et qu'il est disponible sur iPad - et évaluons l'avantage cumulé sur la société de nos investissements financiers. Dans un monde divergent, la durabilité devrait devenir l'un des rares thèmes pérennes.

Préparée par notre équipe mondiale de spécialistes sur la base de nos discussions avec les principaux gestionnaires de fonds, cette édition du rapport *CIO Year Ahead* vise à aider les investisseurs privés à s'orienter dans ce monde divergent.

Bienvenue dans le *CIO Year Ahead 2015*.



Jürg Zeltner
CEO UBS Wealth
Management



Mark Haefele
Global Chief
Investment Officer
Wealth Management



Caroline Anstey
Global Head of
UBS and Society

Sommaire.

5

Le
monde
divergent.

- 6 Perspectives
pour l'année
à venir
- 10 Perspectives

14

Région par
région.

- 16 Etats-Unis
- 20 Europe
- 24 Asie-Pacifique
- 28 Marchés
émergents
- 32 Suisse

36

Investir.

- 36 Principes de
placement
- 38 Allocation
d'actifs
- 42 Thèmes
- 46 Ultra-high
net worth
- 48 Investissement
durable
- 50 Placements
alternatifs

52

Classes
d'actifs.

- 54 Actions
- 56 Obligations
- 58 Placements
alternatifs
- 60 Monnaies
- 61 Matières
premières

62

2015
en bref.

«Voici le monde divergent.»

Le monde divergent

L'un des thèmes récurrents de l'édition 2015 de *CIO Year Ahead* est le monde divergent auquel sont actuellement confrontés les investisseurs. La croissance du PIB est inégale, les politiques économiques suivent des trajectoires distinctes et les tensions géopolitiques ont refait surface. Mais les divergences ne s'en tiennent pas là, incluant aussi des niveaux de capacité concurrentielle contrastés au sein de la zone euro, des écarts entre les différents programmes de réforme dans les pays émergents et, au bout du compte, un clivage attendu dans la performance des actifs financiers en 2015.

Débats et défis

Cette année, le CIO a débattu de ces problèmes non seulement en interne, mais également avec des experts externes de l'investissement, et ceci à l'occasion du premier Year Ahead Investor Forum d'UBS (voir page 10). Les opinions du CIO sur les principales questions entourant l'investissement en 2015, y compris une section spéciale consacrée à la durabilité, sont exposées dans le cadre d'entrevues approfondies avec nos spécialistes mondiaux et régionaux (pages 16–51). Ces entrevues, ainsi que d'autres conclusions issues du Forum, sont disponibles pour la première fois sur iPad dans certains pays.

Positionnement des placements

A la page 52, nos lecteurs trouveront en outre les informations clés sur notre positionnement dans chacune des grandes classes d'actifs à l'approche de la nouvelle année. En un mot, nous restons optimistes à l'égard des actions et du crédit. Nous concentrons ces positions surpondérées aux Etats-Unis, et nous adoptons un positionnement haussier sur le dollar américain face à l'euro. Nous sous-pondérons tant les actions des marchés émergents que leurs obligations d'entreprises libellées en dollars.

Surprises en 2015

Enfin, nous avons demandé à nos spécialistes ce qui pourrait les surprendre en 2015, ce qui les fascine ou les inquiète, ainsi que leurs meilleures idées pour 2015 et leurs résolutions pour la nouvelle année. Découvrez-en davantage à la page 62.



Perspectives pour l'année à venir.

Mark Haefele.
Global Chief Investment
Officer

Quels ont été les facteurs marquants en 2014 ?

2014 aura été une année intéressante. La bonne surprise est venue du marché des obligations de haute qualité. En dépit de rendements déjà faibles, une fin de l'assouplissement quantitatif et un redressement de l'économie américaine, les obligations du Trésor américain ont encore perdu du terrain en 2014. Les rendements des emprunts d'Etat allemands ont connu un fléchissement encore plus marqué. Nous sommes toujours d'avis que les obligations de haute qualité représentent une bonne source de financement au vu du bas niveau des rendements, mais les marchés s'interrogent sur les facteurs à même de déclencher une hausse des rendements.

Nous avons tiré parti de la croissance américaine en surpondérant les actions et le haut rendement aux Etats-Unis. A ce jour, la divergence des politiques des banques centrales a commencé à déployer ses effets sur les marchés des changes. Nous avons anticipé un recul de l'euro face au dollar, qui s'est manifesté au second semestre de l'année.

Quels sont les principaux risques qui vous inquiètent en ce qui concerne 2015 ?

Il existe de bonnes et de mauvaises divergences, nous réfléchissons beaucoup aux deux. Les troubles géopolitiques dans différentes zones du globe constituent une mauvaise divergence.

Certains de ces risques demeurent extrêmement difficiles à quantifier et bon nombre d'investisseurs ont rechigné à investir dans les plans d'investissement à long terme analysés par notre économiste en chef Andreas Hoefert (p. 36).

Même de bonnes divergences – et je pense que la croissance autonome observée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en est une – peuvent se révéler inquiétantes, car elles soulèvent

tion de la politique des banques centrales, la grande question sera de savoir si les banques centrales auront alors déjà épuisé les moyens dont elles disposent pour gérer toute crise future. Cela n'arrivera peut-être pas en 2015, mais cet aspect doit être surveillé de près.

La politique des banques centrales semble avoir eu pour effet notoire de faire grimper les évaluations des actifs financiers. Sont-elles désormais trop élevées ?

Les évaluations ne nous semblent pas être excessives au point d'empêcher les actifs financiers de dégager des rendements positifs cette année. Toutefois, ceux qui s'attendent à ce que les actifs financiers réitèrent la performance qu'ils ont affichée ces trois dernières années risquent d'être déçus. Il

tème. De toute évidence, cela n'est pas vrai. Il s'agit donc plutôt d'une question de vitesse de circulation de la monnaie. Là encore, tout porte à croire que les banques centrales cherchent à favoriser l'activité de prêt des banques, ce qui pourrait accélérer la circulation de la monnaie. En ce moment, tout le monde parle de déflation dans la zone euro, un sujet qui a été au centre des débats lors du Forum des investisseurs. Cependant, comme l'explique Themis Themistocleous, responsable de notre Investment Office Europe (p. 20), les espoirs d'amélioration dans la zone euro sont intimement liés à ce que peut faire la BCE pour assainir les banques et stimuler l'activité de prêt. Si ces deux objectifs sont atteints, on voit mal comment l'inflation sous-jacente pourrait tomber encore plus bas.

« Il existe de bonnes et de mauvaises divergences, nous sommes conscients des deux »

la question des retombées du cycle économique. Nous continuons de naviguer dans des mers inconnues sur le plan des politiques monétaires.

Nous sommes loin d'une normalisation dans la majeure partie du monde. Lors du Forum des investisseurs, nous nous sommes demandé « où nous en étions dans le cycle économique. » (p. 10). Selon le consensus qui s'est dégagé, le cycle économique a été redéfini sur la base de toutes les divergences qui existent au niveau de la politique des banques centrales. On peut cependant présumer que le soutien des banques centrales devra cesser à un moment donné. Et si la croissance ralentit effectivement avant une normalisa-

est fort probable qu'en comparaison avec la situation cinq ans en arrière, les rendements réels seront inférieurs à la moyenne historique.

L'action des banques centrales n'a pas entraîné à ce jour les taux élevés d'inflation que beaucoup attendaient. L'inflation est-elle morte ou seulement assoupie ?

Les nations débitrices n'ont aucun intérêt à voir s'installer la déflation compte tenu des importants avantages qu'elles tirent de l'inflation.

Prétendre que l'inflation est morte revient à dire que les banques centrales qui gèrent les planches à billets sont incapables de contrôler la quantité de monnaie qui circule dans le sys-

Que peuvent faire les investisseurs prudents pour pouvoir obtenir de meilleurs rendements ?

Comme l'a souligné Mark Andersen, co-responsable de l'allocation des actifs (p. 38), dans l'environnement actuel, les investisseurs prudents ne peuvent espérer dégager des rendements à long terme supérieurs à 1% par an. Je le répète, l'inflation n'est pas morte, mais seulement assoupie. Lorsqu'elle se réveillera, elle pourrait poser un sérieux problème à certains investisseurs étant donné le niveau particulièrement bas des rendements attendus.

C'est pourquoi je pense que les investisseurs qui s'estiment prudents devraient attacher moins d'importance à

« Je pense que les investisseurs qui s'estiment prudents devraient attacher moins d'importance à la volatilité et se concentrer davantage sur la protection du pouvoir d'achat à long terme ».



Mark Haefele. Global Chief Investment Officer

la volatilité et se concentrer davantage sur la protection du pouvoir d'achat à long terme.

Une façon d'investir sur le long terme tout en restant « prudent » consiste à investir dans des thématiques durables mues par des ressorts puissants et prévisibles. Je songe notamment à la croissance démographique, ou au fait que les gens consomment plus de protéines en devenant plus riches, ou encore aux besoins en eau potable. Deux de mes collègues, Simon Smiles et Philippe Mueller, ont analysé ces thèmes en profondeur (pp. 46 et 42).

Même si les fluctuations de prix à court terme sont un sujet de préoccupation important, nous recommandons toujours de délaissier les obligations de haute qualité et de privilégier la diversification. La diversification permet d'obtenir des rendements plus élevés pour un niveau donné de risque et de volatilité. On peut par exemple se diversifier en investissant dans les hedge funds ou le private equity, des produits alternatifs pour lesquels les investisseurs ont plus de chance d'obtenir une prime d'illiquidité.

Ces six dernières années, le « désendettement » a été sur toutes les lèvres. Qu'en est-il aujourd'hui ?

Tout le monde a parlé du désendettement, mais le ratio dette publique/PIB reste de 230% au Japon, 110% aux Etats-Unis et de « seulement » 80% en Allemagne. La réalité est que le désendettement n'aura lieu, en partie, que par le biais de l'inflation, des défaillances et du transfert de patrimoine. Pour investir de manière fructueuse sur un horizon conséquent, il faut savoir que les résultats différeront selon les endroits et que les Etats-Unis ne peuvent se permettre de jouer

« fair-play » dans tous les cas. C'est pourquoi la diversification mondiale est de plus en plus importante pour les investisseurs.

Nous avons constaté que les pays qui avaient pris des mesures plus tôt semblent avoir mieux surmonté la crise, à l'image des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Il demeure très important de pouvoir compter sur une banque centrale réactive, comme le mentionne Mads Pedersen, co-responsable de l'allocation d'actifs, dans la section consacrée à l'allocation d'actifs (p. 38). La majeure partie de la croissance actuelle aux Etats-Unis est attribuable précisément à la meilleure situation financière des consommateurs et à la recapitalisation des banques. Les régions qui n'ont pas réagi aussi promptement, comme la zone euro, continuent de souffrir, d'où cette divergence.

Nous vivons dans un monde divergent; la croissance mondiale est-elle actuellement trop dépendante des Etats-Unis ?

Je dirais que les Etats-Unis sont un important « contributeur » à la croissance mondiale dans son ensemble, mais le reste du monde n'est pas à proprement parler « dépendant » des Etats-Unis. Min Lan Tan, responsable de l'Investment Office APAC, soulève un point intéressant (p. 24) en montrant qu'il n'y a pas eu de réelle augmentation de la croissance des exportations en Asie dans les années qui ont suivi la crise. Le revers de la médaille, c'est que le consommateur américain n'est plus le moteur de la croissance des exportations dans le monde qu'il a été jusqu'à présent. Alors, oui, le risque est accru lorsqu'un seul pays est responsable de l'amélioration des taux de croissance à

l'échelle internationale, mais c'est quasiment toujours le cas. Avant, c'était la Chine, maintenant ce sont les Etats-Unis.

Un des principaux points abordés lors du Year Ahead Investor Forum a porté sur les effets de la fermeté du dollar. Quelles sont les répercussions potentielles d'un raffermissement du dollar ?

A mesure que la volatilité des changes augmente, on constate que les personnes ou les nations qui ont financé des dettes en monnaie étrangère peuvent en pâtir.

Jorge Marical, responsable de l'Investment Office ME, fait une remarque judicieuse (p. 28) : la douleur ressentie dépendra probablement de l'environnement précis de la fermeté du dollar. Si l'environnement est marqué par une forte croissance des Etats-Unis, alors la situation n'est pas si mauvaise. En revanche, si l'on assiste à des flux vers le dollar américain en tant que valeur refuge, le tableau est nettement plus sombre.

Perspectives à long terme – nouvelles technologies et gaz de schiste. Une révolution ou du vent ?

Sur la route menant à la résidence de ma sœur au Texas, on peut observer les changements à travers la fenêtre de la voiture. Dans certains endroits du Midwest, on constate que certains établissements de restauration rapide ou certaines maisons au bord de la route ont été remplacés par des puits. Il ne s'agit pas d'une bénédiction sans nuages, mais ce changement joue en faveur des Etats-Unis où le gaz naturel est devenu bien moins cher que dans le reste du monde. Comme l'a souligné Mike Ryan, Chief Investment Strategist pour WM Americas (p. 16),

cette situation fournit un élan considérable à l'économie américaine.

Cela a également son importance sur le plan mondial. Depuis 2010, les Etats-Unis produisent trois millions de barils de pétrole de plus par jour, soit l'équivalent de la production du Venezuela. Rappelez-vous, il n'y a pas si longtemps, quelques ressortissants nigériens ont attaqué un pipeline et ainsi secoué l'ensemble du secteur pétrolier. Nous n'entendons pas ce genre d'histoires aujourd'hui et c'est important pour la stabilité économique mondiale.

Si vous deviez donner un conseil aux investisseurs pour 2015, quel serait-il ?

Une des grandes tendances que j'ai pu observer tout au long de ma carrière dans l'investissement est la prise de conscience que la durabilité est plus importante tant pour l'évaluation de chaque entreprise à titre individuel que pour la façon dont les pays dépensent les dollars investis. Un de mes collègues, Stephen Freedman, a examiné de près le thème de l'investissement durable et propose quelques conseils utiles aux personnes intéressées (p. 48).

Quoi qu'il en soit, l'application des fondamentaux de l'investissement, au nombre desquels il faut inclure la diversification et le rééquilibrage, et l'attention portée au risque resteront d'actualité et importants en 2015, comme pour n'importe quelle autre année.

Le monde divergent.



Participants au Year Ahead Investor Forum

Andrew Balls

Responsable de la gestion de portefeuille Europe, PIMCO

Borut Miklavcic

Fondateur, LindenGrove Capital

Dave Fishwick

Chief Investment Officer de Macro & Equity Investments, M&G

Ewen Cameron Watt

Directeur général et gérant de portefeuille, BlackRock

George Papamarkakis

Co-fondateur, North Asset Management

John Greenwood

Economiste en chef, Invesco

Karl Dasher

Chief Executive Officer Amérique du Nord, Schroders

Mark Burgess

Chief Investment Officer, Threadneedle

Stephanie Flanders

Stratège en chef des marchés, J.P. Morgan

Vadim Zlotnikov

Stratège en chef des marchés, AllianceBernstein

Voici le monde divergent. La croissance diffère selon les régions, les politiques économiques varient et les tensions géopolitiques ont refait surface, à l'intérieur des territoires comme entre pays.

C'est dans cet environnement difficile que s'est tenu récemment notre premier UBS Year Ahead Investor Forum. Cette table ronde permet de dialoguer avec des gestionnaires de fonds et des stratèges de réputation mondiale, afin d'analyser la façon dont le monde divergent pourrait affecter les économies et les marchés financiers, en 2015 et au-delà.

Les conclusions du CIO sont les suivantes :

Premièrement, la notion de cycle économique mondial est remise en cause. Le concept traditionnel de haut et bas du cycle économique, induits par la création de crédit dans le secteur privé, l'inflation et les taux d'intérêt, n'est

plus pertinent, même si les banques centrales restent les bailleurs marginaux de nouveau crédit dans certaines régions du monde, et l'inflation est contenue. Les différents pays et régions sont à des stades différents de la transition qui permet aux économies de fonctionner sans le soutien permanent des banques centrales, et certains s'y engouffrent même plus profondément. Globalement, la croissance mondiale devrait rester modérée et constante, voire s'améliorer. Et pourtant, l'idée d'un cycle économique mondial n'est plus pertinente. Les divergences dominent le processus.

Deuxièmement, les courroies de transmission économique étant grippées, les effets du monde divergent peuvent produire des impacts très concentrés. Cela s'applique à la fois à l'impact traditionnel de la politique monétaire sur le secteur privé, par l'intermédiaire du système bancaire, et à la transmission de la croissance économique au-delà des frontières, sachant que le com-



« Globalement, la croissance mondiale devrait rester constante, et pourtant, l'idée d'un cycle économique mondial n'est plus pertinente. »

merce international et les flux internationaux de capitaux restent relativement indépendants de la croissance. Pour toutes ces raisons, les effets des divergences peuvent être ressentis très fortement dans certains domaines, sans que l'on puisse compter pour autant sur leur transmission de la façon habituelle.

Troisièmement, bien que nous vivions dans un monde divergent aux effets concentrés, les scénarios de base qu'anticipent les investisseurs manifestent souvent une similarité inquiétante. Cela peut se comprendre dans un monde où la croissance globale a toutes chances d'augmenter et où les

décideurs politiques cherchent à orienter les décisions des investisseurs en termes de classes d'actifs. Mais si les actions des gouvernements visent à créer un monde stable caractérisé par de faibles rendements et un risque limité, nous devons avoir conscience que l'ampleur et la fréquence des turbulences sur les marchés pourraient augmenter, car les marchés commencent à envisager des scénarios de risques extrêmes.

Quatrièmement, l'inflation est un risque extrême auquel il convient de prêter attention. D'une part, au niveau mondial, des forces démographiques et technologiques de grande ampleur,

En bref.

L'idée d'un cycle économique mondial n'est plus pertinente. Les divergences prédominent.

Des difficultés sont à prévoir dans les pays dont l'économie repose sur un soutien externe artificiel plutôt que sur un positionnement concurrentiel efficace et une demande intérieure suffisamment robuste.

Les courroies de transmission économique étant grippées, les effets du monde divergent peuvent produire des impacts très concentrés.

Les investisseurs devront compenser l'incidence d'un monde divergent en veillant à bien diversifier leurs portefeuilles.

Un contexte de hausse de la volatilité et de mouvements de marché potentiellement excessifs créera des opportunités tactiques, mais accroîtra aussi les risques.

« Les économies qui ont engagé les réformes nécessaires obtiendront les meilleurs résultats. »



éclipsées depuis de nombreuses années par la montée en puissance des marchés émergents, exercent une forte pression à la baisse sur les taux d'inflation internationaux, tout comme le phénomène de désendettement dans certaines régions du monde. Par contraste, au niveau local, une résurgence du nationalisme, du protectionnisme et des risques géopolitiques, déjà évidente en 2014, pourrait se traduire par une remontée des taux d'inflation à des niveaux indésirables, alors qu'un retour à la normale du fonctionnement des mécanismes de transmission monétaire pourrait avoir un effet similaire. Le résultat, dans les deux cas, aurait d'importantes conséquences pour la politique monétaire et les portefeuilles financiers.

Enfin, un durcissement des politiques monétaires de plusieurs banques centrales étant probable en 2015, et la hausse du dollar US se traduisant par un durcissement des conditions financières effectives dans de nombreuses

régions du monde, des difficultés sont à prévoir dans les pays dont l'économie repose sur un soutien externe artificiel plutôt que sur un positionnement concurrentiel efficace et une demande intérieure suffisamment robuste. Les économies qui ont engagé les réformes nécessaires obtiendront les meilleurs résultats, et le marché devrait récompenser ceux qui prennent des mesures allant dans le bon sens.

Implications en termes d'investissements

Au vu de tous ces éléments, investir en 2015 et au-delà ne sera pas un exercice facile. La mission n'est toutefois pas impossible, pour autant que les investisseurs s'en tiennent à quelques principes fondamentaux :

Premièrement, les risques des portefeuilles doivent faire l'objet d'un nouvel examen. Les divergences ayant un impact important au niveau des actifs individuels, des classes d'actifs et des



« Les effets du monde divergent peuvent produire des impacts très concentrés. Il faudra revoir l'allocation des actifs pour en éliminer les risques concentrés. »

régions, les investisseurs doivent s'attacher à compenser les risques créés par un monde divergent en s'assurant que leurs portefeuilles soient bien diversifiés et ne comportent aucune exposition excessive à un actif, une classe d'actifs ou une région donnés. Cette approche va brider la performance à certains moments, un prix à payer qui sera toutefois plus que compensé par la diminution correspondante du risque et de la volatilité. En pratique, les portefeuilles doivent être couverts contre les risques de change d'une forte amplitude potentielle, il faudra éviter les biais favorisant les investissements locaux, et il faudra analyser l'allocation des actifs pour en éliminer les risques concentrés.

Deuxièmement, les opportunités tactiques d'investissement à court terme seront sans doute plus fréquentes dans un monde divergent. Mais il en sera de même des risques. Du côté positif, cela devrait permettre d'accroître le potentiel de rendement à la

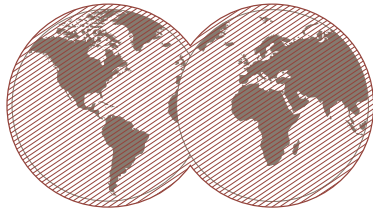
fois du positionnement tactique et des investissements tactiques et aussi ouvrir de nombreuses opportunités aux gérants de portefeuille alternatifs pour réaliser des rendements supérieurs à leurs indices de référence. De fait, le potentiel global de hausse des marchés financiers semblant limité dès à présent, les investisseurs devront donc absolument saisir ces opportunités. Ils devront toutefois faire en sorte que ces positions soient prises en respectant les principes de gestion des risques. Un aspect particulièrement important dans un contexte de hausse de la volatilité et de mouvements de marché potentiellement excessifs.

Troisièmement, conserver des liquidités devrait s'accompagner d'un coût. L'amplitude et la fréquence des événements perturbant les marchés devraient augmenter, mais dans un contexte de croissance mondiale encore apparente dans l'ensemble, notre scénario de base reste celui d'un rendement positif des actifs financiers.

Dans le même temps, les taux de rémunération des liquidités restent proches de zéro dans la plupart des grandes monnaies et, bien que nous soyons dans un monde divergent, la répression financière reste l'une des rares caractéristiques partagées. Les taux d'intérêt réels restent proches de ou inférieurs à zéro dans la plupart des monnaies.

Enfin, s'il est une chose qui a été démontrée plus qu'aucune autre ces dernières années, c'est bien qu'il est essentiel d'évaluer la pérennité des phénomènes économiques. La bulle d'endettement du monde développé n'était pas viable, et elle se dégonfle lentement et dans la douleur. Une croissance chinoise tirée principalement par les investissements ne pouvait être un phénomène durable. Là aussi, nous assistons à une lente et pénible correction. Dans un monde divergent, les investisseurs doivent tenir compte de la viabilité dans leurs portefeuilles sous tous les angles.

Le monde divergent.



MONDE

Croissance

Croissance stable, mais les **divergences** prédominent. La croissance mondiale va augmenter à 3,5% en 2015, contre 3,3% en 2014. Parmi les principales économies, les Etats-Unis vont enregistrer la plus forte croissance (de 2,2% à 2,9%) tandis que la zone euro ne va s'améliorer que lentement (de 0,8% à 1,2%). La Chine va ralentir (de 7,3% à 6,8%).



ETATS-UNIS

La croissance va **accélérer** à 2,9% sous l'effet de l'accroissement des dépenses des consommateurs et des entreprises et parce que la politique budgétaire ne pèse plus sur la croissance.

Inflation

La forte baisse des matières premières est synonyme d'une faible pression inflationniste dans le monde. Les **divergences** dans les capacités excédentaires des différentes économies ne resteront pas sans effet sur les dynamiques locales. Certains marchés émergents présentent des points chauds.

L'inflation va s'établir à une moyenne de 1,8% en fin d'année, une valeur proche de l'objectif de 2% de la Fed suite à la baisse du chômage et à la hausse constante de la pression sur les salaires.

Politique monétaire

2015 est l'année qui marque le début des **divergences** dans les politiques monétaires. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni vont commencer à relever leurs taux, tandis que la zone euro, le Japon et la Suisse pourraient se voir forcer d'assouplir encore leur politique.

Suite à la hausse de l'inflation et à la baisse du chômage, 2015 verra le début du **resserrement**. La Fed va relever ses taux vers le milieu de l'année tout en restant sur le qui-vive pour réagir aux conditions économiques.

Investissements

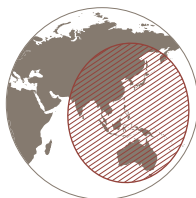
Nous anticipons un contexte de **croissance** stable favorable aux actions et aux obligations, même si les rendements s'inscrivent en retrait par rapport à ces dernières années. Les rendements des obligations internationales de haute qualité devraient **remonter de manière continue** à partir de leurs bas niveaux.

Nous **surpondérons** les actions américaines et le haut rendement obligataire américain au vu de la forte rentabilité des entreprises et de la bonne santé des bilans. L'évolution divergente des taux d'intérêt américains par rapport à la plupart des autres régions du monde devrait soutenir le billet vert.



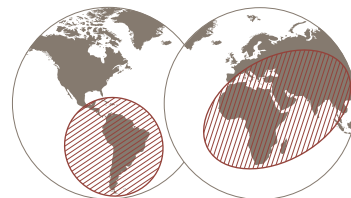
EUROPE

Croissance de 1,2% soutenue par par l'embellie aux Etats-Unis, la consommation des ménages et une politique budgétaire plus souple. Le Royaume-Uni, l'Espagne et l'Allemagne vont **surperformer**. L'Italie et la France en revanche vont une fois de plus **sous-performer**.



APAC

La croissance de la Chine va marquer un nouveau **ralentissement** pour prendre un rythme plus soutenable inférieur à 7%. La plupart des économies de la zone ASEAN vont **ralentir**, mais l'Inde et le Japon devraient connaître un **léger mieux**.



MARCHÉS ÉMERGENTS

La région APAC surperformera l'Amérique latine et EMEA. La croissance mexicaine va fortement accélérer (de 2,2% à 3,3%) tandis que le Brésil (de 0,3% à 0,6%) et la Russie (de 0,5% à 0,2%) continueront de décevoir les attentes en partie à cause de leurs situations politiques respectives.

L'inflation va accélérer dans la zone euro, mais elle restera **basse** à 1,0%. Dans le monde divergent, les taux d'inflation des différentes régions sont actuellement en train de converger, ce qui complique tout ajustement concurrentiel.

L'inflation globale du Japon va ralentir (de 2,9% à 2,0%) mais rester **supérieure** à celle de la Chine (de 2,2 à 1,8%) sous l'effet de la TVA et d'autres mesures mises en place par le gouvernement Abe. L'Inde réussit à mieux maîtriser l'inflation (de 7,7% à 6,4%). Dans certaines régions de la zone ASEAN, l'inflation va **s'accroître**.

Bien que déjà **élevée**, l'inflation va encore s'accélérer en Russie (de 7,6% à 8,1%) et au Brésil (de 6,4% à 6,8%), mais elle va **baisser** au Mexique (de 4,1% à 3,4%). Certains pays de l'EMEA actuellement proches de la déflation verront également leur inflation **s'accroître**.

La BCE va maintenir une politique **souple** et pourrait être contrainte de passer à un assouplissement quantitatif complet si l'inflation ne s'améliore pas. En attendant, le Royaume-Uni va resserrer ses taux d'intérêt en août en réponse à la pression salariale croissante.

La Banque du Japon va maintenir une politique exceptionnellement **souple** et pourrait intervenir à nouveau si l'économie montre des signes de ralentissement. La Chine va utiliser des mesures de relance spécifiques pour éviter toute baisse brutale.

La hausse des rendements des obligations internationales et un dollar plus ferme pourraient aboutir à une **divergence** entre les marchés émergents mieux préparés et ceux qui le sont moins (Indonésie, Brésil, Afrique du Sud).

Nous adoptons une position **neutre** face aux actions de la zone euro vu que la dynamique bénéficiaire des entreprises demeure faible. Nous avons une préférence pour les financières et l'énergie. Nous **sous-pondérons** l'euro à cause de l'éventualité d'une nouvelle politique de la part de la BCE.

La fermeté du billet vert aura des effets **inégaux** sur la région APAC. Le yuan chinois et le dollar taiwanais devraient résister le mieux. La roupie indonésienne, quant à elle, pourrait s'affaiblir. La dynamique cyclique grandissante et les réformes nous incitent à surpondérer les actions indiennes et la roupie indienne.

Nous **sous-pondérons** les actions des marchés émergents et la dette d'entreprise libellée en dollar suite à une tendance à l'affaiblissement bénéficiaire. En ce qui concerne les actions, nous avons une préférence pour les pays en cours de réformes économiques, à savoir le Mexique et l'Inde, et ceux qui ont une exposition favorable à la demande américaine, notamment Taïwan.

Les Etats-Unis ouvrent la voie.

Mike Ryan. Chief Investment Strategist, WM Americas

En bref.

Une reprise dans le secteur de la consommation, la recapitalisation du système financier et l'allègement des contraintes budgétaires nous permettent de prévoir avec confiance la poursuite de l'expansion économique en 2015.

L'inquiétude principale serait que les Etats-Unis aient à tirer à eux seuls la croissance dans le monde entier.

Les augmentations de taux d'intérêt devraient commencer en 2015, mais elles seront de nature progressive. La Fed suivra l'évolution haussière du dollar US de très près et veut éviter de nuire à la croissance.

Vu l'orientation positive des facteurs économiques fondamentaux, notre allocation tactique des actifs privilégie les actions américaines, les crédits américains à haut rendement et le dollar US.

Pouvons-nous avoir confiance dans la capacité de l'économie américaine à poursuivre sa croissance en 2015 ?

Je pense que nous pouvons être confiants. Nous constatons une généralisation et un renforcement des vecteurs de croissance aux Etats-Unis. Dans la phase initiale de l'après-crise, les vecteurs de croissance étaient anémiques et le processus de reprise économique fragile. Aujourd'hui, nous assistons à une reprise du secteur de la consommation grâce à l'assainissement de la situation financière des particuliers, la recapitalisation du système financier et l'allègement des contraintes budgétaires. Dans cet environnement, nous devrions continuer de voir de nouveaux progrès en termes de croissance de l'emploi et d'investissements des entreprises.

Quelles sont vos principales inquiétudes pour la croissance en 2015 ?

Les Etats-Unis peuvent montrer la voie, mais ils ne peuvent pas tirer la croissance à eux seuls. Si le monde continue de diverger en termes de réussite économique, avec les menaces déflationnistes dans la zone euro et l'absence de réaccélération des marchés émergents, la capacité des Etats-Unis à doper l'économie mondiale atteindra ses limites. Ce qui m'inquiéterait donc, c'est que les Etats-Unis aient à tirer à eux seuls la croissance dans le monde

Quels sont les facteurs qui influenceront le calendrier de hausse des taux d'intérêt, et que prévoyez-vous à cet égard ?

La Fed n'a pas caché ses priorités et il est clair que la situation sur le marché de l'emploi sera son principal souci. Nous avons noté une bonne croissance de l'emploi, mais la Fed reste préoccupée par le sous-emploi et par le fait que certains ont abandonné le marché de l'emploi de manière permanente. L'inflation, qui reste faible, est un autre souci.

Dans l'ensemble, cela semble indiquer que lorsque la Fed déclenchera son processus d'augmentation des taux, elle le fera de manière pragmatique et avec beaucoup de prudence. Vu le temps, les efforts et l'argent qui ont été nécessaires pour arriver à ce stade de la reprise, la Fed ne souhaite certainement pas remettre en cause ces résultats en durcissant sa politique trop rapidement. La profession médicale utilise une expression qui décrit parfaitement l'approche actuelle de la Fed : *primum non nocere* (avant tout, ne pas nuire). Ce principe fondamental des professionnels de la santé pourrait bien devenir celui de la Fed.

Comment envisagez-vous l'avenir du cycle du crédit aux Etats-Unis ? Les investisseurs doivent-ils s'inquiéter en ce qui concerne les crédits américains à haut rendement ?

Les investisseurs redoutent toujours que l'amorce d'un processus de durcis-



Mike Ryan.
Chief Investment
Strategist,
WM Americas

« Nous constatons une généralisation et un renforcement des vecteurs de croissance aux Etats-Unis. Nous devrions continuer de voir de nouveaux progrès en termes de croissance de l'emploi, d'activités de prêt et d'investissements des entreprises. »

sement de politique de la Fed n'entraîne des pertes sur les marchés obligataires. Deux facteurs vont toutefois limiter ce phénomène. Premièrement, les hausses de taux seront très progressives ; ce cycle de durcissement sera très étroitement contrôlé par la Fed. Deuxièmement, l'environnement des affaires continue de s'améliorer, les bilans des entreprises sont solides, et nous n'avons encore constaté aucun ré-endettement significatif des sociétés américaines. Le segment du haut rendement pourra donc continuer de progresser en 2015, sachant toutefois que sa performance sera modérée.

Lors de l'UBS Year Ahead Investor Forum de Londres, un large consensus s'est dégagé sur le fait que

2015 serait une nouvelle année de vigueur du dollar US. Quelles en sont les implications pour les Etats-Unis eux-mêmes ?

La Fed va suivre la situation de très près, parce qu'elle ne souhaite pas que le dollar s'apprécie au point de remettre en cause la reprise aux Etats-Unis. Je vous renvoie à cet égard à mon commentaire précédent, à savoir que la Fed va agir de manière pragmatique et avec beaucoup de prudence. En effet, une poursuite du mouvement de hausse du dollar en raison d'écart de taux significatifs par rapport au reste du monde pourrait avoir de sérieuses conséquences en termes d'inflation domestique et de limitation de la croissance.

Que pensez-vous des actions américaines aujourd'hui ?

Nous continuons de préférer les actions américaines à celles des autres régions du monde, la dynamique économique des Etats-Unis étant plus favorable. Mais les valorisations ne sont plus bon marché, ce qui me donne à penser que les gains seront modestes l'année prochaine. Nous devons donc être plus sélectifs. Nous privilégions les types d'entreprises, de domaines et de secteurs qui répondent aux critères suivants : 1) adaptation à la phase actuelle du cycle économique ; 2) capacité d'exploiter les vecteurs de croissance émergents ; 3) moindre sensibilité au début du durcissement de la politique de la Fed ; 4) valorisations relativement attrayantes.

Les secteurs qui tendent à répondre actuellement à ce profil sont ceux de l'industrie, des technologies et de la finance.

Y a-t-il du neuf côté prêts aux collectivités ?

Nous avons constaté une amélioration cyclique et je pense que les collectivités locales ont traité de manière efficace le problème des déficits budgétaires, en augmentant les impôts locaux et en réduisant leurs charges. L'environnement de crédit est donc relativement favorable actuellement. Mais les avantages sociaux promis aux fonctionnaires locaux, qu'ils soient retraités, en activité ou embauchés à l'avenir, vont sans doute représenter un sérieux problème pour ces collectivités. La qualité de crédit des collectivités locales sera donc un point important pour les investisseurs. Cette problématique ne fera pas nécessairement les grands titres en 2015, mais c'est un sujet auquel nous serons confrontés pendant les années à venir.

Les Etats-Unis sont désormais un acteur de premier plan dans les domaines de la production d'énergie et du développement de nouvelles technologies. Dans le même temps, certains semblent inquiets à l'idée d'une « stagnation séculaire ». Comment voyez-vous l'avenir à long terme des Etats-Unis ?

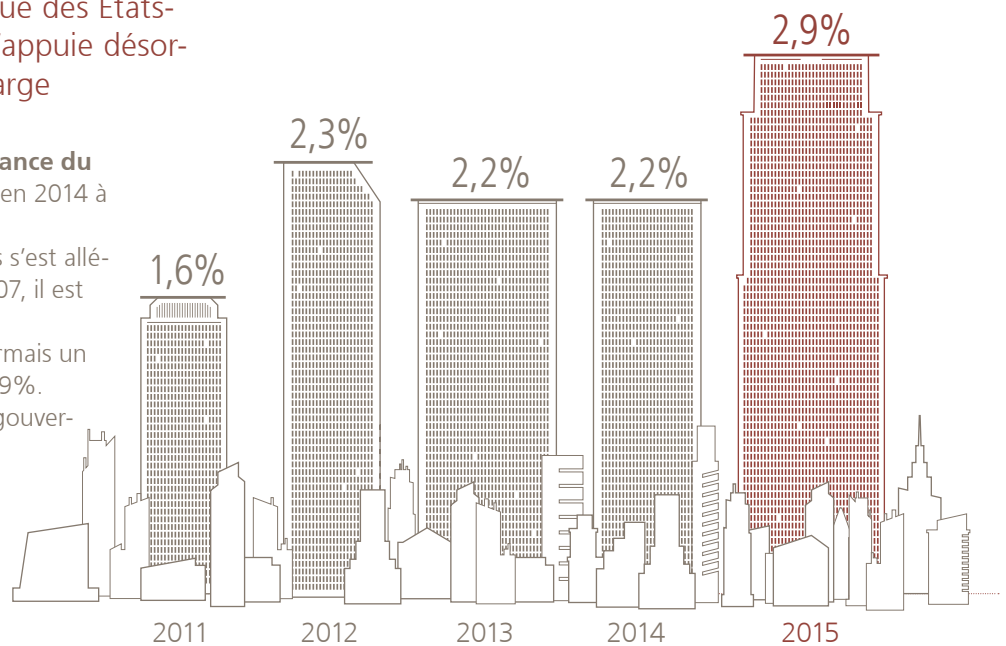
Je pense que l'économie américaine est la plus souple, la plus dynamique et la plus robuste du monde, et celle qui manifeste la plus grande capacité d'adaptation. Les Etats-Unis savent se réinventer et nous avons tendance à affecter le capital là où les perspectives de croissance sont les meilleures.

Mais c'est sans doute moins vrai aujourd'hui qu'il y a dix ans. L'économie américaine a perdu de son dynamisme: le secteur public a marqué une expansion tandis que le secteur privé ne s'est pas encore totalement rétabli. Nous devons trouver un équilibre entre ce que nous souhaitons faire du point de vue social et ce qui va nous permettre de progresser en termes de croissance économique.

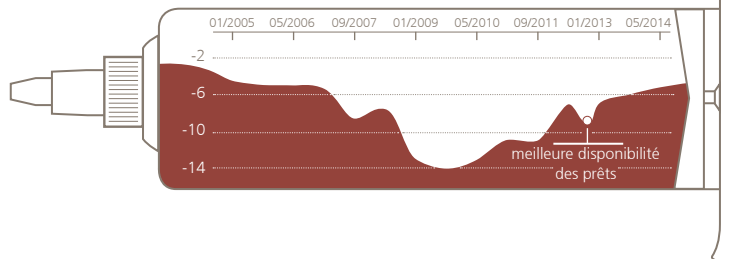
Cela dit, le boom de l'énergie en cours aux Etats-Unis est de nature à changer la donne. Il peut stimuler la demande par le biais des programmes de prospection et de production, mais aussi parce que le cycle est très court entre la prospection et la production, puis la distribution et le stockage, les infrastructures et la conversion, et enfin les activités manufacturières. Tous ces aspects peuvent contribuer à changer la dynamique aux Etats-Unis, en nous aidant à équilibrer notre solde commercial, financer notre budget, développer l'emploi et augmenter le revenu des particuliers.

La croissance économique des Etats-Unis s'est amplifiée et s'appuie désormais sur un socle plus large

- Nous pensons que la **croissance du PIB** devrait passer de 2,2% en 2014 à 2,9% en 2015..
- L'endettement des ménages s'est allégé – de 115% du PIB en 2007, il est tombé à 91% aujourd'hui.
- Les banques affichent désormais un ratio de capital tier 1 de 12,9%.
- Les mesures d'austérité du gouvernement ne freinent plus l'économie.



Les conditions de crédit se sont assouplies, ce qui stimule l'emploi et l'investissement



- Une plus grande **disponibilité du crédit** est d'ordinaire un bon indicateur avancé de la croissance dans l'emploi et l'investissement.
- 220 000 emplois ont été créés en moyenne par mois en 2014.
- Les commandes de biens durables indiquent que les dépenses en biens d'équipement ont pris leur départ.

La Fed va resserrer ses taux en 2015

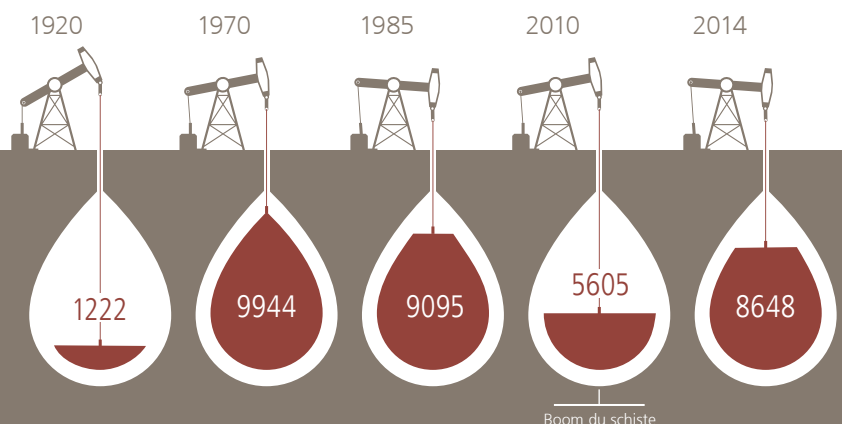
- La Fed va suivre un cap pragmatique et prudent.
- Un relèvement des taux graduel et réactif ne devrait pas poser de risque pour la croissance économique.
- La Fed va suivre de près la fermeté du billet vert.

Surpondération des actions et du haut rendement obligatoire aux Etats-Unis

- Nous surpondérons les actions américaines car nos prévisions tablent sur une croissance bénéficiaire de 8% de l'indice S&P 500.
- Nous préférons les actions des secteurs exposés aux dépenses d'investissement, y compris les financières, les industrielles et la technologie.
- Nous surpondérons le haut rendement obligatoire américain. Les taux de défaillance devraient demeurer inférieurs à 2% en 2015.

Sur le long terme, l'économie américaine devrait profiter de tendances séculaires

- La **production pétrolière** américaine a augmenté de 3 millions de barils par jour, soit l'équivalent de la production du Venezuela, depuis 2010.
- Les Etats-Unis sont à l'épicentre du développement de nouvelles technologies dans la mobilité, le cloud computing et la production additive.



Europe

Sur la voie du rattrapage.

Themis Themistocleous.
Head of Europe Investment Office



Themis
Themistocleous.
Head of Europe
Investment Office

2014 a commencé dans l'optimisme quant aux perspectives de reprise économique, mais les discussions du Year Ahead Investor Forum ont mis l'accent sur l'anémie de la croissance et les craintes de déflation. Pensez-vous que certains éléments permettront de changer les perspectives en 2015 ?

L'Europe a déçu en 2014. Pour 2015, il existe certains éléments qui devraient favoriser une meilleure croissance. Tout d'abord, l'euro s'est déprécié, passant d'environ 1,40 face au billet vert à un plus bas de 1,25. Ensuite, bien évidemment, nous avons également eu les mesures annoncées par la BCE. Et si leur impact économique se révèle insuffisant, un assouplissement quantitatif supplémentaire reste possible. L'autre élément qui pourrait soutenir l'économie en 2015 est le secteur bancaire. La demande de crédit est passée du rouge au vert ces derniers mois. Et la fin de l'examen de qualité des actifs entrepris par la BCE devrait encourager les banques à approuver davantage de crédits, vu notamment le faible coût du financement. Nous prévoyons une année 2015 meilleure que ne l'a été 2014.

Toutefois, les taux de croissance n'auront rien d'enthousiasmant. Pour 2015, nous prévoyons une croissance du PIB de l'ordre de 1,2%, et cela en partant d'un très faible niveau de référence. Pour le long terme, les populations vieillissent et les économies sont matures. Dès lors, pour les cinq prochaines années, nous prévoyons une tendance de croissance d'environ 1–1,5%.

Nous avons bénéficié d'un contexte politique assez tranquille ces deux dernières années. Devons-nous craindre le retour de crises politiques et existentielles telles que celles connues en 2011–2012 ?

Manifestement, le risque a diminué, mais il n'a pas forcément disparu dans son intégralité. Plusieurs pays européens demeurent très endettés et continuent de voir leurs ratios d'endettement se dégrader. Même si la croissance est au rendez-vous, certains pays auront du mal à consolider leur dette. Nous avons également constaté des évolutions politiques défavorables, avec la montée en puissance de certains partis hostiles à l'Europe.

Mais si la croissance s'améliore en 2015, cela aidera les économies des pays en difficulté et permettra un début de stabilisation de leur endettement par rapport au PIB. Pour l'année prochaine donc, la probabilité d'une nouvelle désstabilisation de la zone euro nous semble faible.

Qu'en est-il des réformes économiques mises en place depuis la crise ?

Dans un monde en divergence, l'Europe s'est elle aussi caractérisée par des évolutions divergentes. Nous avons noté des progrès significatifs dans les pays de la périphérie en difficulté pendant la crise, tels que l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. La déflation et l'ajustement du coût de la main-d'œuvre ont clairement renforcé la compétitivité de ces économies.

Mais il reste quelques grandes économies, telles que la France et l'Italie, où les réformes ont été bien moins ambitieuses. Si nous prenons le cas de la France, en l'absence de réformes significatives, je pense que nous pouvons compter sur une croissance de l'ordre de 0–1%. En Italie, nous avons constaté certains changements et une volonté de faire davantage, mais l'environnement politique du pays est complexe.

En bref.

La croissance européenne a déçu en 2014. Mais la baisse de l'euro, les nouvelles mesures prises par la BCE et les signes d'augmentation des activités de prêt devraient favoriser une croissance plus soutenue en 2015.

Une fois encore, c'est au Royaume-Uni que la croissance économique sera la plus élevée parmi les grands pays européens.

La France et l'Italie ont été relativement lentes dans leurs efforts de réforme économique, et la croissance y restera faible. La croissance sera plus élevée en Allemagne et en Espagne, vu leurs économies plus concurrentielles.

2015 devrait être une bonne année pour le secteur bancaire. Les actions du secteur de l'énergie disposent également d'un potentiel d'appréciation.

Le Royaume-Uni semble s'être bien comporté en 2014, malgré des déceptions dans la zone euro. Comment expliquez-vous la performance du pays ?

L'économie britannique a toujours manifesté davantage de flexibilité, et son modèle est plus proche de celui des Etats-Unis que de celui du reste de l'Europe. La récession constatée après la crise financière y a été plus prononcée, mais la reprise a été beaucoup plus rapide grâce à la plus grande flexibilité du marché de l'emploi et du cadre réglementaire.

Quel est l'impact en Europe des tensions politiques avec la Russie ?

Les échanges commerciaux entre l'Europe et la Russie ne sont pas phénoménaux. En fait, la Russie ne représente que 2,5% des exportations de biens de la zone euro. Les fournitures de gaz constituent également un lien, mais nous ne prévoyons aucune interruption significative. Bien sûr, tout dépendra de l'évolution des tensions, mais pour l'instant notre scénario de base prévoit toujours une situation gérable entre la Russie et l'Ukraine. Cela dit, du fait de la proximité géographique entre l'Europe et la Russie, les tensions dans ce dernier pays ont un impact plus important sur le moral des investisseurs en actions que ce n'est le cas aux Etats-Unis.

Sur les cinq dernières années, nous avons constaté une sous-performance assez marquée des actions européennes par rapport au marché américain. Pouvons-nous anticiper un rattrapage des actions européennes sur les cinq prochaines années ?

Les entreprises européennes sont très en retard par rapport à leurs concurrentes américaines, en termes de performance mais également en termes d'évolution des bénéfices. Les bénéfices des entreprises américaines sont conformes à la tendance historique, voire supérieurs. Ceux des entreprises européennes sont environ 25% en dessous de la tendance historique, et 30% inférieurs au pic précédent. On pourrait donc dire que l'Europe recèle un potentiel important.

Mais l'Europe est un marché beaucoup plus risqué, avec davantage de problèmes économiques, comme l'ont montré la volatilité de fin 2014 et les déceptions renouvelées concernant la croissance économique. Et pour que les bénéfices retrouvent leurs niveaux historiques, les banques ont un rôle essentiel à jouer. En effet,

« Dans un monde en divergence, l'Europe s'est elle aussi caractérisée par des évolutions divergentes ».

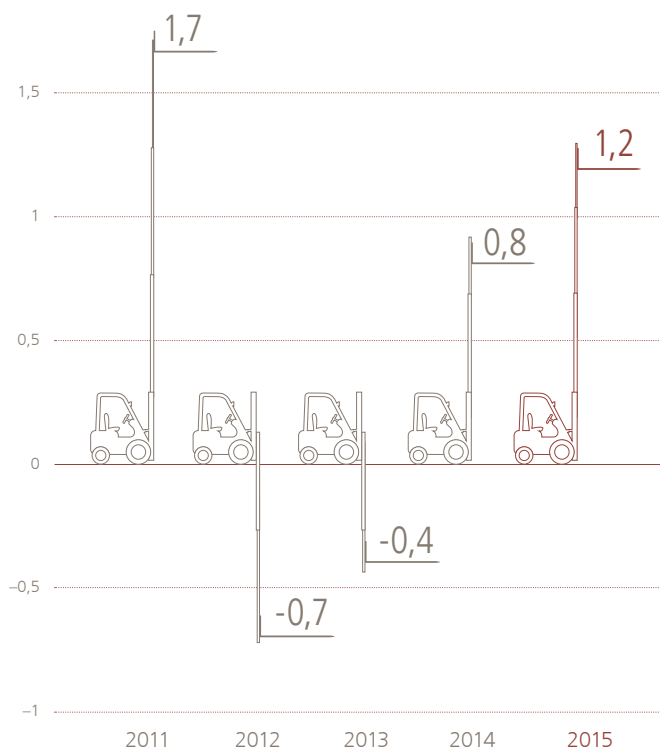
l'écart important entre le pic précédent et les bénéfices actuels s'explique en grande partie par la baisse de rentabilité du secteur financier. Bien qu'il soit probablement déraisonnable d'espérer que les banques retrouvent leurs niveaux de rentabilité d'avant la crise, compte tenu de l'environnement réglementaire, nous pensons néanmoins que l'écart va se rétrécir.

Pour 2015, quels sont à votre avis les secteurs et les thèmes qui devraient retenir l'attention des investisseurs ?

Nous pensons que 2015 sera une bonne année pour le secteur bancaire. Le coût du financement a fortement diminué, les valorisations sont attrayantes et l'examen de la qualité des actifs et les tests de solvabilité sont achevés. Les litiges sont le dernier obstacle sur la voie du redressement du secteur bancaire. Nous espérons que la situation va se décanter d'ici quelques mois et pensons que la performance des banques s'améliorera considérablement une fois le problème réglé.

Un secteur peut-être plus controversé est celui de l'énergie, qui a fait l'objet de dégagements importants au second semestre de cette année du fait du décrochage du prix du pétrole. Le secteur a également fortement sous-performé ces deux dernières années, du fait de dépenses d'investissement importantes. Mais nous voyons des signes croissants de discipline de la part des sociétés du secteur, et la baisse du prix du pétrole devrait encourager davantage de sociétés à réexaminer leurs programmes d'investissement. Une réduction des investissements en parallèle à la remontée des prix du pétrole générerait une forte augmentation des cash-flows libres des sociétés concernées, et le secteur pourrait alors se revaloriser.

La croissance de la zone euro a déçu les attentes en 2014; nous anticipons une accélération en 2015

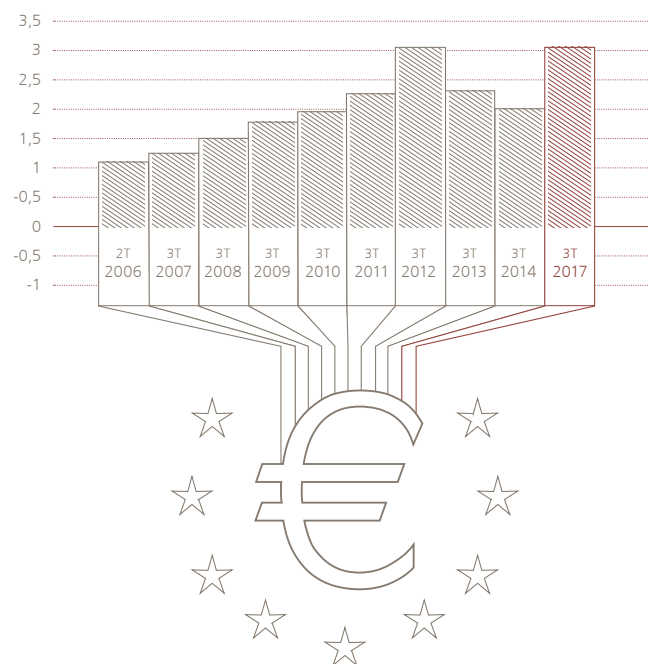


- Un certain nombre de facteurs devraient soutenir la **croissance du PIB**.
- L'issue favorable du test de résistance des banques devrait contribuer à réduire les incertitudes.
- Les faibles taux d'inflation se sont avérés très problématiques, mais les données de la masse monétaire pointent en direction d'une augmentation de l'inflation sous-jacente.
- Un euro plus faible sera favorable aux exportations.

Nous pensons que l'euro restera faible en 2015

La BCE a abaissé les taux de dépôt en territoire négatif en 2014.

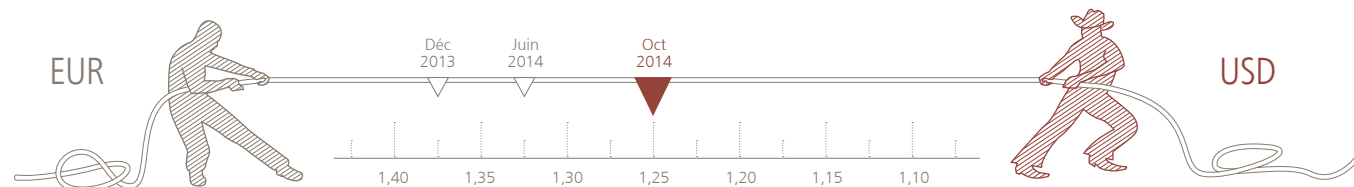
Les interventions de la BCE seront critiques pour stimuler la croissance et l'inflation



- La BCE a abaissé les taux de dépôt en territoire négatif en 2014.
- La BCE a déclaré qu'elle tentera d'accroître son **bilan** pour l'amener aux niveaux de 2012.
- Pour ce faire, elle pourrait devoir étendre ses achats d'actifs aux obligations d'entreprise dans la zone paneuropéenne ou dans la dette souveraine.

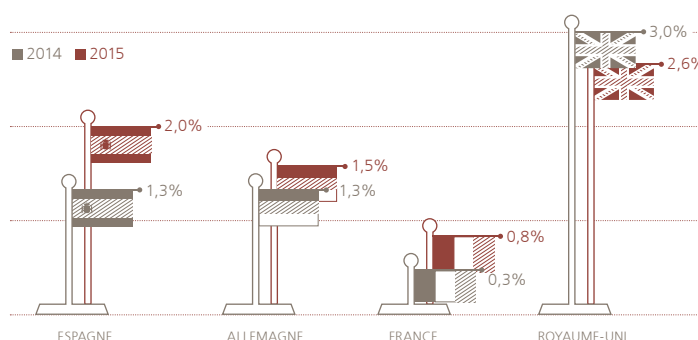
Opportunités dans les actions de la zone euro

- Nous restons neutres face aux actions de la zone euro vu la morosité de la tendance dans la croissance bénéficiaire.
- Notre préférence va aux financières compte tenu de leurs faibles multiples de valorisation et des coûts des emprunts.
- Le secteur de l'énergie devrait bénéficier du prix du pétrole en hausse et d'une plus grande rigueur dans les dépenses d'investissement.



Royaume-Uni – la plus dynamique des grandes économies

- Fort d'une **croissance du PIB** de 2,6%, le Royaume-Uni battra une fois de plus la zone euro. Cette évolution sera soutenue par une croissance des investissements dans le secteur privé, un chômage en baisse et une augmentation des dépenses des ménages.
- Nous anticipons un relèvement des taux en août 2015. Compte tenu de ces attentes, nous avons une préférence pour les valeurs de substance au Royaume-Uni.



Asie-Pacifique

En bon chemin.

Min Lan Tan.
Head of Asia-Pacific Investment Office

En bref.

La Chine va continuer d'essayer de maintenir un équilibre délicat entre croissance et réformes. Un taux de croissance de 6–7% serait réaliste.

Les exportations asiatiques seront favorisées par les investissements en équipements d'entreprise aux États-Unis. Les taux de croissance des exportations resteront toutefois inférieurs aux normes historiques.

Le yuan chinois et le dollar taïwanais sont les monnaies les mieux positionnées pour résister à un dollar fort et à un retour de la volatilité; la roupie indonésienne devrait être pénalisée.

Nous avons une opinion favorable de l'Inde, du fait de sa reprise cyclique et des importants ajustements macroéconomiques entrepris depuis 2013.

La demande privée japonaise augmentera en 2015.

Pensez-vous que la Chine soit capable de concilier croissance et réformes en 2015 ? Quels seraient les signaux d'alarme éventuels ?

La Chine aura du mal à maintenir un taux de croissance d'environ 7,5% tout en déployant d'importantes réformes structurelles. Certaines des mesures souhaitées par le gouvernement, telles que la libéralisation des taux d'intérêt et la réforme des finances publiques locales, vont peser sur la croissance à court terme. Ce qui est probable pour 2015, c'est que le gouvernement accepte une diminution de la croissance et adopte des mesures de stimulation ciblées afin d'éviter un ralentissement trop brutal. Il y a donc un équilibre délicat à maintenir entre croissance et réformes, mais nous pensons que c'est jouable.

Les réformes pourraient être remises en cause en cas de crise de la dette domestique ou de chute de la demande intérieure. La Chine ferait alors passer les réformes au second plan, en essayant de soutenir la croissance.

Quels taux de croissance à long terme devons-nous prévoir en Chine ?

Je pense qu'un taux de croissance de 6–7% est le plus réaliste. La population en âge de travailler diminue en Chine. Même avec la nouvelle réaffectation de la main-d'œuvre rurale vers le secteur non agricole, la contribution du facteur travail à la croissance va diminuer. En outre, la démographie et l'amélioration des programmes sociaux

devraient entraîner une diminution progressive de l'épargne, ce qui implique finalement un ralentissement de l'accumulation de capital.

Les actions chinoises semblent bon marché. Pensez-vous qu'un achat s'impose à ces niveaux de valorisation, et quel serait le bon moment pour se positionner ?

Les évaluations semblent bon marché principalement du fait des valeurs financières. Les autres secteurs se négocient à des cours proches des moyennes de valorisation sur cinq ans. Sachant qu'il n'y a actuellement aucune solution facile aux problèmes structurels tels que l'augmentation du risque de crédit et les défauts de paiement, la faible évaluation des actions du secteur financier pourrait se prolonger.

Le marché se redresserait sans doute fortement si le gouvernement venait à adopter une politique d'assouplissement substantielle. Ce n'est toutefois pas notre scénario de base. Nous ne prévoyons que des mesures limitées qui viseront à éviter une baisse excessive de la croissance. À moyen et long terme, une réforme durable des entreprises publiques, se traduisant par une amélioration du potentiel de rendement des capitaux sur le marché, semble nécessaire pour une revalorisation à long terme du marché chinois.



Min Lan Tan. Head of Asia-Pacific Investment Office

« Le gouvernement chinois acceptera une diminution de la croissance mais adoptera des mesures de stimulation ciblées pour éviter un ralentissement trop brutal. »

La croissance des exportations asiatiques peut-elle retrouver ses niveaux historiques en 2015 ?

L'augmentation des investissements en équipements d'entreprise aux Etats-Unis va favoriser les exportations. Cela étant, nous ne prévoyons qu'une augmentation modérée de la croissance des exportations asiatiques, d'environ 6% en 2014 à 7% en 2015. Ce rythme de croissance restera très inférieur à la tendance de 14% constatée en moyenne sur les 10 dernières années. L'écart viendra principalement de la demande hors des Etats-Unis. La demande totale des marchés dévelop-

pés est encore relativement faible, reflétant les écarts de croissance au niveau mondial. On voit donc mal comment les exportations asiatiques pourraient retrouver leurs tendances de croissance historiques.

Quel va être l'incidence de la force du dollar sur l'Asie-Pacifique ?

Historiquement, la corrélation entre les actions asiatiques dans leur ensemble et la solidité du dollar est négative. Cela dit, nous pensons que la situation initiale de chaque pays va jouer un rôle important et que l'impact de la fermeté du dollar ne sera pas le même par-

tout. Les points de départ auxquels nous nous intéressons sont la santé du secteur extérieur, le degré d'endettement domestique et le niveau des taux d'intérêt réels dans le pays.

Nous pensons que les deux monnaies relativement mieux placées dans un environnement marqué par la fermeté du dollar sont le yuan chinois et le dollar taïwanais, du fait de leur faible volatilité. Inversement, la roupie indonésienne va sans doute être pénalisée, car l'Indonésie n'a pas suffisamment réduit son déficit des comptes courants. A cette préoccupation

s'ajoute le niveau élevé des investissements étrangers en titres de créances indonésiens.

Pensez-vous que les investisseurs ont raison d'applaudir l'Inde et ses réformes économiques ?

L'Inde, aux côtés de l'Indonésie, était considérée comme l'un des cinq pays fragiles. En Inde toutefois, nous avons constaté une nette amélioration des conditions macroéconomiques. Le déficit des comptes courants représentait 4,8% du PIB en 2013. Cette année en revanche, nous pensons qu'il sera proche de 1,5% du PIB. En parallèle, les taux d'intérêt réels augmentent en Inde, la bonne surprise venant d'une inflation inférieure aux attentes. L'Inde devrait en sortir bien moins fragile. Nous favorisons également ce pays pour des raisons cycliques.

Mais n'oublions pas non plus l'impact positif qu'ont les perspectives de réformes. La croissance est à son plus haut niveau depuis deux ans et les mesures décidées par le Premier ministre Narendra Modi vont favoriser le secteur manufacturier et les investissements étrangers directs pendant les mois et années à venir. A plus moyen terme, des mesures sont en train d'être mises en œuvre pour améliorer la flexibilité du marché du travail et réduire les lourdeurs administratives, ce qui devrait permettre des gains de productivité.

Pensez-vous que nous verrons en 2015 l'amorce d'une véritable croissance au Japon ? Ou est-ce que ce sera encore une fois à la Banque du Japon de donner le ton ?

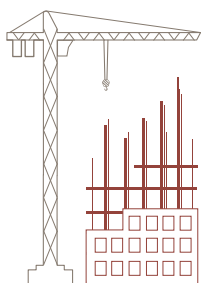
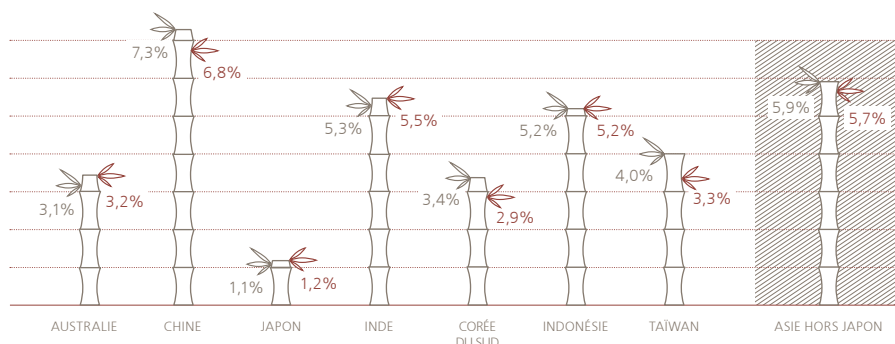
Les dernières évolutions ont clairement fait ressortir l'importance de la Banque du Japon. Son soutien sera décisif pour la compétitivité des exportations nippones et les bénéfices des entreprises. Mais nous prévoyons de plus une augmentation de la demande du secteur privé en 2015. La consommation devrait se redresser grâce à l'embellie du marché de l'emploi et à la hausse des salaires. Les dépenses touristiques augmentent également à l'approche des Jeux Olympiques en 2020. Enfin, les tensions sur le marché du travail se traduisent par une amélioration dans le secteur des équipements, ce qui permet des gains de main-d'œuvre.

Le risque principal pour le Japon devrait venir de la décision d'augmenter à nouveau la TVA, qui passerait de 8 à 10%. Si cette augmentation se concrétise, nous espérons que des mesures d'allègement budgétaire seront adoptées par ailleurs. Vu l'impact de la hausse de la TVA en avril dernier, ce risque événementiel ne saurait être ignoré.

La croissance se poursuit en 2015

La région APAC est en bonne voie d'afficher une croissance **réelle** du PIB de 5,7% en 2015, soit un résultat similaire à 2014.

2014 2015



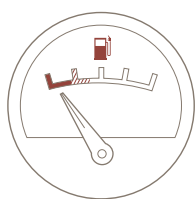
CHINE

Les responsables politiques seront sous pression pour réformer et redynamiser l'économie. **Les risques résident dans l'immobilier** – les prix sont en train de chuter dans la plupart des villes.



THAÏLANDE

L'instabilité politique se poursuit. Un des principaux leviers de croissance début 2015 résidera sans doute dans les dépenses publiques.



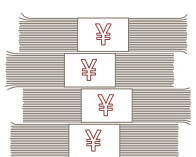
INDONÉSIE

Après l'élection, il s'agira de s'atteler à l'inertie bureaucratique, et de **réduire les subventions des carburants**. Nous sommes prudents face à la roupie.



INDE

L'Inde fait preuve d'un élan de réforme prometteur et le dynamisme bénéficiaire s'y renforce. **Nous surpêcherons les actions indiennes et la roupie.**



JAPON

L'assouplissement continu de la part de la Banque du Japon **donne un bon soutien aux exportateurs japonais.**



TAÏWAN ET CORÉE

La demande externe, en particulier celle en provenance des Etats-Unis, devrait soutenir les exportations. Notre **préférence** va à Taïwan à cause de sa **plus grande exposition** aux exportations dans le secteur de l'électricité.

Un billet vert plus ferme va avoir un effet inégal

- Le yuan chinois et le dollar taïwanais seront ceux qui résisteront le mieux.
- Les investisseurs avec une exposition à la roupie indonésienne devraient songer à se couvrir contre le risque de change. **Les investisseurs étrangers contrôlent plus du tiers** de son marché obligataire.



Source: Bloomberg, UBS

Marchés émergents

Changement de vitesse.

Jorge Mariscal.

Head of Emerging Markets Investment Office



Jorge Mariscal. Head of Emerging Markets Investment Office

Un monde divergent, cela veut dire une croissance inégale selon les régions. Quelle est la situation des marchés émergents sur ce point ?

Le fait que l'économie européenne reste relativement déprimée a des implications non seulement pour l'Europe émergente, mais aussi pour les marchés émergents dans leur ensemble, du fait de l'impact sur les prix des matières premières. La réponse monétaire cherchant à mettre fin aux pressions déflationnistes ne devrait guère aider les marchés émergents, car les rendements sont déjà faibles. Je crains donc que les marchés émergents ne subissent fortement les conséquences de la diminution de la croissance et de la baisse des prix des matières premières, sans nécessairement bénéficier grandement des avantages d'une politique monétaire accommodante.

Le Year Ahead Investor Forum a permis de discuter en détail de la façon dont la hausse du dollar US et l'augmentation des rendements pourraient affecter les marchés émergents en 2015. Quelle est votre opinion ?

Les taux d'intérêt sont souvent vus comme une menace pour les marchés émergents. Je ne partage pas cette opinion. Je pense qu'une hausse des taux d'intérêt accompagnée d'une augmentation de la croissance mondiale n'est pas forcément une mauvaise chose. Les marchés émergents ont progressé dans le passé, alors même que le rendement à 10 ans des bons du Trésor américain était de 6%, parce que la croissance était robuste et que les prix des matières premières étaient soutenus. Ce n'est donc pas le niveau des taux d'intérêt qui doit nous inquiéter, mais la combinaison de taux d'intérêt élevés et d'une croissance potentiellement faible.

Il en est de même du dollar. Lorsque la vigueur du dollar US s'explique par une forte croissance aux Etats-Unis en parallèle à une stabilité relative en Europe et en Chine, ses effets peuvent être plus ou moins digérés. Mais tous les paris sont ouverts si le dollar s'apprécie en raison d'une fuite vers la qualité, et les monnaies et

les actifs des marchés émergents vont se trouver sous pression. Le contexte de croissance est donc important, tout comme l'appétit pour le risque.

Nous entendons beaucoup parler des réformes des marchés émergents. Devons-nous les prendre au sérieux ? Et quand en verrons-nous les fruits ?

Le processus n'en est qu'à ses débuts, mais l'espoir pour les cinq à dix années à venir est que les réformes se traduisent par un nouveau degré de compétitivité. Les économies émergentes doivent passer à la vitesse supérieure et adopter un modèle dépendant moins des exportations. Elle doivent libérer les forces productives au niveau intérieur, attirer les investissements directs étrangers, promouvoir les investissements domestiques, créer des incitations pour aboutir à un meilleur fonctionnement des mécanismes de marché, et favoriser une croissance davantage axée sur le développement interne et moins dépendante de l'extérieur. Evoluer dans cette direction est une nécessité économique, car les moteurs de croissance historiques ne seront pas disponibles dans la même mesure que par le passé. Ces changements prendront du temps et, à court terme, pourraient avoir des conséquences négatives pour certaines grandes entreprises. Mais les avantages pourraient être importants à moyen et long terme, si ces réformes sont mises en œuvre correctement.

Un monde divergent, cela veut dire également des risques géopolitiques plus prononcés. Ces risques signifient-ils qu'il ne faut pas investir en Russie ?

On ne peut pas encore tirer cette conclusion, mais la situation évolue manifestement en ce sens. Les sanctions sont conçues pour être de plus en plus pénalisantes avec le temps. Il sera de plus en plus difficile aux entreprises de refinancer leur endettement et d'accéder aux marchés internationaux des capitaux. La liquidité a diminué et, de manière générale, les investisseurs en dollar ont perdu en partie leur appétit pour la Russie. Malheureusement, nous ne prévoyons pas de solution rapide. Cette tendance

En bref.

La croissance est inégale selon les régions, et les marchés émergents vont être pénalisés par l'appréciation du dollar US, la hausse des rendements au niveau mondial et la baisse des prix des matières premières.

Les actions des marchés émergents sont peu onéreuses comparées à celles des marchés développés. Mais cela ne sera pas suffisant pour stimuler la performance en l'absence de stabilisation des bénéfices.

Grâce aux réformes en cours, de « nouveaux marchés émergents » se développent au sein même des marchés émergents. Il faut faire des efforts pour les trouver, car ils ne sont pas tous bien représentés dans les principaux indices.

Parmi les actions, nous surpondérons le Mexique et l'Inde, en raison de leurs réformes, et les pays exposés à la croissance américaine, tels que Taïwan.

« Les économies émergentes doivent passer à la vitesse supérieure et adopter un modèle dépendant moins des exportations. »

va donc sans doute se prolonger et, au fil du temps, il sera de moins en moins pertinent d'investir sur ce marché.

De nombreux pays d'Amérique latine semblent souffrir d'une forte inflation et d'une faible croissance. Faut-il y voir un retour aux années quatre-vingt, ou pouvons-nous être plus optimistes ?

S'agissant de la région dans son ensemble, il n'y aura pas de retour aux années de stagflation. A l'époque, dans les westerns spaghetti, vous aviez le bon, la brute et le truand. En économie aujourd'hui, vous avez les bons, les mauvais, et les très mauvais. Les bons, ce sont les pays tels que la Colombie, le Chili, le Pérou et le Mexique, dont les cadres macroéconomiques restent assez solides. L'inflation y est inférieure à 5%, les déficits sont relativement faibles, les moteurs de croissance sont durables dans l'ensemble, et des réformes structurelles sont en cours dans de nombreux domaines. Les très mauvais, ce sont des pays tels que l'Argentine et le Venezuela, où le cadre macroéconomique est déficient depuis des années. Heureusement, ils sont l'exception.

Et puis vous avez les mauvais, Brésil en tête. Là, nous avons constaté une inflation assez élevée et les deux trimestres récents ont été marqués par une récession.

Les résultats ont été serrés et le gouvernement devra écouter les propos des électeurs : les Brésiliens veulent un changement. Je pense donc qu'il y aura quelques ajustements, mais ils seront sans doute marginaux. Ce dont le Brésil a besoin, c'est d'une grande remise à plat. Son gouvernement trop important est également très bureaucratique et très interventionniste, qu'il s'agisse de fixer ou d'influencer les prix ou la répartition du crédit. Et cela décourage les entrepreneurs qui souhaiteraient investir. Le

ratio investissement/PIB du Brésil est l'un des plus faibles parmi les pays émergents, et ce n'est pas par accident. Le second gouvernement Rousseff devra réexaminer son approche.

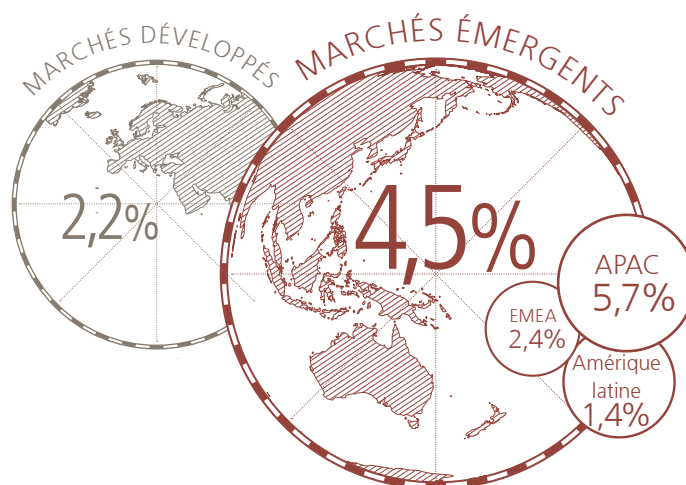
De manière générale, les actions des marchés émergents sont peu onéreuses comparées à celles du monde développé. Mais sont-elles suffisamment bon marché ?

Probablement, mais cet élément à lui seul ne sera pas suffisant pour libérer la performance. Il faut un catalyseur, et le premier catalyseur, de mon point de vue, serait une évolution des perspectives bénéficiaires. Les marchés émergents ont donné des signes de stabilisation, mais la baisse des prix des matières premières devrait jouer dans le mauvais sens.

En attendant, nous devons nous rappeler qu'il y a de « nouveaux marchés émergents » cachés parmi les « anciens » marchés émergents. Ce sont les secteurs et les entreprises qui bénéficient des attentes économiques d'une classe moyenne en croissance, dans des domaines tels que la santé, l'éducation, les infrastructures publiques, l'électronique grand public et les technologies de l'information. Les valorisations des entreprises axées sur l'ancienne économie, qui représentent malheureusement la part la plus importante des indices, devraient rester déprimées jusqu'à l'arrivée d'une forte reprise cyclique au niveau mondial. Les entreprises de la nouvelle économie ne sont pas véritablement bon marché, mais elles ont su faire croître leurs bénéfices plus rapidement et vont probablement continuer d'afficher de bonnes performances. Il faut donc être sélectif et faire des efforts pour les trouver lorsqu'on examine les marchés émergents, car les indices eux-mêmes ne présentent pas toutes les opportunités disponibles.

La croissance des marchés émergents sera inégale en 2015

- **La croissance** est principalement alimentée par l'Asie, où elle devrait croître de 5,7%. L'Amérique latine devrait croître de 1,4% et EMEA de 2,4%.
- La croissance des pays mettant en œuvre des réformes économiques, comme le Mexique et l'Inde, devrait s'améliorer.
- La croissance de la Chine et de la Russie marquera le pas, et le Brésil restera fragile.

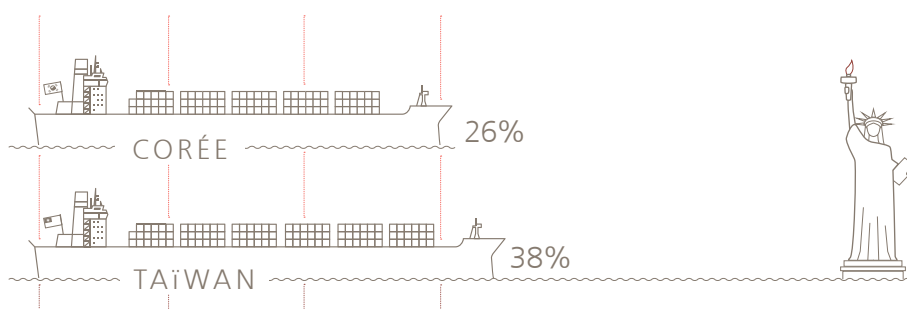


Prudence relative à l'égard des perspectives des actions des marchés émergents

- Faible rentabilité des entreprises. Les bénéfices ont stagné pendant plus de trois ans.
- Le plongeon des cours des matières premières et la fermeté du dollar américain ne devraient guère améliorer les choses.
- La sélectivité restera le maître-mot en ce qui concerne les investissements dans les actions des marchés émergents.

Certains pays émergents tireront parti de la croissance économique des Etats-Unis

Les pays les plus exposés aux exportations cycliques se comportent bien. Taïwan est en particulier fortement tributaire des **exportations d'appareils électriques**, semi-conducteurs compris.



Les « nouveaux marchés émergents » exposés aux réformes tireront également leur épingle du jeu

- Nous surpondérons les actions mexicaines car le pays a donné son feu vert à une série de réformes en profondeur en 2014, qui devraient porter leurs fruits 2015.
- L'Inde affiche également une dynamique prometteuse en ce qui concerne ses réformes et l'élan bénéficiaire s'améliore. Nous surpondérons les actions indiennes ainsi que la roupie.



RUSSIE

Les sanctions financières déploieront peu à peu leurs effets et réduiront la liquidité du marché.



BRÉSIL

Après les élections, le climat des affaires et la confiance des investisseurs devraient rester moroses et l'inflation pourrait rester élevée.



CHINE

Les réformes pourraient être positives à long terme, mais auront une incidence négative à court terme sur la croissance.

Suisse En forme.

Daniel Kalt.
Head of Switzerland Investment Office

En bref.

L'économie suisse a été soutenue par une compétitivité élevée, de faibles taux d'intérêt, une immigration importante et un marché immobilier en pleine effervescence. Ces conditions favorables devraient persister malgré la croissance toujours atone de la zone euro.

L'initiative contre l'immigration de masse va accentuer les incertitudes pour les entreprises et soulever des questions plus générales sur les relations avec l'Europe. Les mesures macro-prudentielles mises en œuvre par la Banque nationale suisse pour apaiser le marché immobilier portent leurs fruits.

Le plancher des 1,20 sera maintenu pour la parité EUR/CHF. Les titres suisses porteurs de dividendes de qualité représentent une opportunité de placement attrayante en cette fin d'année.

L'économie suisse s'est plutôt bien comportée ces trois dernières années. Quels sont, selon vous, ses principaux atouts ?

Tout d'abord, l'économie suisse est très compétitive. Pour la sixième année consécutive, elle est arrivée à la première place du classement du Forum économique mondial des économies les plus compétitives. Par ailleurs, le marché du travail est très flexible, avec une réglementation et une protection des travailleurs limitées. La Suisse se distingue également par la solidité de ses comptes publics. Ainsi la dette publique ne dépasse par 35% du PIB.

Les Suisses se sont récemment prononcés par référendum pour la limitation de l'immigration, notamment en provenance de l'Union européenne. Selon vous, quelles en seront les conséquences pour la Suisse ?

Cela ne fera qu'accroître les incertitudes pour les entreprises installées en Suisse. La grande question qui se pose est de savoir s'il y aura assez de personnel qualifié après 2017, lorsque le nouveau système de quotas d'immigration entrera en vigueur. Il en résulte d'importantes incertitudes sur le plan politique, concernant non seulement la situation du marché du travail, mais aussi les relations générales avec l'Europe. En effet, certains traités bilatéraux avec l'Europe risquent d'être remis en cause suite aux résultats du référendum.

Nous vivons certes dans un monde de divergences, mais la Suisse peut-elle bien se porter si la zone euro est malade ?

La Suisse a des relations commerciales très fortes avec la zone euro. 60% environ de nos exportations sont destinées à la zone euro et les exportations représentent à peu près 50% du PIB helvétique. Toutefois, au cours des deux dernières années, ce n'est pas le commerce international, mais le marché domestique qui a été le principal moteur de l'économie suisse. Nous étions en effet en présence de taux d'intérêt faibles, d'une immigration forte et d'un marché immobilier en pleine effervescence. Ce sont ces trois éléments qui ont porté la croissance suisse. Tant que l'économie domestique continue à aller de l'avant, je n'ai pas trop d'inquiétudes. La croissance suisse est plutôt protégée dans la mesure où nous avons une économie domestique très robuste.

Le boom de l'immobilier semble de plus en plus inquiéter la Banque nationale suisse qui a, de ce fait, introduit quelques mesures macro-prudentielles. Quelles sont, selon vous, les perspectives pour les investisseurs dans l'immobilier suisse ?

Il faut bien distinguer entre les différents segments du marché. Le segment commercial, qui comprend notamment l'immobilier de bureaux, est en difficulté, avec des taux de va-



Daniel Kalt.
Head of
Switzerland
Investment Office

cance relativement élevés. A l'inverse, le segment des immeubles d'habitation continue de bénéficier d'une forte demande, avec des taux de vacance relativement faibles et des rendements encore assez attrayants. C'est la même chose pour les titres immobiliers cotés. Les rendements des dividendes et les cash-flows sont très stables. Toutefois, le potentiel d'appréciation de ces valeurs cotées est relativement limité.

Les prix ont, quant à eux, beaucoup augmenté ces six ou sept dernières années, surtout dans l'immobilier résidentiel, mais ils sont en train de se calmer. A cet égard, les mesures macro-prudentielles mises en œuvre par la Banque nationale suisse semblent porter leurs fruits.

« Tant que l'économie domestique continue à aller de l'avant, je n'ai pas trop d'inquiétudes. »

Pensez-vous que le plancher EUR/CHF sera maintenu en 2015 ?

Etant donné l'évolution de la situation dans la zone euro, il me semble pratiquement certain que la BNS maintiendra le statu quo à ce niveau. Le bilan de la BNS est déjà très gonflé, ce qui représente un risque. Si vous laissez le plancher s'affaïssir, l'appréciation du franc suisse qui en résulterait entraînerait des pertes importantes.

Le seul scénario qui pourrait amener la BNS à remettre en cause ce plancher est celui où tout irait parfaitement bien en Europe et où le marché reprendrait confiance dans l'euro. Dans ces conditions, la BNS pourrait progressivement alléger son bilan et laisser le taux plancher filer. Le moins que l'on puisse dire est que ce scénario est loin d'être d'actualité.

Vu l'importance de son excédent du compte courant, la Suisse a-t-elle vraiment besoin de ce plancher ?

L'excédent du compte courant est dû à plusieurs facteurs structurels. Par exemple, le fait que la Suisse soit une plaque tournante pour le commerce des matières premières contribue à cet excédent et explique en partie pourquoi nous avons un excédent de plus de 10% du PIB. Si la parité EUR/CHF était restée à 1,00 en 2011, je suis convaincu que les exportateurs suisses auraient souffert et que le taux de chômage aurait au moins doublé.

Les importantes réserves de change de la Banque nationale suisse peuvent être considérées soit comme une source de risques, soit comme un atout majeur.

Vous-même, qu'en pensez-vous ?

Le bilan de la Banque nationale suisse est passé de moins de 10% du PIB à environ 70%. On peut certes considérer cela comme une bonne chose, mais pour peu que vous ayez une devise potentiellement en difficulté dans le bilan, alors un risque existe. Or, 50% des réserves de change de la BNS sont en euro. Estimant que ses réserves étaient trop faibles avant la crise, la BNS a souhaité les renforcer. Aujourd'hui, elles sont probablement trop élevées.

La Suisse est confrontée à un vieillissement de sa population. Que pensez-vous du système de retraite ?

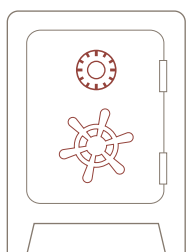
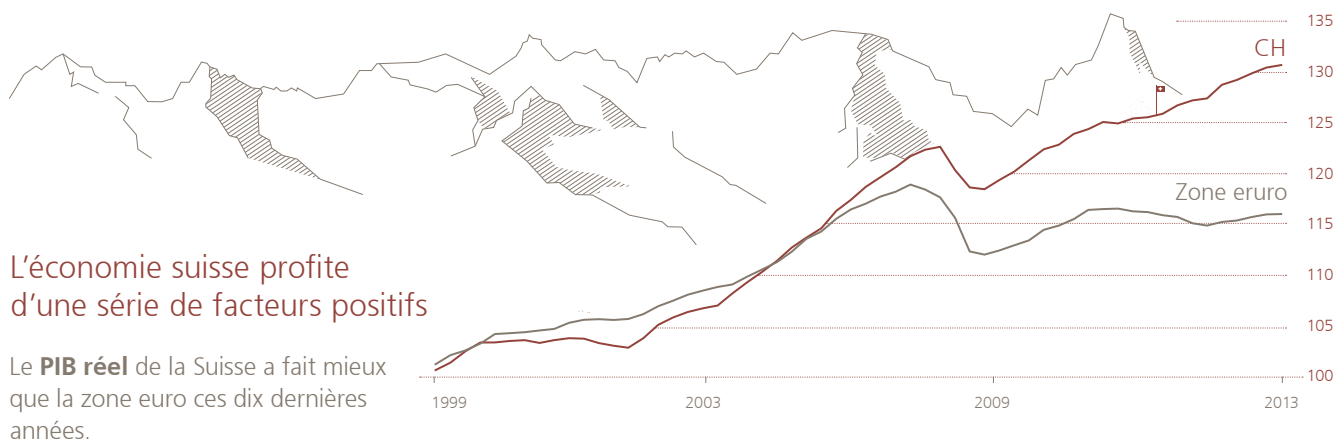
Bien que le système suisse soit considéré par l'OCDE comme un modèle du genre, avec les trois piliers que sont la prévoyance de base, la pré-

voyance professionnelle et la prévoyance individuelle, il n'en demeure pas moins que le pays est confronté au même problème démographique que les autres pays occidentaux. Il est évident que la Suisse a pris du retard pour ce qui est de l'adaptation de son système d'assurance vieillesse à ces évolutions démographiques. Si certains pays comme les pays scandinaves ont déjà reculé l'âge de départ à la retraite, la Suisse hésite à le faire. Nous avons étudié cette question de près récemment car elle est d'une importance cruciale pour nos clients. Selon nous, la pérennité du système risque d'être remise en cause. Il est essentiel que la réforme proposée par le Conseil fédéral passe au Parlement et fasse l'objet d'un vote populaire.

Quelles sont vos recommandations en matière d'actions suisses ?

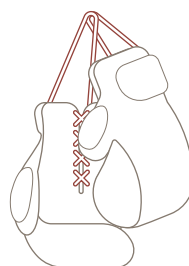
Sur le marché suisse, nous apprécions les titres porteurs de dividendes de qualité. Par dividendes de qualité, nous entendons des versements réguliers et un potentiel haussier à long terme.

La performance de notre portefeuille à long terme est issue, jusqu'à hauteur de 50%, des versements de dividendes. Nous apprécions également ces titres pour leur saisonnalité. Notre analyse montre en effet qu'entre décembre et mai ou juin, les titres à dividendes font mieux que le reste du marché. On peut donc profiter de cette fin d'année pour acheter ces titres. A noter que pour les investisseurs domiciliés en Suisse, il existe certaines actions suisses assorties de dividendes exemptés de retenue à la source.



La Suisse est le quatrième détenteur d'actifs étrangers du monde en termes de taille...

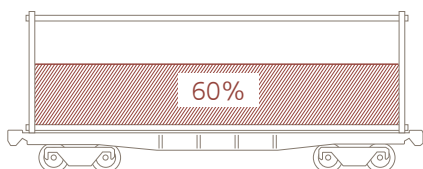
1. Japon
2. Chine
3. Allemagne
- 4. Suisse**
5. Taïwan



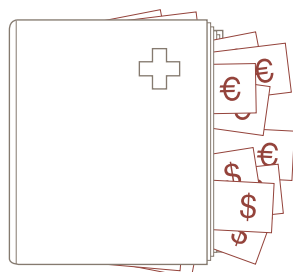
...et peut s'enorgueillir d'une excellente compétitivité.

- 1. Suisse**
2. Singapour
3. Etats-Unis
4. Finlande
5. Allemagne

Période d'incertitude à venir



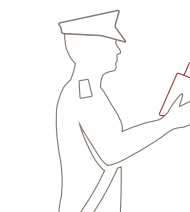
La zone euro, qui représente environ 60% des exportations, continue de pâtir de la faible croissance économique.



La Banque nationale suisse présente d'importants risques bilanciaux, car les réserves de change ont augmenté à 460 milliards de CHF, soit plus de 70% du PIB.



Les prix de l'immobilier résidentiel se sont envolés ces six à sept dernières années, mais le marché donne des signes de ralentissement.



Les relations étrangères sont tendues en raison de questions liées à la fiscalité et du référendum sur la migration de masse.

Parmi les actions suisses, nous préférons les titres porteurs de dividendes de qualité

- La performance à long terme des actions est due jusqu'à hauteur de 50% au versement de dividendes.
- Au premier semestre de l'année, les titres porteurs de dividendes tendent à dépasser le reste du marché.
- Il existe aussi certaines actions suisses assorties de dividendes exemptés de retenue à la source pour les investisseurs domiciliés en Suisse.

Source: Bloomberg, UBS

Analyse, stratégie et discipline.

Andreas Hoefert. Chief Economist

En bref.

Les investisseurs doivent prendre conscience que les prévisions économiques et de marché se révèlent plus souvent fausses que vraies.

Les investisseurs qui ont du succès sont ceux qui se basent sur une discipline, une stratégie et une analyse rigoureuses.

Chaque investisseur devrait avoir sa propre stratégie de placement, adaptée à ses objectifs financiers et à sa tolérance au risque.

Les investisseurs doivent impérativement éviter de modifier brutalement leur stratégie de placement en laissant leurs émotions prendre le dessus lorsque, par exemple, les marchés font preuve de volatilité ou lorsque certains secteurs ou actifs sont en surchauffe.

En cette fin 2014, nous avons de nouveau assisté à un regain soudain de volatilité que personne n'avait vu venir. Comment expliquez-vous cela ?

Soyons clairs : nous devons être conscients que les prévisions sont plus souvent fausses que vraies et les preuves en la matière ne manquent pas. La plus grosse erreur de prévision est sans doute celle de l'éminent économiste Irving Fisher qui écrivait en septembre 1929 que « les actions avaient atteint un haut plateau permanent ». Plus récemment, en 2008, le président de la Réserve fédérale Ben Bernanke déclarait que, selon lui, l'économie serait en meilleure posture au deuxième semestre qu'au premier.

On voit bien que l'on ne sait pas grand-chose de l'avenir, et qu'il est pratiquement impossible pour nous, économistes, de prévoir une récession. Il vaut donc mieux ne pas trop se reposer sur les prévisions lorsque l'on définit sa stratégie de placement.

Cela semble évident et pourtant, nombreux sont ceux qui continuent à le faire. Cette anecdote relatée par le prix Nobel d'économie Kenneth Arrow illustre bien ce phénomène. Pendant la Seconde Guerre mondiale, il travaillait comme statisticien au service météorologique de l'armée américaine. Découvrant que les prévisions météorologiques étaient « toujours fausses », il en conclut qu'il était inutile de continuer à en faire. Il fit un rapport dans ce sens à ses supérieurs, expliquant que « ces prévisions coûtaient beaucoup d'argent sans que cela en vaille la

peine ». La réponse fut la suivante : « Nous savons tous que les prévisions sont fausses. Mais nous en avons besoin pour la planification ». C'est incroyable ! Ce biais humain fait que nous utilisons les prévisions alors même que nous savons qu'elles sont erronées car cela nous donne un sentiment de sécurité.

Comment expliquer ce comportement irrationnel ?

La plupart du temps, ce sont les émotions qui l'emportent. Les gens agissent souvent en toute irrationalité.

Kahneman et Tversky, deux célèbres psychologues, ont beaucoup travaillé sur la question. Ils ont ainsi montré que tout en étant convaincus que nous sommes des êtres rationnels, nous agissons régulièrement de manière irrationnelle. Nous utilisons souvent des raccourcis psychologiques, basés sur l'intuition, qui nous permettent d'agir et de penser très vite. Cela était bien utile lorsque nous étions des hommes des cavernes, mais ça l'est beaucoup moins dans le monde complexe actuel.

Une réflexion moins précipitée permet généralement d'aboutir à des décisions plus rationnelles, mais réfléchir peut ne pas être de tout repos ! Nombreux sont donc ceux qui préfèrent une réflexion rapide et ce piège est pratiquement inévitable à moins d'avoir une stratégie rigoureuse et claire, de toujours y penser à deux fois et de se laisser le temps de la réflexion avant de prendre une quelconque décision de placement.



Andreas Hoefert.
Chief Economist

La finance comportementale s'est beaucoup développée ces dernières années. Quels sont les meilleurs moyens pour les investisseurs d'éviter certains biais ?

Ce qui distingue les investisseurs qui ont du succès, c'est qu'ils se basent sur une discipline, une stratégie et une analyse rigoureuses.

Je donne toujours l'exemple de Warren Buffett et de George Soros. La stratégie de Warren Buffett peut être résumée ainsi : « j'achète ce que je comprends et que je trouve bon marché ». Pour sa part, George Soros joue sur les grands déséquilibres macroéconomiques, pariant sur le retour de l'économie à l'équilibre.

Les deux approches sont totalement différentes, mais toutes deux donnent de bons résultats. Ce n'est donc pas une question d'approche en elle-même. Le point commun des investisseurs qui réussissent est qu'ils se

basent sur une combinaison associant analyse, stratégie et discipline.

Derrière les deux approches, il y a une analyse approfondie : lorsque W. Buffett achète une entreprise, il sait exactement ce qu'il achète ; lorsque G. Soros parie sur une devise, il a travaillé en amont et sait qu'il y a une distorsion quelque part. Derrière les deux approches, il y a aussi une stratégie. Et, plus important encore, les grands investisseurs s'y tiennent. En d'autres termes, derrière les deux approches, il y a une discipline.

Par exemple, à la fin des années 90, Warren Buffett n'était pas très exposé aux valeurs Internet et son portefeuille faisait nettement moins bien que le marché. In fine, il a eu raison puisque cela lui a permis d'échapper aux krachs de 2000 et 2001. Sa stratégie consistait notamment à éviter ce qu'il ne comprenait pas, il s'y est tenu et finalement cela a porté ses fruits.

Comment la clientèle privée peut-elle adopter une approche associant analyse, stratégie et discipline ?

Pour la partie analyse, nous pouvons l'aider avec des publications comme celle-ci et tout le travail que nous faisons pour trouver les meilleures combinaisons d'actifs pour améliorer les rendements en tenant compte des risques. Quant à la stratégie, il s'agit de quelque chose de personnel à chaque investisseur. Il revient à chacun de définir ses objectifs financiers et, surtout, sa tolérance au risque. La discipline est la partie la plus difficile. Les investisseurs doivent s'efforcer d'éviter les modifications soudaines de leurs stratégies. Ils ne doivent pas laisser les émotions prendre le dessus lorsque, par exemple, les marchés deviennent volatils ou que certains actifs ou secteurs sont en pleine surchauffe. Les revirements soudains, fruits d'une « réflexion trop rapide », peuvent vraiment pénaliser la performance à long terme.

Allocation d'actifs

Trouver l'équilibre dans un monde divergent.

Mark Andersen et
Mads Pedersen.
Co-Heads of Asset Allocation



Mads Pedersen. Co-Head of Asset Allocation

En bref.

En 2015, la Fed devrait donner le coup d'envoi de resserrement monétaire, ce qui pourrait signifier un retour de la volatilité vers ses niveaux historiques.

Les rendements des portefeuilles vont probablement rester inférieurs à la

moyenne historique en raison des faibles rendements constatés dans les diverses catégories d'actifs.

Une allocation accrue aux hedge funds devrait contribuer à améliorer la performance corrigée du risque des portefeuilles.

Des divergences bien plus importantes dans la performance des différentes catégories d'actifs pourraient réapparaître l'année prochaine.

Nous surpondérons tant les actions que les obligations à haut rendement des Etats-Unis.



Mark Andersen. Co-Head of Asset Allocation

En quoi l'environnement de placement en 2015 sera-t-il différent de celui des dernières années ?

MP : L'une des principales différences sera le resserrement monétaire par la banque centrale américaine prévu en 2015. Il y a bien eu un certain durcissement implicite en 2014 du fait de l'absence de nouveaux assouplissements, mais l'année 2015 devrait apporter une première hausse des taux. Cela signifie que la volatilité dans toutes les catégories d'actifs devrait revenir vers ses niveaux historiques.

Il devient donc bien plus important de disposer d'un portefeuille équilibré. En effet, si l'on ne détient qu'une catégorie d'actifs – même une catégorie performante – on risque de connaître un bon nombre de jours ou mois difficiles.

Une autre différence réside dans le fait que les actions n'ont tout simplement plus le même potentiel haussier qu'elles avaient il y a deux ou trois ans. Les investisseurs doivent avoir des attentes de rendement réalistes, mais aussi considérer la volatilité en rapport

avec ce rendement. Ainsi, la volatilité en 2013 se montait à la moitié du rendement. En 2015, elle pourrait facilement en atteindre le double. Le contexte sera donc nettement plus risqué.

MA : Il est important d'examiner aussi quelques-unes des similarités. Bien que nous prévoyions une certaine hausse des rendements, les taux d'intérêts et rendements des obligations d'Etat et d'entreprise restent globalement très faibles, ce qui assure un environnement toujours favorable pour les investissements au début 2015. Même si la Fed relève ses taux, nous évoluons actuellement dans un monde divergent, et il n'y aura donc pas de resserrement mondial synchrone. Nous abordons aussi l'année 2015 avec certaines des mêmes questions structurelles qui existaient déjà au début 2014, notamment au sujet de la croissance en Chine et dans divers autres pays émergents.

Les rendements obligataires sont proches de leurs planchers historiques et les actions ont dégagé de solides performances au cours des dernières années. Quels sont les rendements auxquels peuvent s'attendre les investisseurs en 2015 et au-delà pour un portefeuille diversifié ?

MP : Cela dépend du risque qu'ils sont prêts à assumer, mais pour un portefeuille équilibré bien diversifié, nous visons un rendement entre 4 et 6%. Ce chiffre est inférieur à celui des dernières années car nous partons d'un niveau de rendement plus faible. L'une des actions que nous entreprenons pour accroître les rendements est de

chercher à investir davantage dans les hedge funds, car ils sont relativement stables en termes de rendement et de volatilité, et ils représentent une bonne alternative à certaines obligations qui offrent de faibles rendements.

MA : Chose importante pour les investisseurs plus conservateurs, les rendements à long terme devraient à peine dépasser 1% par an. Bien que l'inflation soit basse actuellement, il suffirait d'une modeste accélération pour faire chuter les rendements réels en territoire négatif pour les investisseurs obligataires. Pour les personnes qui peuvent tolérer le risque supplémentaire, un portefeuille équilibré d'actions, de hedge funds et d'obligations offre un meilleur profil de risque/rendement.

Quels sont les principaux risques qui vont peser sur les portefeuilles diversifiés en 2015 ?

MP : Pour moi, l'inflation représente un risque clé. Elle ne se manifeste pas pour l'instant en raison de la pression sur les prix des matières premières, mais il s'agit de l'un des plus grands risques pour les investisseurs diversifiés. Une hausse durable du renchérissement au-delà des cibles des banques centrales accroîtrait les rendements obligataires et nuirait aux actions également, du moins dans un premier temps. Tout facteur qui fait baisser simultanément les actions et les obligations est négatif pour les investisseurs diversifiés.

Et, au risque d'énoncer une évidence, tout recul de la croissance, voire chute dans la récession, représente également un danger. Dans un contexte de ralentissement conjoncturel, les portefeuilles diversifiés bénéficient normalement d'une certaine protection contre les moins-values boursières, car les prix obligataires augmentent dans l'attente de baisses des taux. Aujourd'hui, les taux d'intérêt et les rendements sont déjà si bas qu'il n'existe plus grande marge pour de nouveaux reculs.

Sur le plan tactique, nous avons mentionné l'existence d'un monde divergent. Pensez-vous que cette divergence s'étendra aussi aux performances des marchés en 2015 ?

MP : Je m'attends à une dispersion bien plus élevée. L'une des difficultés dans la détermination de l'allocation tactique en 2014 a été le fait que la majorité des catégories d'actifs, à l'exception des matières premières, ont dégagé des rendements similaires durant la plupart de l'année, ce qui n'a pas laissé beaucoup de jeu pour les positionnements relatifs. L'année prochaine pourrait bien annoncer le retour de disparités nettement plus grandes entre les catégories d'actifs.

Durant le Year Ahead Investor Forum, maintes discussions ont été tenues sur la question de savoir quelle catégorie d'actifs réalisera le meilleur rendement par unité de risque en 2015. Quelle est votre opinion à ce sujet ?

MP : Aux niveaux actuels des écarts, les obligations à haut rendement nous semblent intéressantes, malgré des rendements corrigés du risque inférieurs à ceux des dernières années. Les investisseurs plus conservateurs qui ne souhaitent pas s'engager dans le haut rendement peuvent envisager des titres investment grade de duration moyenne. Nous estimons que les durations plus courtes assorties de notations inférieures, par exemple des obligations de duration moyenne notées A, sont préférables à des durations longues assorties de notations élevées, par exemple des emprunts AAA à duration longue.

MA : Ma préférence va au segment du haut rendement américain, qui offre le meilleur rendement corrigé du risque, suivi des actions ou des hedge funds. Je trouve intéressant à quel point les investisseurs sont devenus critiques à l'égard du crédit de qualité inférieure, sachant que les bilans des entreprises demeurent très solides, que les entreprises se sont financées à très bon compte et que seul un nombre res-

treint de leurs obligations arrivent à échéance au cours des prochaines années. A mon avis, ceci représente une bonne occasion pour les personnes qui ne possèdent pas de positions dans le haut rendement américain.

Où les investisseurs doivent-ils aller chercher les rendements sur les marchés des actions ? Les Etats-Unis affichent une forte croissance mais une politique monétaire en phase de resserrement. La zone euro a une croissance plus faible mais une politique expansionniste. Pour leur part, les pays émergents ont une croissance en ralentissement et une politique potentiellement plus restrictive, mais leurs évaluations sont bon marché.

MA : Plus ou moins tous les marchés « value » sont bon marché pour une raison propre. Nous plaçons les marchés émergents, l'Europe et, dans une certaine mesure, le Japon dans cette catégorie. Parmi ces marchés, la zone euro se trouve probablement dans la meilleure position, car on a remédié à certains de ses problèmes structurels au cours des dernières années et la Banque centrale européenne se montre très disposée à soutenir la reprise économique. Au Japon, il est très difficile de faire des prédictions, car ce qui s'y passe constitue une sorte d'expérimentation. Pour les marchés émergents, l'argument du désendettement ne joue plus et les prix des matières premières chutent, ce qui nuit à maints d'entre eux. La faiblesse des matières premières en 2014 a été un phénomène intéressant à observer, qui illustre aussi pourquoi nous ne considérons pas cette catégorie d'actifs comme un placement à long terme « buy and hold ». En règle générale, leur rendement attendu n'est pas suffisant pour en compenser la forte volatilité.

MP : Le pari le plus sûr demeure les Etats-Unis ; c'est pourquoi il s'agit de notre plus grande surpondération. Ce

marché est bien plus stable et bénéficie de robustes perspectives de croissance bénéficiaire. A mon avis, c'est aux Etats-Unis que nous avons la plus grande chance de réaliser des rendements positifs. Même si ce n'est pas le marché qui présente le meilleur potentiel haussier, sa banque centrale bénéficie d'une bonne marge de manœuvre et les entreprises jouissent de conditions de financement très avantageuses ainsi que d'une excellente maîtrise des coûts.

La souplesse d'action de la banque centrale est un facteur important. Je pense qu'il existe un risque bien moindre aux Etats-Unis et au Royaume-Uni parce que ces pays dis-

ont des objectifs divergents et qui ne possèdent pas le genre de flexibilité que l'on voit dans le reste du monde.

Comment les investisseurs obligataires doivent-ils gérer leur portefeuille, sachant que les faibles rendements sont particulièrement problématiques pour les résidents de la zone euro et de la Suisse ?

MP : Nous leur recommandons de se tourner vers d'autres marchés et de chercher des rendements supérieurs en dehors du continent. Cela implique de détenir quelques obligations des marchés émergents, qui offrent des écarts de crédit appréciables avec un risque inférieur à celui des actions de ces mêmes marchés. Cela implique

de change pour lesquels l'investisseur n'est pas dédommagé. Selon nous, on peut s'attendre à une période de vigueur du dollar, et nous ne serions pas surpris de voir le billet vert réaliser l'une des meilleures performances sur le marché des changes en 2015.

MP : La chose est simple. Si vous avez une forte conviction au sujet d'un taux de change, investissez via le marché des changes. Evitez de parier implicitement.

Comment les investisseurs doivent-ils traiter les placements durables au sein du portefeuille ?

MP : Ils doivent considérer l'impact investing et l'investissement durable comme une tranche d'une catégorie

« L'une des actions que nous entreprenons pour accroître les rendements est de chercher à investir davantage en hedge funds. »

posent de banques centrales unifiées et accommodantes ainsi que de rendements comparativement élevés. On ne peut pas dire que la Banque centrale européenne soit unie pour l'instant, mais un point d'inflexion important pourrait avoir été atteint. Si l'inflation allemande est inférieure aux prévisions l'année prochaine, il n'existe qu'une très mince marge avant que ce chiffre ne tombe dans la déflation. Ceci pourrait encourager les Allemands à acheter les obligations souveraines de leur pays et procéder de fait à un assouplissement quantitatif.

Dans les ME, on trouve un groupe disparate de banques centrales locales ou influencées par les Etats-Unis qui

aussi de s'engager aux Etats-Unis, où les rendements sont supérieurs, en couvrant les risques de change associés. Si les investisseurs souhaitent s'en tenir à la zone euro, les emprunts à effet de levier peuvent offrir de bons rendements corrigés du risque.

Quelles sont les conséquences du raffermissement du dollar américain pour les portefeuilles, et comment les investisseurs doivent-ils considérer le marchés des changes en général ?

MA : Nous recommandons aux investisseurs de couvrir la plupart de leur exposition aux changes dans leur portefeuille, surtout dans le segment du revenu fixe. Il s'agit d'éviter les risques

d'actifs existante. Par exemple, s'ils envisagent un placement dans le private equity, l'investissement durable doit représenter un substitut pour des positions existantes dans le private equity ou dans les hedge funds. L'impact investing est un marché relativement nouveau, et les investisseurs doivent donc s'y lancer graduellement. Il n'y a pas une grande offre de produits, et il vaut donc mieux répartir son investissement. Si les gens veulent investir dans le style de Gates ou Buffett, ils doivent le faire sur un même horizon temporel que ces derniers. Il n'est pas bon de vouloir se précipiter – mieux vaut constituer ses positions en la matière sur plusieurs années.

Thèmes d'investissement Pour 2015 et au-delà.

Philippe Mueller. Head of Themes



Philippe Mueller. Head of Themes

Quels sont les thèmes qui vous inspirent le plus pour 2015 ?

L'un de mes thèmes favoris est celui des « rising stars » dans le domaine du crédit. Il est souvent impossible aux investisseurs institutionnels et à certains autres investisseurs d'acheter des obligations à haut rendement. Dès lors, si la notation de crédit d'une obligation de qualité investment grade est ramenée à « haut rendement », le titre est très pénalisé par les ventes impératives. Aujourd'hui, dans un environnement de bons fondamentaux de crédit, nous voyons davantage de relèvements de notation que d'abaissements. Le moment est donc venu de s'intéresser aux obligations à haut rendement susceptibles de bénéficier d'un relèvement de notation. Ces obligations sont les « rising stars ». Elles bénéficient en général de fortes pressions techniques à l'achat lorsque davantage d'investisseurs sont autorisés à les acquérir. Il s'agit là d'une excellente opportunité, présentant des caractéristiques de risque-rendement attractives. Ce thème figure parmi les investissements relativement prudents de l'univers du haut rendement. Les investisseurs circonspects, mais qui recherchent malgré tout un bon rendement, y trouveront des caractéristiques de risque-rendement favorables.

Un autre thème que j'apprécie pour le premier semestre de 2015 est celui des actions suisses à dividendes de qualité. Si l'on s'intéresse à l'historique

En bref.

Les « rising stars », sociétés qui voient leur notation de crédit relevée de « haut rendement » à « investment grade », peuvent faire l'objet de puissants mouvements tactiques à l'achat.

En Suisse, les sociétés qui offrent des dividendes de qualité sont en général plus recherchées en fin d'année, à l'approche de la saison des dividendes.

En Europe, les investisseurs devraient privilégier les sociétés qui sont maîtresses de leurs destinées ou capables d'augmenter leurs bénéfices même dans un environnement économique dégradé.

Les thèmes à long terme incluent le développement du transport collectif ferroviaire, la pénurie d'eau et l'augmentation de la consommation de protéines.

des vingt dernières années, les dividendes ont représenté une part significative de la performance totale à long terme des actions, de l'ordre du tiers à la moitié de la performance en fait, selon l'action concernée. Et si l'on recherche des dividendes de qualité, c'est-à-dire pérennes et croissants, les avantages se révèlent très significatifs. En outre, les dividendes ont en général

Vous privilégiez les « rising stars » et les dividendes de qualité pour 2015. Et pour le long terme ?

Pour les investissements à plus long terme, je crois qu'il faut penser urbanisation, croissance démographique et vieillissement des populations. Ces vecteurs de performance ne sont pas excessivement liés aux nouvelles économiques à court terme, mais de-

de qualité de l'air rencontrés dans la plupart de ces villes, les travaux à réaliser sont importants. Les gouvernements en ont pris conscience dans de nombreux pays, y compris en Inde, en Indonésie, en Thaïlande et en Malaisie, et ont décidé de dépenser 200 milliards d'USD dans les dix prochaines années. Exploiter les opportunités présentées par ces projets de dépenses

« Avec les thèmes, vous pouvez obtenir une exposition unique à des caractéristiques de risque-rendement ou des vecteurs de performance différenciés. »

une volatilité inférieure à celle des bénéfices. Ce thème est donc très intéressant lorsque l'économie traverse une période difficile, comme c'est le cas actuellement en Europe et dans d'autres régions du monde. Ces entreprises sont également attrayantes dans un environnement de faibles taux d'intérêt. La saison des dividendes commence prochainement, en février-mars, et je recommande aux investisseurs de se positionner sur les dividendes de qualité avant cette période.

vraient se prolonger sur un cycle complet. Là, généralement, nous pensons à des sujets tels que la pénurie d'eau ou l'augmentation de la consommation de protéines. Mais ma préférence absolue va à notre thème du transport collectif ferroviaire. Selon les Nations Unies, la population de la planète devrait passer de 7 milliards d'habitants actuellement à plus de 9 milliards d'habitants d'ici 2050. Dans les décennies à venir, nous allons également constater une forte augmentation du nombre de personnes habitant dans les mégapoles. Et avec les problèmes

publics me semble une excellente idée. Les entreprises qui construisent des systèmes de transport collectif ferroviaire ou des métros devraient nous donner une meilleure visibilité sur les bénéfices, sur l'ensemble du cycle des dépenses publiques. Mais selon moi, elles devraient également afficher une croissance des bénéfices supérieure à celle du PIB, faisant ainsi du transport collectif ferroviaire un thème à long terme attrayant pour un portefeuille.

Dans un monde de découplages, la croissance européenne est inférieure à celle des autres régions. Quels thèmes sélectionner en Europe pour surperformer dans un environnement macroéconomique déprimé ?

La sélectivité est un aspect très important actuellement. Nous devons choisir les sociétés qui sont capables d'augmenter leurs marges opérationnelles et vont afficher une croissance des bénéfices supérieure sur les deux à trois années à venir, même dans un environnement de croissance économique réduite. Dans cet environnement difficile, ce sont généralement les sociétés candidates à la restructuration et qui sont maîtresses de leurs destinées. Elles ont en elles la capacité d'améliorer leurs BPA et leurs marges, plutôt que d'attendre simplement le retournement du cycle économique. Nous apercevons déjà les signes avant-coureurs de cette tendance. Voyez la forte augmentation en volume des fusions-acquisitions cette année par rapport à l'an dernier. Les introductions en Bourse se multiplient elles aussi, et nous y voyons un indicateur de l'activité capitaliste. Les annonces de réductions de coûts et de restructurations augmentent également. Mais il est essentiel de bien diversifier votre portefeuille si vous voulez miser sur le thème des restructurations et obtenir une croissance des bénéfices supérieure à la moyenne. En effet, les restructura-

tions s'accompagnent souvent de risques spécifiques aux sociétés concernées.

De manière plus générale, quels sont les avantages des placements dans les thèmes ?

Avec les thèmes, vous pouvez obtenir une exposition unique à des caractéristiques de risque-rendement ou des vecteurs de performance différenciés, car vous ne vous contentez pas d'investir dans des régions ou des classes d'actifs de manière traditionnelle. Vous combinez, en fonction de vecteurs de performance communs, des titres qui peuvent être très hétérogènes. Cette approche permet ainsi de renforcer le potentiel de diversification d'un portefeuille. Je pense également que les thèmes peuvent servir à personnaliser un portefeuille. Enfin, et ce n'est pas le point le moins important, vous pouvez tirer parti des changements qui se produisent dans le monde, en exploitant par exemple les innovations de rupture ou les découvertes révolutionnaires. Cela permet d'enrichir un portefeuille avec des éléments qui ne sont pas forcément représentés dans les indices des classes d'actifs traditionnelles.

Quels sont les risques des investissements thématiques ?

Des difficultés peuvent surgir du fait des risques géopolitiques, voire tout simplement d'une erreur d'appréciation des vecteurs de performance des thèmes et des entreprises. C'est la

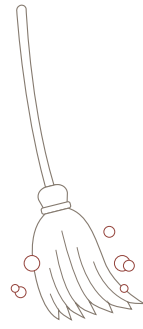
raison pour laquelle il est extrêmement important de suivre correctement la performance de chaque thème. Je pense qu'il est très important que les investisseurs se positionnent sur les thèmes par le biais d'instruments diversifiés de manière adéquate : l'exposition doit porter sur les vecteurs de performance du thème et non pas sur les nouvelles propres à chaque société. Un thème n'est pas une classe d'actifs ni une valeur mobilière isolée : il se situe entre les deux.

Comment les investisseurs doivent-ils envisager les thèmes dans le contexte de leur portefeuille global ?

Les thèmes ne doivent pas représenter une part trop importante du budget de risque d'un portefeuille. Ils peuvent souvent être considérés comme des satellites, un simple complément à des positions existantes. Si vous détenez des actions américaines, par exemple, vous pouvez ajouter un thème dans ce segment pour personnaliser votre portefeuille et y faire figurer une idée forte. L'aspect cyclique du portefeuille global est un autre point important à considérer. Il ne faut pas ajouter un thème à fort bêta à un portefeuille dont le niveau de risque est déjà élevé. Il est donc extrêmement important que chaque thème fasse l'objet d'une discussion et d'un examen en fonction des caractéristiques individuelles de l'investisseur.

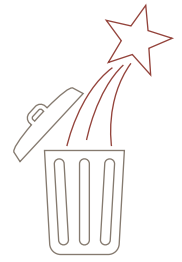
Surcroît de valeur grâce à la restructuration dans la zone euro

- Dans un environnement marqué par une croissance en berne, les entreprises peuvent accroître leurs marges grâce à des contrôles internes des coûts et des mesures de restructuration devraient permettre de faire mieux que le marché.
- Les mutations de capital se sont multipliées et les faibles marges fournissent un potentiel non négligeable d'amélioration.



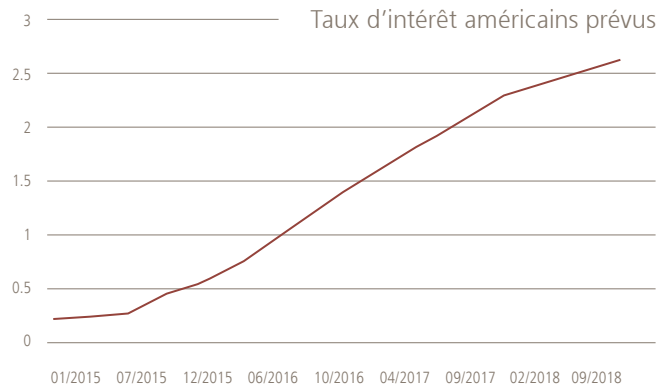
Rising stars

- Etant désormais accessibles à un plus grand nombre d'investisseurs, les obligations d'entreprise relevées du statut de junk bonds à la notation investment grade peuvent fort bien se comporter.



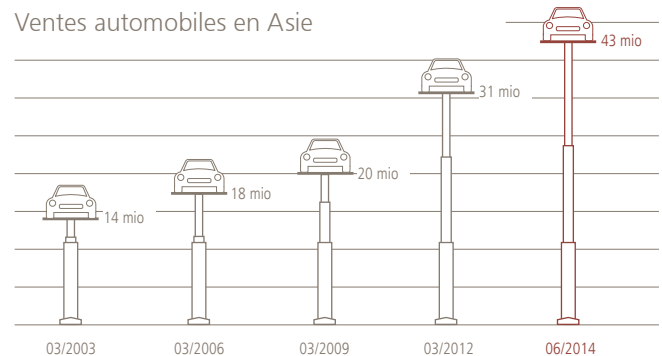
Financières américaines

- Les perspectives bénéficiaires du secteur financier américain s'améliorent.
- Le redressement de l'environnement économique devrait augmenter le volume des prêts et améliorer la performance du crédit. L'activité du marché de l'immobilier résidentiel devrait profiter de l'amélioration régulière du marché de l'emploi.
- La hausse des taux d'intérêt devrait être favorable aux banques et aux compagnies d'assurance. Pour les banques, la hausse des taux devrait se traduire par une hausse des marges d'intérêt nettes. Les compagnies d'assurance devraient être mieux à même de générer les résultats attendus sur fond de hausse des rendements.



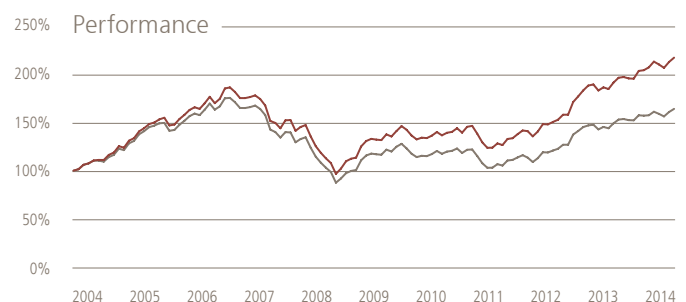
Réseau de transports publics par rail

- Selon l'ONU, le nombre d'Asiatiques habitant des mégapoles de plus de 10 millions devrait doubler d'ici 2025.
- La forte hausse des émissions de CO₂ aggrave les problèmes liés à la qualité de l'air dans les grandes villes d'Asie, le nombre de propriétaires de véhicules doublant tous les cinq ans.
- Les pays asiatiques, y compris les nouveaux gouvernements d'Inde, d'Indonésie, de Thaïlande et de Malaisie, devraient affecter plus de 200 milliards d'USD à la construction de nouveaux réseaux de transport public par rail dans les dix prochaines années pour combattre la congestion urbaine croissante.
- Les entreprises exposées à ces dépenses devraient enregistrer des taux de croissance de leurs bénéfices supérieurs au PIB.



Dividendes suisses de qualité

- Les entreprises qui versent des dividendes à la fois stables et en hausse ont tendance à surperformer le marché global.
- Ces dix dernières années, le SMI a dégagé une performance de plus de 100%. Près de la moitié de cette performance est le fait des dividendes.
- Les dividendes sont particulièrement intéressants étant donné les rendements particulièrement attrayants offerts par les obligations en francs suisses.
- Les caractéristiques défensives des dividendes devraient être privilégiées dans un monde divergent, car leur volatilité est bien plus faible que celle des bénéfices des entreprises. En 2008, les bénéfices nets ont plongé au total de 52%, mais les dividendes n'ont, dans leur ensemble, reculé que de 28%.



Ultra-high net worth

Envisager le long terme.

Simon Smiles.
Chief Investment Officer, UHNW

En bref.

Une trop forte concentration des positions, la hausse des taux d'intérêt et la faible rentabilité des liquidités figurent parmi les principales préoccupations des investisseurs ultra high net worth.

La capacité et la volonté des investisseurs les plus fortunés à envisager le long terme leur ouvre des opportunités d'investissement uniques dans bien des domaines, notamment

la consommation de protéines, les services funèbres et les investissements en Afrique pour n'en citer que quelques-unes.

Dans une mesure croissante, les family offices recherchent aussi des stratégies systématiques de trading de type institutionnel, des techniques de hedging de portefeuille et une granularité accrue dans l'allocation des actifs.



Simon Smiles. Chief Investment Officer, UHNW

Vous côtoyez régulièrement des particuliers ultra high net worth. Quelles sont les inquiétudes que vous entendez souvent en matière d'investissement ?

Il y en a essentiellement trois. La première est le risque associé à la concentration des positions - à savoir une trop large part du portefeuille investie dans un actif spécifique. La deuxième porte sur la hausse des taux d'intérêt. Et finalement, il y a encore la question de savoir que faire des liquidités, ou plutôt comment réussir à dégager un rendement dans le contexte actuel.

Pour la concentration des investissements, il y a deux solutions. La première est d'ajuster l'allocation des actifs, donc de considérer la position concentrée face au reste du portefeuille. La deuxième consiste à couvrir cette dernière activement.

En ce qui concerne la hausse des taux d'intérêt, il est utile de jeter un regard sur les périodes de hausse antérieures. Il est clair que les évolutions passées ne se répètent pas nécessairement, mais si l'on regarde les quatre derniers cycles haussiers, les trajectoires ascendantes n'étaient pas réellement néfastes pour les actions. De fait, leurs cours ont grimpé.

La gestion des liquidités est plus délicate car les taux sont nuls. Et dans cet environnement, maintenir le pouvoir d'achat des liquidités n'est pas un exercice facile. Il n'y a que trois façons d'accroître la rentabilité des liquidités, mais elles s'accompagnent toutes d'une plus grande prise de risque : risque de change, risque de duration et risque de crédit. Ce sont les seuls moyens d'obtenir un rendement supérieur à l'inflation.

En quoi les caractéristiques des clients UHNW sont-elles similaires ou différent-elles des autres clients ?

Il y a deux grandes similitudes : une prédilection pour les valeurs locales et de forts soldes de liquidités. Bon

nombre de nos clients détiennent d'importantes positions de liquidités dans leurs portefeuilles, bien plus que ne le recommandent les principes d'allocation des actifs. La seconde similarité réside dans la prédilection pour les valeurs locales. La familiarité avec les valeurs mobilières du propre pays ou avec certains secteurs se traduit par une allocation excessive en leur faveur.

Les investisseurs UHNW se distinguent toutefois dans leur capacité et volonté d'envisager le long terme, et dans leur capacité et disposition d'immobiliser leurs avoirs sur une plus longue période. Cette optique du long terme est souvent le fait des clients plus fortunés. Car la grande majorité des investisseurs institutionnels ne peut tout simplement pas voir au-delà des prochains trois, six ou douze mois. Pouvoir envisager des cycles de trois, cinq ou dix ans permet d'ouvrir des opportunités d'investissement que nos clients peuvent exploiter. Et pouvoir obtenir un meilleur rendement en faisant des concessions sur la liquidité de son investissement est un bon moyen d'accroître la performance du portefeuille.

Les tendances démographiques et d'urbanisation à long terme sont des évolutions certes lentes, mais très certaines. Par conséquent, il convient de tenir compte des secteurs susceptibles de bénéficier de ces tendances, par exemple la consommation de protéines, en particulier celle de lait et de viande, les services funèbres et les opportunités liées en particulier aux investissements directs en Afrique.

Vous vous adressez également à un grand nombre de family offices qui sont par essence plus institutionnels – en quoi diffèrent-ils ?

Quatre points ont tendance à émerger. Premièrement, l'intérêt pour des stratégies de trading de « type institutionnel », celles qu'emploient souvent les hedge funds. Deuxièmement, la couverture : des solutions intelligentes et avantageuses pour couvrir les porte-

feuilles ou leurs risques. Troisièmement, toujours plus fréquentes, les « stratégies alpha », à savoir les outils pour abaisser la corrélation des rendements ou les décorrélés. Quatrième et dernier point, une granularité accrue dans l'allocation d'actifs, en particulier l'allocation stratégique des actifs ; à savoir, plus de finesse dans le choix des classes d'actif et de sous-actifs dans lesquelles le portefeuille est investi.

Est-ce que vous voyez des changements dans les demandes des particuliers ultra high net worth à l'égard de leur banque ?

On observe un intérêt croissant de leur part pour les opportunités de développer leurs réseaux relationnels. Nous leur en avons proposé toute une série dans les différentes régions du monde. En Asie, nous nous sommes concentrés sur les secteurs et avons organisé des événements pour les CEO d'Asie-Pacifique dans la santé, le commerce de détail et les technologies. Certains de nos clients milliardaires ont participé à un événement baptisé « B:connected », pendant lequel les clients peuvent rencontrer le senior management d'entreprises.

En outre, des manifestations leur permettent également d'obtenir un éclairage intéressant en matière d'investissements. Nous travaillons actuellement sur un projet visant à dialoguer régulièrement sur l'évolution du monde avec certains grands entrepreneurs parmi nos clients.

Investissement durable

Une certaine maturité.

Stephen Freedman. Investment Strategist



Stephen Freedman. Investment Strategist

Qu'est-ce que l'investissement durable ?

Nous définissons l'investissement durable comme un ensemble de méthodes d'investissement qui remplissent au moins un parmi trois types d'objectifs ou du moins souvent une combinaison entre eux. Une motivation consiste à améliorer le profil de risque - rendement du portefeuille en cernant mieux le mode d'influence des facteurs de durabilité sur la valeur des titres. La seconde motivation est le souhait d'exercer un impact positif sur le social ou l'environnemental au travers des investissements. Enfin, la troisième motivation est le souhait d'aligner le contenu du portefeuille sur les valeurs personnelles de l'investisseur.

Le concept d'investissement durable existe depuis un certain temps déjà. Comment se porte-t-il ?

On constate un intérêt grandissant pour l'investissement durable. C'est le fruit de l'évolution des attentes dans la société et parmi les différentes parties prenantes des entreprises, notamment les consommateurs, les employés, les investisseurs ou encore les autorités de réglementation. Ceux-ci réalisent dans une mesure croissante l'importance des défis à venir dans le monde que le secteur privé peut et doit relever. Cette évolution place le développement durable en ligne de mire.

Quelles sont les différentes approches de l'investissement durable ?

L'approche traditionnelle est l'approche dite d'exclusion. L'investisseur

En bref.

L'investissement durable peut aider à améliorer le profil de risque-rendement d'un portefeuille, à exercer une empreinte positive sur le social ou l'environnemental ou encore à aligner le portefeuille sur les valeurs personnelles de l'investisseur.

Les approches qui intègrent les analyses des facteurs environnementaux, sociaux et les facteurs de gouvernance dans les allocations d'actifs des portefeuilles se popularisent.

Les résultats montrent qu'en moyenne l'investissement durable ne s'accompagne pas d'un compromis sur la performance financière.

définit le type d'activité qu'il veut exclure de ses investissements. L'alcool, les armes, le tabac ou la pornographie en sont des exemples typiques. Dans ce cas, les entreprises correspondantes sont exclues du portefeuille. Cette stratégie a d'ordinaire souvent été employée par des investisseurs soucieux d'un investissement éthique.

Mais la tendance privilégie plutôt les approches qui intègrent les analyses des facteurs environnementaux, sociaux et des facteurs de gouvernance dans les décisions d'allocation. L'idée est de combiner la lecture de ces facteurs avec celle des facteurs financiers traditionnels pour déterminer la valeur des titres et se faire ainsi une meilleure idée.

Une troisième méthode mérite également d'être retenue, car elle rencontre un intérêt croissant, bien qu'encore modeste. C'est la stratégie dite de l'impact investing. Ici, l'investissement vise essentiellement à exercer un impact positif et mesurable soit sur la société soit sur l'environnement. Cette influence s'exerce généralement au travers d'une multitude de structures, notamment le private equity ou des solutions basées sur le prêt, notamment la microfinance.

Si l'on examine l'impact investing, y a-t-il un choix à faire entre le gain social et le rendement financier ?

En ce qui concerne l'investissement sur les marchés financiers et la liquidité des investissements, les résultats de

ces trente dernières années ne semblent pas indiquer qu'il faille faire de compromis entre l'investissement durable et la performance financière si l'on considère des cycles entiers des marchés.

Pour ce qui est de l'impact investing, il est difficile de généraliser, car les facteurs sont hautement spécifiques aux transactions. Certaines opérations offriront des rendements très compétitifs, tandis que d'autres ne proposeront, à dessein, qu'un moindre rendement ; c'est le prix à payer pour un impact social ou environnemental plus marqué. On ne peut les considérer qu'au cas par cas.

Comment mesurez-vous la performance d'un investissement durable étant donné qu'il cible ce double objectif ?

Il faut savoir que l'investissement durable n'est pas un investissement philanthropique – la rentabilité financière compte et doit donc aussi être mesurée de la manière habituelle. La mesure de l'impact social et environnemental, quant à elle, est plus compliquée, mais il faut se focaliser sur des investissements où l'on peut suivre au moins quelques indicateurs. Par exemple, si l'intention est d'investir dans un projet éducatif, il faudra sans doute suivre l'évolution du nombre de diplômés du programme en question.

Quels sont les risques de l'investissement durable à vos yeux ?

Les risques dépendent de l'approche. Par exemple, si vous pratiquez le prin-

cipe d'exclusion, il faut définir la rigueur avec laquelle il faut s'y tenir. Si le seuil est trop strict, il se peut que le portefeuille se concentre trop sur certains secteurs, ce qui lui donne un profil de risque-rendement inférieur à celui d'un portefeuille plus diversifié.

Dans le cas de l'approche intégrée, il y a un risque de subir un biais de style. L'investisseur se retrouve alors souvent avec davantage de petites capitalisations, où la croissance et les facteurs de qualité sont plus marqués. Ce n'est pas nécessairement bon ou mauvais, mais selon la phase du marché ou le cycle conjoncturel, un tel portefeuille se comporte mieux ou moins bien qu'un indice de référence standard. Enfin, un troisième risque peut surgir si un investisseur essaie d'embrasser une approche plus thématique en matière de développement durable, en se concentrant par exemple sur l'eau ou l'efficacité énergétique. Ce sont des investissements qui peuvent fortement séduire, et ils sont plutôt intuitifs parce qu'il y a une approche bien définie qui les sous-tend. Mais pris isolément, ces investissements peuvent s'avérer relativement risqués. A cela s'ajoute aussi le risque d'un trop gros nombre d'acteurs quand une thématique connaît une forte popularité. Il importe de les considérer dans la globalité du portefeuille, en évitant toute concentration excessive sur une thématique particulière.

En quête de sources de rendement alternatives.

Andrew Lee. Head of Alternative Investments

En bref.

Etant donné le maintien d'un environnement marqué par une baisse des rendements et performances, les investisseurs doivent continuer de rechercher des sources de rendement alternatives.

En règle générale, il est important que les investisseurs gardent une exposition équilibrée aux différentes stratégies de hedge funds et n'ajustent cet équilibre que dans le cadre du portefeuille.

Sur les marchés privés, le désendettement des banques européennes crée un certain nombre d'opportunités pour les investisseurs.

Les opportunités de niche, marquées par des moteurs de performance pratiquement sans corrélation avec les marchés, séduisent de plus en plus les investisseurs.

Quelles réflexions vous inspirent les hedge funds ?

Etant donné la baisse persistante de la performance et des rendements, il me semble que les investisseurs doivent continuer de rechercher des sources de rendement alternatives. D'aucuns ont sans doute été déçus par le comportement de certains fonds en 2014, mais il faut se rappeler que les hedge funds sont également exposés à d'autres facteurs que les actions. Ainsi, les hedge funds peuvent, une année donnée, évoluer différemment des actions. Il est primordial d'évaluer sur plusieurs années les rendements corrigés du risque dans le contexte d'un portefeuille. Je suis certain que les hedge funds apporteront une contribution positive à la plupart des portefeuilles.

Que doivent penser les investisseurs de l'inclusion de hedge funds dans leur portefeuille ?

Dans l'ensemble, il me semble important que les investisseurs équilibrent leur exposition aux différentes stratégies de hedge funds, afin d'éviter une performance exagérément tributaire d'un nombre limité de facteurs de performance. Certains des atouts des hedge funds découlent de leur exposition à des facteurs non traditionnels comme le risque d'illiquidité ou de volatilité. Ces facteurs fournissent, la plupart du temps, des rendements corrigés du risque attrayants, mais ils sont aussi asymétriques et peuvent accroître le risque extrême des portefeuilles. Certes, le risque existe toujours que les gérants individuels ne fournissent pas

les résultats escomptés, en raison d'une mauvaise gestion du risque ou d'une erreur de jugement.

Nous sommes sur le point d'introduire différents outils de hedge funds analytiques, axés sur le risque systémique, le risque lié à la liquidité, au cycle économique et à la volatilité du marché. Appelé « Hedge Fund Navigator », cet outil permet d'évaluer dans quelle mesure les conditions du marché sont, ou non, favorables aux placements en hedge funds. Mais le meilleur moyen de réduire autant que possible les retombées négatives de ces risques sur le portefeuille réside dans la diversification. Nous recommanderons, selon les circonstances, de revoir cet équilibre au profit de certains styles et au détriment d'autres afin d'exploiter la dynamique observée ou attendue du marché. Il est conseillé de ne jamais perdre de vue l'ensemble du portefeuille. Ainsi, nous sommes actuellement prudents à l'égard des styles de hedge funds macro et recommandons une allocation inférieure à la moyenne à ces fonds, quoique non nulle de manière générale.

Après quelques années décevantes, il semble que les fonds macro se redressent depuis peu. Faut-il voir là un signe de redressement ?

En effet, depuis août, le style a commencé à surperformer grâce à certaines des tendances divergentes que nous observons sur les marchés des changes, des matières premières et du revenu fixe. Le contexte s'améliore



Andrew Lee. Head of Alternative Investments

nettement pour les gérants thématiques discrétionnaires, qui devraient procéder avec profit à des opérations sur monnaies et sur taux du fait de la divergence accrue des politiques monétaires. Par ailleurs, nous restons d'avis que bon nombre de stratégies systématiques répliquant les tendances resteront mises à mal. La dépendance historique vis-à-vis de l'exposition au revenu fixe ne constituera plus un obstacle et, selon nous, elle ne générera généralement pas une performance régulière.

Quelles sont les opportunités les plus intéressantes offertes par les marchés privés ?

Nous continuons de privilégier le thème clé du désendettement des banques européennes. Suite à la révision de la qualité des actifs, nous pensons toujours que les banques européennes continueront d'assainir leurs bilans et leurs activités de prêt. Cela crée différents types d'opportunités pour les investisseurs. Premièrement, au fur et à mesure que les banques se défont des prêts ou des actifs non per-

formants, les investisseurs opportunistes expérimentés possédant la plateforme nécessaire pour offrir et réaliser ces placements devraient tirer leur épingle du jeu. Ces placements, s'ils sont sélectionnés et évalués de manière adéquate, offrent des résultats moins corrélés avec le marché et ne se trouvent pas sur les marchés liquides. Deuxièmement, du fait de la réduction structurelle des banques européennes et du recentrage de leurs activités de prêt dans les prochains trimestres, cette dynamique crée un écart de financement que comblent de plus en plus les bailleurs alternatifs. Des solutions de prêt alternatives peuvent, selon la situation, porter sur le court ou le long terme, mais, étant donné que les gérants sélectionnent, exercent une diligence raisonnable et négocient directement les prix et les conditions pour ces crédits, la protection contre la baisse devrait s'en trouver améliorée.

Quels sont les autres facteurs qui vous enthousiasment sur les marchés privés à partir de 2015 ?

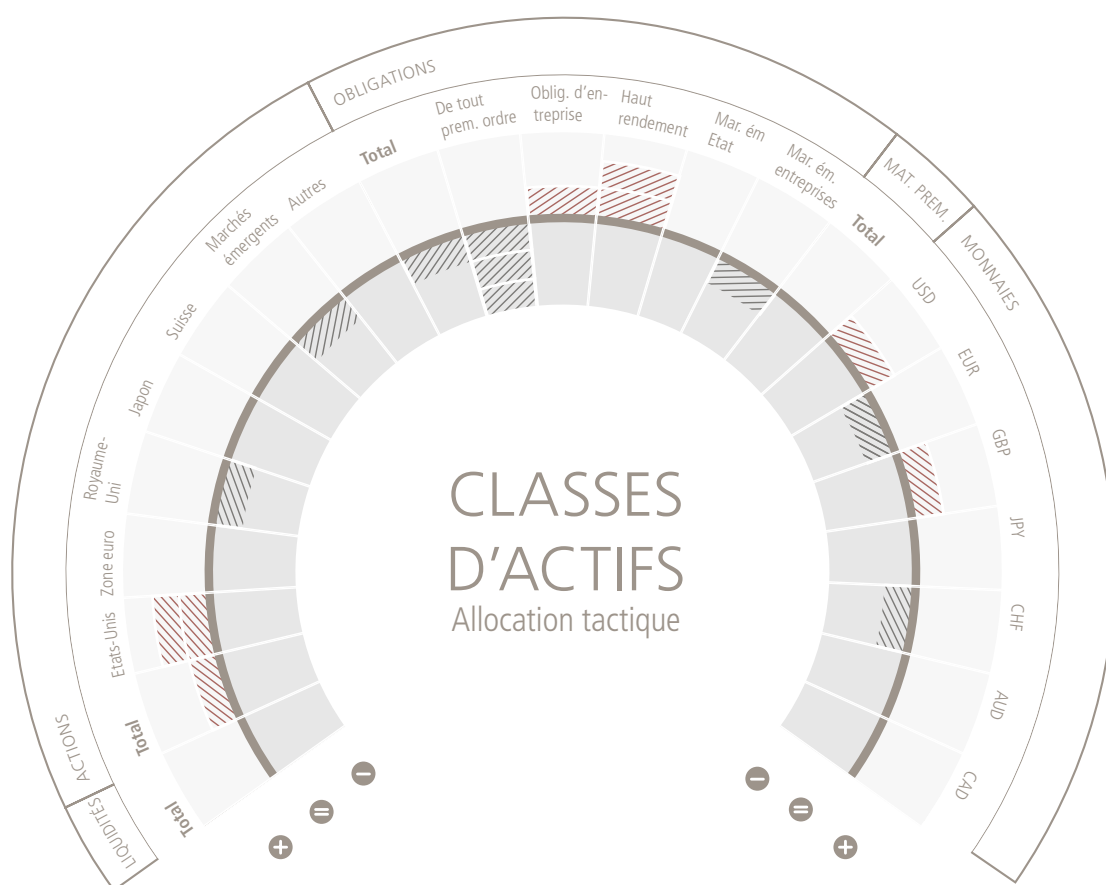
En général, nous recherchons les opportunités offrant des rendements moins corrélés avec les marchés. Notre objectif est d'identifier les idées pour lesquelles les gérants sont à même de peser concrètement, sur le plan stratégique ou opérationnel, sur les résultats des placements. Étant donné les niveaux d'évaluation actuels, nos prévisions à l'égard des stratégies buy-out généralistes sont quelque peu moins favorables, bien que nous sachions que les gérants les plus compétents font preuve de davantage de prudence dans le déploiement des capitaux et le recentrage que dans la collecte des placements. En revanche, nous cherchons à identifier les opportunités de niche, dans lesquelles les moteurs de performance sont largement décorrélés des marchés. Nous nous réjouissons de communiquer sous peu certaines idées spécifiques. Il va de soi que les clients doivent évaluer et répartir ces investissements de manière appropriée.

Classes d'actifs.

Selon nous, les investisseurs détenant un portefeuille global Balanced composé d'actions, d'obligations et de placements alternatifs sont les mieux placés pour tirer leur épingle du jeu dans le monde divergent, avec des niveaux de volatilité comparativement bas.

Dans le cadre d'un portefeuille bien diversifié, nous recommandons actuellement un certain nombre d'écarts tactiques pour tirer parti des

évolutions en cours dans le monde divergent. Nous **surpondérons** en particulier **les actions américaines** par rapport aux actions du Royaume-Uni et des marchés émergents et nous **surpondérons les obligations d'entreprise** par rapport aux obligations de haute qualité. Dans le secteur des monnaies, nous recommandons de **surpondérer le dollar américain** et la **livre anglaise** par rapport à l'euro et au franc suisse.



Veuillez noter que l'allocation tactique des actifs est exacte au moment de la rédaction du présent document, le 17 novembre.
Veuillez consulter la dernière UBS House View en cas de mises à jour.

Opinion stratégique à long terme

Actions

Les évaluations ne sont plus bon marché, mais la croissance des bénéfices des entreprises devrait suffire pour porter les performances annuelles à moyen-long terme à près de 10%. Ces performances sont intéressantes au regard de celles des autres classes d'actifs, même si elles sont plus basses qu'auparavant; elles affichent par ailleurs une volatilité à court terme comparativement élevée.

Obligations

Les rendements sont faibles sur le plan historique. De ce fait, les obligations ne devraient plus doper la performance des portefeuilles. Cependant, elles continueront de contribuer à la stabilisation du portefeuille dans les phases de volatilité des marchés des actions. Les détenteurs d'obligations doivent de plus en plus voir dans les obligations d'entreprise une source de rendement.

Placements alternatifs

Les placements alternatifs jouent un rôle de plus en plus important dans la performance en raison de leur faible corrélation avec les obligations et les actions. Avec le repli de la performance des actions et des obligations, les placements alternatifs gagnent en attrait. Les gérants de hedge funds peuvent être bien placés pour profiter du monde divergent et le private equity permet aux investisseurs de bénéficier d'une prime de risque d'illiquidité.

Monnaies

En règle générale, il est important pour les investisseurs de couvrir leurs placements étrangers dans leur monnaie nationale. A long terme, la plupart des monnaies tendent à perturber la performance du portefeuille sans pour autant doper ce dernier.

Matières premières

Les matières premières ne devraient pas être considérées comme un élément stratégique du portefeuille. Selon nous, elles accroissent la volatilité d'un portefeuille sans que cela ne soit compensé par des résultats correspondants.

Opinion tactique à court terme

Nous préférons les actions américaines à celles des marchés émergents. Les actions américaines affichent une croissance bénéficiaire plus élevée et l'économie des Etats-Unis peut s'enorgueillir d'une solide croissance. La rentabilité des entreprises des marchés émergents est faible, et leurs marchés des actions peuvent se montrer fragiles en périodes de volatilité.

Nous préférons les obligations d'entreprise aux obligations de haute qualité. Les rendements des obligations de haute qualité étant faibles, les investisseurs devraient rechercher des rendements plus élevés dans les segments investment grade et le haut rendement américain. Ces deux segments devraient bénéficier du bon contexte économique aux Etats-Unis et des faibles coûts de financement.

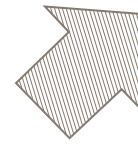
Au sein des hedge funds, les fonds « equity long-short » devraient être les mieux placés pour profiter du monde divergent et de la progression des marchés américains des actions. S'agissant des marchés privés, la dette privée permet de compléter l'exposition à des positions existantes sur les marchés du crédit. Nous favorisons les expositions à long terme dans le domaine des infrastructures d'énergie.

Nous voyons des opportunités tactiques dans le dollar américain et la livre anglaise par rapport au franc suisse et à l'euro. Le monde divergent connaîtra l'amorce de différentes politiques monétaires, caractérisées, d'une part, par un relèvement des taux aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en 2015 et, de l'autre, par un assouplissement de la BCE.

A l'heure actuelle, nous ne détenons pas de positions sur des matières premières dans le cadre de l'allocation d'actifs globale tactique. Dans l'univers des matières premières, nos préférences vont à l'énergie et aux céréales au détriment des métaux précieux.

Actions.

Nous pensons qu'un environnement de solide croissance aux Etats-Unis et de politique monétaire accommodante en termes historiques favorisera les actions en 2015. Nous prévoyons une croissance des bénéfices d'environ 8% au niveau mondial. En outre, avec un PER réalisé de 16,6x, les évaluations sont légèrement inférieures aux moyennes historiques.



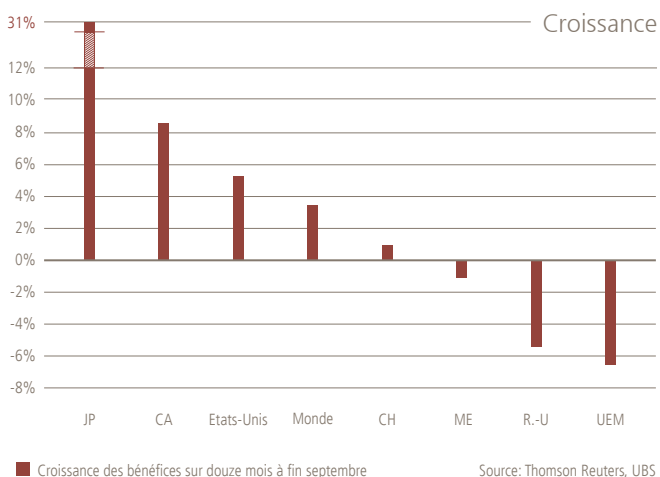
Nous recommandons de surpondérer les actions par rapport aux obligations de haute qualité.

Performance depuis début 2014

Les actions se sont bien comportées en 2014. La performance a été régulière, à l'exception de trois périodes de volatilité dues à des inquiétudes concernant, respectivement, les marchés émergents, le contexte géopolitique et la croissance mondiale. Globalement, les Etats-Unis et la Suisse ont affiché les meilleures performances, la zone euro et le Royaume-Uni dégageant les moins bons résultats. Les grandes capitalisations ont surperformé les petites capitalisations. La santé et les services collectifs ont surperformé, alors que l'énergie et les matériaux ont sous-performé. Les styles « croissance » et « value » ont affiché des performances comparables.

Croissance modérée des bénéfices au niveau mondial

Au niveau mondial, la croissance des bénéfices sur douze mois ressort à 3,4% à fin septembre. Le dynamisme de la croissance américaine a dopé les bénéfices en Amérique du Nord, alors que le Japon a continué de profiter de la faiblesse de sa monnaie. Les bénéfices des entreprises britanniques ont été pénalisés par la solidité de la livre sterling, et ceux des entreprises de la zone euro par la faiblesse de la croissance économique de ce marché.



Des évaluations inférieures aux moyennes historiques

En fin d'année, les évaluations sont proches des niveaux de début janvier, les actions mondiales ayant affiché des performances conformes à la croissance des bénéfices. Avec des PER réalisés de 16,6x, les prix des actions mondiales sont légèrement inférieurs aux moyennes historiques. Les actions américaines et suisses sont légèrement plus chères que la moyenne, alors que les actions japonaises et des marchés émergents sont moins chères.



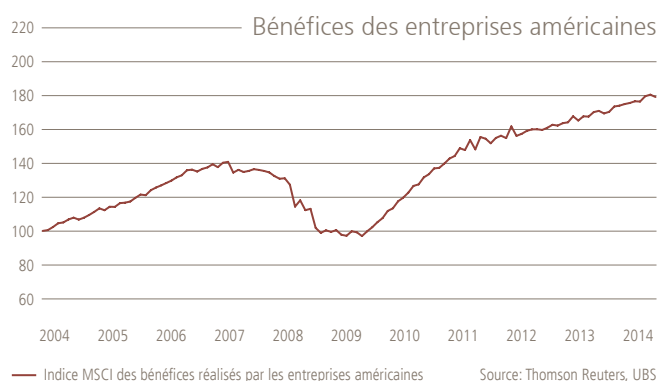
	Rendements			Evaluation		Croissance des BPA		Marges d'EBIT		
	2013	2014 ytd	Prévision sur 5 ans (moy. ann.)	PER réalisé	Ecart face à la moyenne hist.	Rdt. du dividende	2014	2015	Actuellement	Moyenne hist.
Marchés émergents	-2,3%	3,8%	9,5%–10,5%	12	-19%	2,8%	-1%	8%	11,1%	15,7%
UEM	24,8%	2,9%	7%–8%	15,6	3%	3,4%	-7%	12%	8,1%	7,9%
Japon	54,5%	3,8%	6,5%–7,5%	15,5	-15%	1,9%	31%	9%	6,6%	5,9%
Suisse	22,8%	9,6%	6,5%–7,5%	17,5	7%	3,1%	1%	7%	14,0%	11,1%
Royaume-Uni	17,8%	0,2%	7,5%–8,5%	14	-1%	5,0%	-5%	5%*	8,4%	10,7%
USA	32,6%	10,8%	7%–8%	17,6	4%	1,9%	5%	8%	11,8%	11,6%
Monde	29,5%	7,5%	7,5%–8,5%	16,6	-8%	2,6%	3%	8%	9,9%	9,5%

* consensus

Source: Thomson Reuters, Bloomberg, UBS

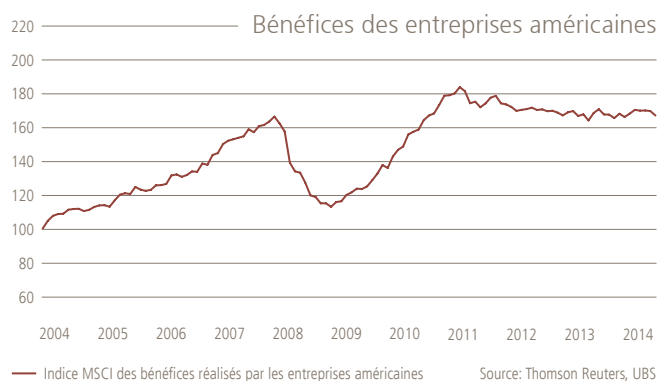
Nous surpondérons les actions américaines

- La vigueur des bénéfices des entreprises américaines devrait continuer de doper le marché actions haussier aux Etats-Unis.
- Les entreprises américaines devraient bénéficier de la forte croissance des Etats-Unis, les sociétés composant l'indice S&P 500 réalisant plus des deux tiers de leurs chiffres d'affaires sur le marché domestique.
- Les évaluations n'étant que très légèrement supérieures aux niveaux moyens, la dynamique cyclique et les bénéfices seront les principaux vecteurs de rendement en 2015.

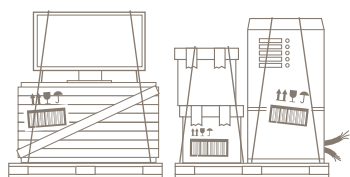


Nous sous-pondérons les actions des ME

- La rentabilité des entreprises de la région a diminué en 2014.
- Le plongeon des cours des matières premières et la fermeté du dollar américain sont des facteurs défavorables.
- Les évaluations sont inférieures aux moyennes à long terme, mais elles ne devraient pas jouer un rôle de catalyseur de performance.
- Nous restons assez prudents à l'égard des indicateurs économiques avancés de nombreux grands marchés émergents.



Reprise des investissements aux Etats-Unis



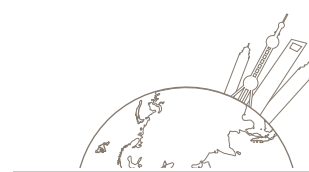
Avec l'amplification de l'expansion économique aux Etats-Unis, nous pensons que les investissements vont augmenter dans les domaines de la production manufacturière, les technologies, l'immobilier et les infrastructures énergétiques. Traditionnellement, l'assouplissement des conditions de prêt des banques, l'amélioration des indices de confiance des petites entreprises comme des grands groupes et l'utilisation accrue des capacités de production annoncent une reprise des cycles d'investissement. Les secteurs les plus exposés à un rebond des dépenses d'investissement sont ceux de l'industrie, des technologies et de la finance.

Financières de la zone euro



2015 devrait être une bonne année pour les financières dans la zone euro. Le coût du financement a diminué et la conclusion des audits de qualité des actifs devrait doper la confiance des investisseurs à l'égard du secteur et encourager les banques à augmenter leurs encours de prêt. Le principal risque reste celui des procédures judiciaires.

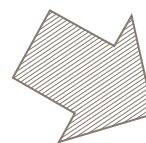
De nouveaux géants apparaissent sur les marchés émergents



Sur les marchés émergents, nous préférons les entreprises capables de faire face aux acteurs bien établis sur les marchés développés. Elles doivent offrir des modèles d'entreprise et des produits convaincants et bénéficier d'avantages en termes de coûts. Portés par l'innovation et la notoriété croissante de leurs marques, ces « géants mondiaux » des marchés émergents devraient bénéficier d'un fort pouvoir de marché, ce qui leur permettra d'afficher des bénéfices supérieurs à la moyenne dans un avenir prévisible.

Obligations.

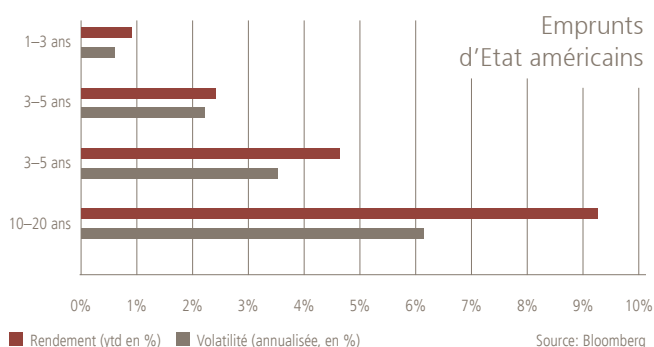
Les rendements obligataires ont rarement été aussi bas. Attendu depuis longtemps, le renversement de tendance des rendements ne s'est toujours pas matérialisé. Ce dont on peut être sûr, en revanche, c'est que la faiblesse des rendements signifie que les produits générés par les obligations de haute qualité ne pourront être que médiocres ces prochaines années. Dans cet environnement, nous privilégions les obligations de moindre qualité. Nous avons une préférence tactique pour les obligations de qualité investment grade et les obligations américaines à haut rendement.



Nous recommandons une sous-pondération des obligations dans leur ensemble. Nous surpondérons les crédits, en particulier les obligations américaines à haut rendement et les obligations investment grade mondiales, par rapport aux obligations de haute qualité

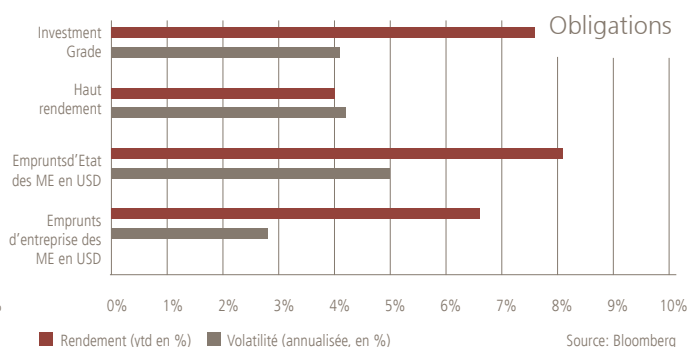
Obligations de haute qualité – performance en 2014

- Les emprunts d'Etat ont surpris par leur solide performance en 2014.
- Cette progression a été obtenue malgré la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed et l'approche d'une hausse de ses taux d'intérêt.
- La performance a été dopée par une politique plus accommodante que prévu de la part de la Banque centrale européenne, l'expansion continue des bilans des banques centrales, des inquiétudes portant sur les taux de croissance économique, la faiblesse de l'inflation et les achats structurels des fonds de retraite.



Obligations – performance en 2014

- La duration a été l'un des principaux vecteurs de performance obligataire en 2014. Les segments à plus longue duration, par exemple les obligations de qualité investment grade et les emprunts d'Etat des ME, ont ainsi surperformé le segment du haut rendement et les emprunts d'entreprise des ME.
- Les spreads de crédit sont restés globalement inchangés pendant l'année. A la marge, les écarts de crédit du segment investment grade et des emprunts d'Etat des ME se sont contractés, et ceux du haut rendement se sont creusés.
- Les obligations ont continué de manifester une faible volatilité, ce qui a permis au segment de générer d'attractifs rendements ajustés du risque.



Evaluations : légèrement serrées

- Les spreads de crédit du segment investment grade et des obligations américaines à haut rendement sont légèrement inférieurs à la moyenne, mais les taux de défaillance le sont tout autant. Nous surpondérons toujours ces deux segments.
- Sur les ME, les spreads de crédit des emprunts d'Etat et des emprunts d'entreprise sont également inférieurs aux moyennes historiques, et ce de manière plus prononcée, mais les notations se sont améliorées ces dix dernières années. Les prix des emprunts d'entreprise des ME nous semblent élevés au regard des fondamentaux. Nous sous-pondérons donc ce segment.

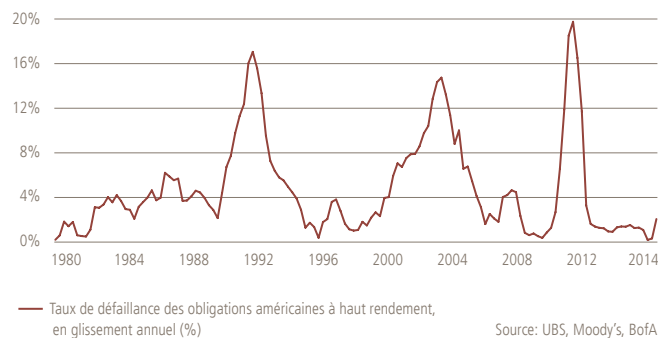
	Notations	Spread (bp)	Moy. (pb)	Taux de défaillance	Moy.
Investment Grade	A-	117	137	0%	0,1%
Haut rendement américain	B+	441	506	2,1%	4,3%
Emprunts d'Etat des ME	BBB-	308	460	0%*	0,5%
Emprunts d'entreprise des ME	BBB	323	360	0,6%	0,7%

*+ Argentine

Source: UBS, Moody's, J.P. Morgan, Barclays

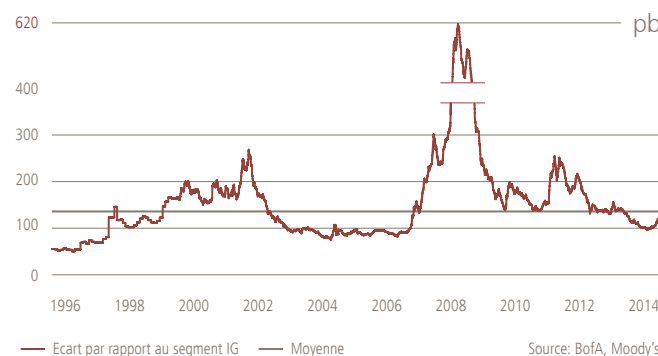
Surpondération du haut rendement obligataire américain

- Avec un écart de crédit de 4,5% par rapport aux bons du Trésor américain, et un rendement total de plus de 6%, le haut rendement obligataire nous semble offrir des perspectives positives.
- Les taux de défaillance des émetteurs américains à haut rendement devraient rester faibles en 2015, grâce à de solides fondamentaux d'entreprise et des conditions de financement favorables.
- Nous sommes actuellement au milieu du cycle de crédit ; le niveau d'activité des entreprises est proche de la moyenne et l'endettement augmente.



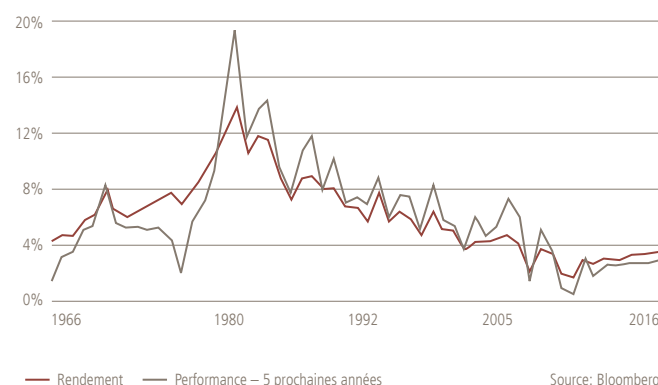
Surpondération des crédits investment grade

- Les crédits investment grade offrent toujours un complément de rendement attrayant par rapport aux obligations de haute qualité, avec de faibles taux de défaillance.
- Le dynamisme de la croissance américaine et le programme d'achat d'obligations de la BCE devraient favoriser la classe d'actifs.
- Pour obtenir un rendement supplémentaire, nous privilégions les obligations IG de moindre qualité (BBB) et certaines obligations subordonnées d'émetteurs non financiers.



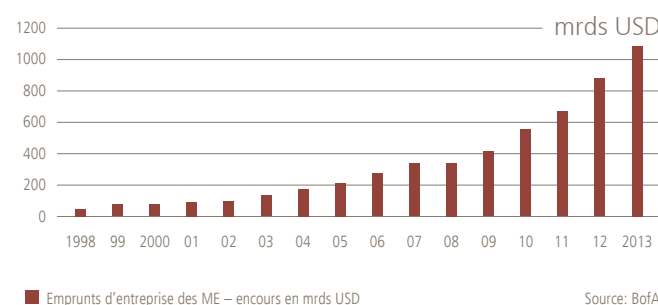
Sous-pondération des obligations de haute qualité

- Vu le très faible niveau actuel des rendements, nous prévoyons des rendements minimaux pour les obligations de haute qualité ces prochaines années.
- L'accélération de la croissance et de l'inflation aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en particulier, devraient entraîner une hausse des rendements obligataires en 2015.
- Selon nous, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans devrait être de 2,8% dans les douze prochains mois.



Sous-pondération des emprunts d'entreprise des marchés émergents

- Le marché des emprunts d'entreprise des ME s'est considérablement développé ces dernières années, dépassant très largement celui des emprunts d'Etat de la région.
- Les taux de défaillance des emprunts d'entreprise des ME se sont révélés faibles du fait d'un environnement de financement favorable. Ils devraient toutefois augmenter en 2015.
- Les spreads de crédit nous semblent relativement étroits au regard des fondamentaux et nous sous-pondérons donc ce segment.



Placements alternatifs.

Hedge funds

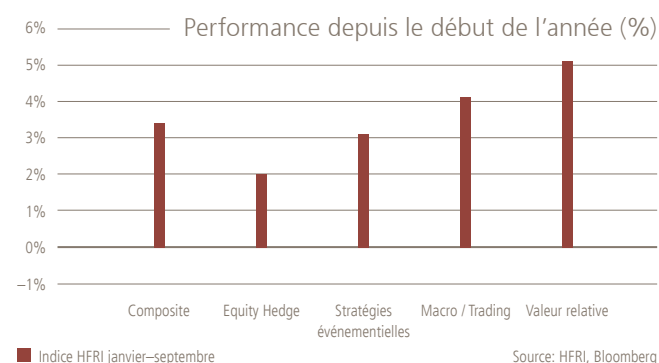
Nous recommandons aux investisseurs de considérer les hedge funds comme des outils d'amélioration des caractéristiques de risque-rendement d'un portefeuille global. Un portefeuille de hedge funds bien diversifié offre un potentiel de rendement de l'ordre de 5%, et les corrélations avec d'autres actifs sont faibles.

Alors que nous anticipons une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, nous pensons que la plupart des stratégies de hedge funds continueront de générer de la performance. Nous attendons de ces stratégies une performance relative conforme à notre positionnement, les meilleurs résultats étant prévus dans les stratégies « equity hedge ».

Performance depuis début 2014

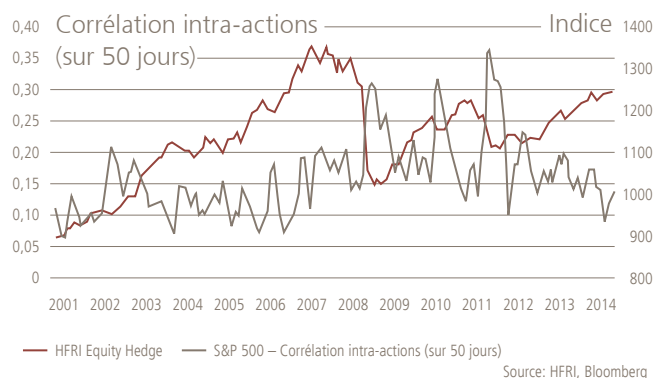
En cumul à fin septembre 2014, les stratégies de hedge funds affichent des résultats globalement conformes à nos attentes. Le pic temporaire de volatilité d'octobre a nui à la performance de certains gérants, principalement du fait d'importants mouvements macro, de la performance médiocre des crowded trades (négoce à très court terme) et de la législation de lutte contre la délocalisation fiscale.

La volatilité inférieure à la moyenne et les liquidités abondantes ont continué de créer un environnement favorable à certaines stratégies alternatives axées sur le bêta. Néanmoins, en 2015, cet environnement devrait changer en faveur des stratégies axées sur l'alpha du fait de la normalisation des liquidités et de la volatilité.



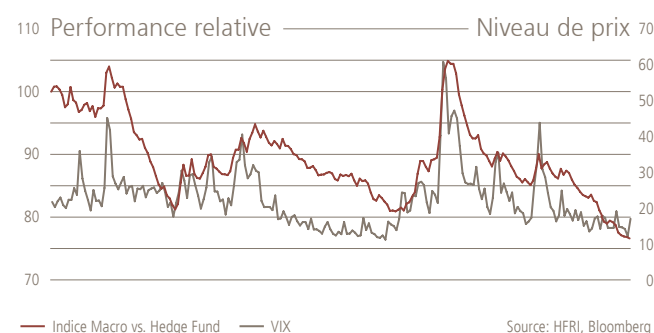
Préférence pour les stratégies « equity hedge »

- Nous prévoyons une performance positive du marché américain des actions, favorisant la stratégie.
- Nous préférons les gérants ayant des expositions nettes et brutes inférieures, axées sur la génération d'alpha via la sélection fondamentale des actions.
- La divergence continue au sein des économies mondiales exige différentes approches equity hedge sur le plan régional. L'Asie, l'Europe et les ME restent axés sur le bêta. Aux Etats-Unis, l'alpha devrait commencer à dominer la performance.



Prudence à l'égard des stratégies « global macro »

- Nous préférons les fonds macro discrétionnaires aux stratégies de négoce systématiques (CTA).
- Dans un monde divergent marqué par la disparition de l'environnement de très faible volatilité de marché, l'univers des opportunités offertes aux fonds macro discrétionnaires devrait augmenter.
- Nous demeurons prudents à l'égard du négoce systématique de fonds car la plupart des gérants adoptant des stratégies de suivi des tendances conservent une exposition relativement longue aux obligations.



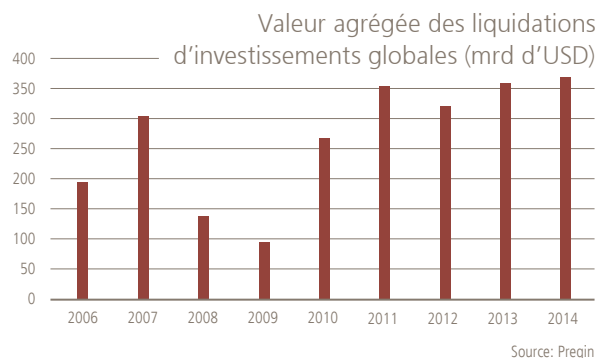
Marchés privés

Il nous semble que des opportunités subsistent dans certaines stratégies de marché privé. La disponibilité des financements et la solidité des marchés des actions ont créé un environnement favorable à la liquidation des investissements des fonds de private equity en 2014. Leurs nouveaux investissements ont en revanche été bridés par les niveaux d'évaluation. Le marché de la dette privée permet de compléter des positions existantes sur les marchés du crédit. Nous favorisons les expositions à long terme dans le domaine des infrastructures d'énergie.

Les investisseurs qui s'accommodent du manque de liquidité des placements peuvent utiliser les marchés privés pour diversifier les sources de rendement de leurs portefeuille et atteindre des objectifs spécifiques. En acceptant de bloquer leurs capitaux dans des fonds axés sur les marchés privés, les investisseurs accèdent à des investissements différenciés portant sur des thèmes, des actifs et des vecteurs de rendement.

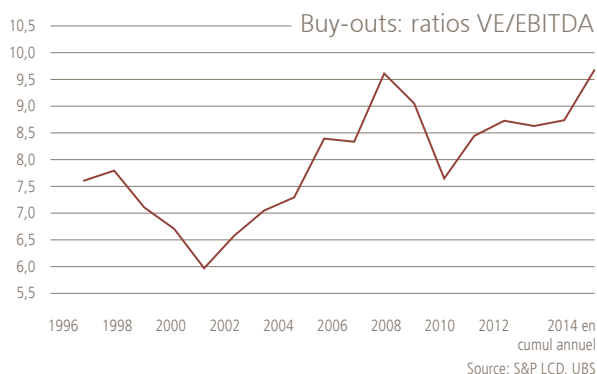
Performance depuis début 2014

- Les niveaux de réalisation devraient atteindre ou dépasser des niveaux record en 2014.
- Les introductions en Bourse sont en troisième position parmi les modes de réalisation des investissements de private equity, derrière les ventes négociées et les buy-outs secondaires.
- Les introductions en Bourse sont peut-être en haut de cycle, un nombre grandissant d'opérations ayant fait l'objet de reports.



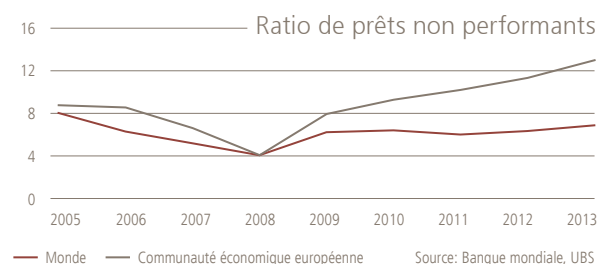
Private equity

- Les niveaux élevés des évaluations, le crédit facile et l'abondance des capitaux non investis font grimper les multiples d'acquisition. Nous préférons les buy-outs axés sur les petites/moyennes capitalisations à ceux visant les grandes capitalisations.
- Sur les marchés émergents, le capital de croissance est un moyen d'accéder aux secteurs qui exploitent des changements à long terme moins accessibles via des instruments liquides.
- En raison d'évaluations élevées, le capital-investissement en phase avancée et les fonds secondaires sont moins attractifs.



Dette privée

- Le désendettement en cours des banques européennes crée des opportunités structurelles pour les apporteurs de capitaux alternatifs à la recherche d'une solution prudente, notamment par le biais de prêts directs.
- Les banques européennes poursuivent également la restructuration de leurs bilans, ce qui crée des opportunités potentielles concernant les prêts non performants comme d'autres actifs alternatifs.



Opportunités de marchés privés

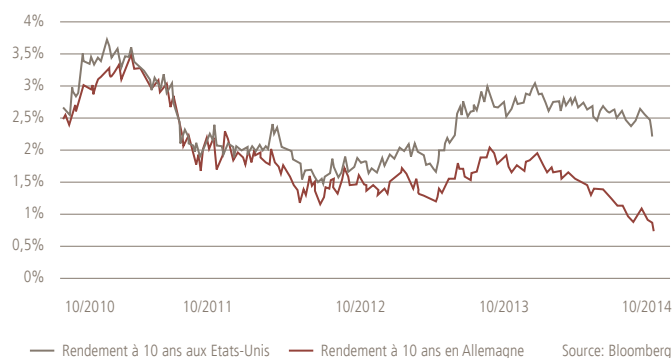
- Les nouvelles technologies ont transformé les marchés de l'énergie et les tendances de consommation en Amérique du Nord.
- Nous privilégions les opportunités présentées par la chaîne de valeur de l'énergie, dans les domaines des infrastructures d'énergie, des énergies renouvelables et de l'efficacité énergétique.



Monnaies.

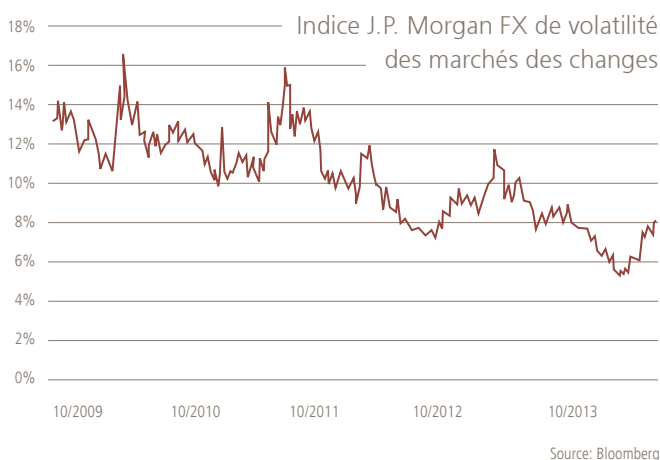
Le monde divergent – les divergences des politiques monétaires subsisteront en 2015

- Les Etats-Unis et le Royaume-Uni vont amorcer la normalisation de leurs politiques monétaires. Cette évolution va soutenir le dollar américain et la livre sterling.
- La BCE devra assouplir encore davantage sa politique monétaire, afin de stimuler l'inflation et la croissance. Ces mesures vont peser sur l'euro. La Suisse continuera de défendre le plancher de 1,20 pour l'EUR/CHF.
- La Banque du Japon maintiendra également une politique monétaire particulièrement accommodante, l'inflation nipponne restant très éloignée de l'objectif de 2% fixé par la BdJ.



Retour à la volatilité

- L'environnement structurel a bridé la volatilité des marchés des changes ces dernières années, les banques centrales ayant maintenu un calme artificiel sur les marchés par leurs injections de liquidité.
- La Fed américaine et la Banque d'Angleterre, qui normalisent désormais leurs politiques monétaires, vont permettre aux rendements obligataires de fluctuer plus amplement. La volatilité des monnaies devrait augmenter de ce fait.
- La période de durcissement des politiques monétaires de la Fed et de la Banque d'Angleterre va peser sur les monnaies à rendement élevé, qui ont bénéficié jusqu'à récemment de la modicité des rendements des grandes monnaies et de la faible volatilité des marchés des changes. Avec la hausse effective des taux, ces monnaies vulnérables vont sans doute s'affaiblir davantage.



Marchés développés

- Les opérations de négoce sur les marchés des changes ont été dominées par les grandes opérations jouant sur les aspects structurels. Exemples: la faiblesse du yen japonais et le plongeon de l'euro.
- Le dollar devrait rester solide face à l'euro.
- Mais 2015 sera également l'année des opérations de recherche d'alpha. Les meilleures opportunités devraient venir des paires de monnaies dont les économies sont similaires, mais qui manifestent des divergences temporaires en termes de développement économique. Les candidats pourraient inclure la couronne norvégienne par rapport à la couronne suédoise, ou encore le dollar australien par rapport au dollar canadien.

Performances 2014

	Monnaies	Rendement vs USD cash
3 meilleures performances	AUD	1.0%
	USD	0.2%
	NZD	-2.4%
3 moins bonnes performances	SEK	-12.5%
	NOK	-8.8%
	EUR	-8.7%

Prévisions

	Spot	12m	PPA
EURUSD	1.25	1.18	1.30
EURCHF	1.21	1.24	1.27
USDCHF	0.96	1.04	0.98
USDJPY	112	118	72
AUDUSD	0.88	0.85	0.74
EURGBP	0.78	0.74	0.76
EURSEK	9.3	8.7	8.6
EURNOK	8.5	8.0	9.5

Monnaies des marchés émergents

- Les investisseurs devront rechercher des divergences dans les dynamiques croissance-inflation. Le Mexique bénéficie d'un regain de croissance et les taux devraient augmenter en 2015. Israël et la Pologne sont moins attractifs, du fait d'une croissance et d'une inflation moins élevées.
- La prudence s'impose à l'égard des pays « fragiles » (Brésil, Indonésie, Afrique du Sud). En revanche, nous voyons des opportunités en Inde, dont la balance courante s'est améliorée.

	Monnaies	Rendement vs USD
3 meilleures performances	INR	8.5%
	IDR	7.7%
	TRY	5.1%
3 moins bonnes performances	RUB	-17.8%
	HUF	-10.6%
	CZK	-10.3%

Source: Bloomberg

	Spot	12m
USDCNY	6.1	6.2
USDTWD	30.4	29.8
USDINR	61.4	63
USDIDR	12085	12600
USDRUB	43	45
USDTRY	2.23	2.35
USDZAR	11.0	11.5
USDBRL	2.56	2.42
USDMXN	13.5	13.0

Source: Bloomberg, UBS

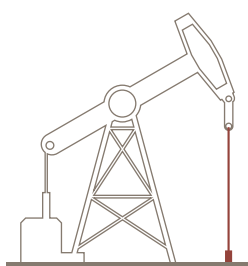
Matières premières.

Persistence des vents contraires

Après une année 2014 difficile, les prix de nombreuses denrées et matières premières se négocient aux environs de leur prix de revient. Et la décélération de la demande en Asie émergente va continuer de peser sur les marchés. Nous privilégions l'énergie et les céréales; nous sommes neutres à l'égard des métaux de base et prudents vis-à-vis des métaux précieux. De manière générale, nous tablons sur des performances de l'ordre de 1-4% en 2015, mais les prix des matières sous-jacentes seront sans doute influencés par de nombreux nombreux facteurs.

Matière première	Unité	Performance en cumul annuel	Cours	Prévision à 12 mois
Brut Brent	USD/baril	-22%	85.9	100
Brut WTI	USD/baril	-18%	80.5	95
Or	USD/once	-2%	1168	1050
Platine	USD/once	-10%	1236	1450
Cuivre	USD/t	-8%	6740	6350
Maïs	USD/boisseau	-11%	3.77	4
Blé	USD/boisseau	-12%	5.28	5.5

Source: UBS, Bloomberg

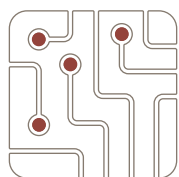


Nous privilégions l'énergie

- Nous prévoyons une stabilisation des prix du pétrole brut au premier semestre 2015 et un rebond au second semestre, avec un rapport offre / demande mieux équilibré.
- L'augmentation excessive de l'offre des pays non membres de l'OPEP par rapport à l'augmentation de la demande mondiale devrait diminuer, passant de 0,7 mbpj en 2014 à 0,1 mbpj en 2015.
- La capacité de l'OPEP à faire grimper les prix devrait s'améliorer, car il est probable que l'offre de pétrole brute hors Amérique du Nord reste soumise à des contraintes.
- La vente d'options de couverture du risque extrême est la manière la plus attrayante pour bénéficier d'une stabilisation des prix du pétrole en 2015.

Positionnement neutre à l'égard des métaux de base

- En général, les prix des métaux de base doivent être déprimés pour inciter les producteurs à la discipline. Cela étant, les métaux de base ne forment pas un ensemble homogène, vu la variété des environnements du côté de l'offre.
- Nous privilégions le zinc, le nickel et le plomb, métaux dont la production ne peut pas être facilement augmentée.
- Les prix actuels de l'aluminium sont suffisants pour inciter à une augmentation de l'offre.
- Le cuivre est le métal que nous apprécions le moins. L'augmentation de l'offre minière devrait être supérieure à l'accroissement de la demande en 2015 et les prix devraient baisser à 6350 USD/tonne.

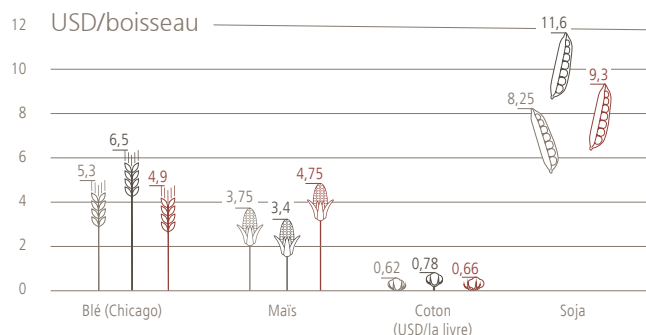


Prudence vis-à-vis des métaux précieux

- La hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis va augmenter le coût d'opportunité de la détention d'or.
- Nous prévoyons des flux sortants des ETF aux environs de 300-400 tonnes. L'or pourrait ainsi baisser à 1050 USD/once, correspondant aux coûts de production marginaux.
- A ce niveau de prix, la demande asiatique devrait augmenter et nous assisterions sans doute à la première contraction de la production minière depuis 2008.
- L'or et l'argent ne sont pas encore à des prix justifiant une recommandation d'achat. Toutefois, l'or pourrait devenir un sous-jacent intéressant pour les stratégies de vente de volatilité si les prix baissaient au point d'atteindre le niveau des coûts de production.

Denrées agricoles

- Les prix d'enlèvement à la ferme du maïs, du blé et du coton sont égaux ou inférieurs aux coûts de production, alors que les prix du soja restent supérieurs à ces derniers.
- Le scénario le plus probable nous semble celui d'un ajustement des surfaces cultivées, dans un premier temps en ce qui concerne le maïs, et dans une moindre mesure le coton.
- L'ajustement des surfaces cultivées sera sans doute différé côté soja, peut-être jusqu'à la période d'ensemencement au Brésil fin 2015.
- Nous continuons d'envisager avec optimisme un rebond des prix du maïs et du sucre, avant les autres denrées. Nous pensons que les prix du soja resteront clairement déprimés pendant une longue période.



■ Coûts de production à la ferme aux Etats-Unis ■ Prix de la récolte 2013 ■ Prix de la récolte 2014
Source: Bloomberg, USDA, UBS

2015 en bref.



MH: Mark Haefele



MR: Mike Ryan



TT: Themis Themistocleous



DK: Daniel Kalt



MP: Mads Pedersen



MA: Mark Andersen

Quelles surprises
pourraient nous
réserver 2015 ?

- MH: L'inflation
- MR: Un rapprochement entre le Président Obama et le Congrès
- TT: L'influence accrue des facteurs géopolitiques sur les marchés
- MLT: Le rythme des réformes en Asie
- JM: Un pessimisme encore plus marqué des investisseurs à l'égard des marchés émergents
- DK: Une solution suisse à la législation sur le travail de l'Union européenne
- MP: Un nouvel assouplissement de la Fed
- MA: Une plus forte correction du marché immobilier chinois
- PM: Le manque de réaction des obligations à long terme face à des hausses des taux
- SS: L'absence de hausses des taux

Et quelles sont
les tendances
les plus prévisibles ?

- MH: Une augmentation de la volatilité
- MR: La prudence de la Fed
- TT: Une croissance médiocre en France et en Italie
- MLT: Une correction du marché immobilier asiatique
- JM: L'échec du populisme
- DK: Le maintien du plancher EUR/CHF
- MP: L'absence d'accélération de la croissance chinoise
- MA: La capacité à continuer de gagner de l'argent dans un environnement difficile
- PM: Les divergences politiques entre les banques centrales
- SS: Une croissance plus soutenue aux Etats-Unis qu'en Europe

Qu'est-ce que vous
trouvez le plus palpitant
à propos de 2015 ?

- MH: Une croissance auto-entretenue dans certains pays
- MR: La capacité de la technologie à changer nos vies
- TT: Des opportunités d'investissement induites par la volatilité des marchés
- MLT: Un plus grand accès réciproque au marché
- JM: Le succès des réformes économiques
- DK: Que nos clients puissent lire cette publication sur leur iPad !
- MP: La saison de ski
- MA: Le besoin d'investir de manière plus tactique
- PM: Ma lune de miel
- SS: La gamme de nouvelles initiatives du CIO



MLT: Min Lan Tan



JM: Jorge Mariscal



PM: Philippe Mueller



SS: Simon Smiles

Qu'est-ce qui vous inquiète le plus à propos de 2015 ?

- MH: Les inégalités
- MR: Une multiplication des mouvements radicaux dans le monde et une accentuation des inégalités
- TT: La fragilité de l'économie mondiale
- MLT: Les replis du marché immobilier chinois
- JM: La croissance mondiale
- DK: Une aggravation de la crise dans la zone euro
- MP: Une inflation sans croissance économique
- MA: Un scénario de stagflation
- PM: Les tensions géopolitiques
- SS: L'impact négatif de la volatilité sur les positions à effet de levier de nos clients

Quelles sont vos résolutions pour la nouvelle année ?

- MH: Toujours mieux cibler mes questions
- MR: Voir le monde tel qu'il est et non pas tel que je pense qu'il devrait être
- TT: Prendre le temps de penser au long terme
- MLT: Lire beaucoup. Voyager moins. Prendre le temps de la réflexion
- JM: Prendre de bonnes décisions d'investissement sur les marchés émergents
- DK: Passer plus de temps avec ma famille
- MP: Aider nos clients à investir dans le contexte d'un portefeuille
- MA: Aider nos clients à rester investis dans un portefeuille diversifié
- PM: Investir dans ma forme physique et mon endurance et celles des portefeuilles
- SS: Voir davantage mes enfants

Vos conseils pour les investisseurs ?

- MH: Souciez-vous du risque baissier et le potentiel haussier se mettra en place de lui-même
- MR: Les actions américaines
- TT: Les banques européennes
- MLT: Une sélection de subordonnées financières perpétuelles
- JM: Le peso mexicain
- DK: Investissez plus dans votre éducation et votre santé
- MP: Si vous voyez un rendement supérieur à 7%, achetez
- MA: Plus de placements alternatifs
- PM: Les prêts européens à effet de levier
- SS: Privilégiez la vente à l'achat de l'optionnalité

CIO Year Ahead 2015

Ce rapport a été préparé par UBS SA
et UBS Financial Services Inc.
(« UBS FS »)

Editeur

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

Rédacteur en chef

Kiran Ganesh

Gestion de projet

Joscelin Tosoni

Design

Linda Sutter

Layout

Werner Kuonen
Margrit Oppliger

Photos

Sandro Diener
George Stilabower

Clôture de la rédaction

17 novembre 2014

Traduction

CLS Communication

Langues

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

Contact

ubs-research@ubs.com
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-1401

Des opinions d'experts au bout des doigts




UBS Newsstand App

CIO Year Ahead 2015 est également accessible via UBS Newsstand (disponible sur l'App Store iTunes dans certains pays).



UBS Wealth Management



Appendice.

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Retail & Corporate et Wealth Management Americas, divisions de UBS AG (UBS, assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse) 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 informations divulguées 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 de 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, 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 vers 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 négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informier 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 du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO Wealth Management gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Gérants de fortune indépendants/Conseillers financiers externes: dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs 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 761 G («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 761 G 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. **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tatweer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **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, succursale d'UBS (Luxembourg) SA, enregistrée auprès de la Banque Nationale de Belgique et agréée auprès de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Brésil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **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). La 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. 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 euros, 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 des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **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». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **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. **Israël:** UBS est enregistrée en tant que «Foreign Dealer» en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd, une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd est un Portfolio Manager disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. **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 peut 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. **Nouvelle-Zélande:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Limited 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. La présente publication ou documentation vous est fournie, car vous avez indiqué envers UBS être un client certifié en tant qu'investisseur de grande envergure («whole-sale investor») et/ou un investisseur qualifié («Certified Client») situé en Nouvelle-Zélande. Cette publication ou documentation n'est pas destinée aux clients non certifiés («Non-Certified Clients»), et de tels clients ne doivent pas se fonder sur les informations qu'elle contient. Si, en tant que client non certifié, vous optez néanmoins de vous fonder sur les informations contenues dans le présent document en dépit de cet avertissement, vous (i) reconnaissez par la présente que vous n'êtes pas censé(e) vous fonder sur le contenu de cette publication ou documentation, et que toute recommandation ou opinion qui y figure ne vous est pas adressée, et (ii) dans la plus grande mesure permise par la loi, (a) vous indemnisez UBS et ses associés ou entités affiliées ainsi que leurs directeurs, employés, agents et conseillers respectifs (tous considérés comme des «personnes concernées») de tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par l'une quelconque de ces parties en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document, et (b) vous renoncez à tout droit ou recours à l'encontre de toute personne concernée pour (ou en lien avec) tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par vous en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document. **Pays-Bas:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Bank (Netherlands) B.V., banque agréée sous la surveillance de «De Nederlandsche Bank» (DNB) et de la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, habilité et supervisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority - PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority - FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. 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 à 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». **Taïwan:** cette documentation est fournie conformément aux lois taïwanaises, en accord avec les clients ou à leur demande.

